

钢铁行业

稳定

## 钢铁行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 吴晓丽 胡颖

自 2016 年以来政府对钢铁行业实行有力的供给侧改革政策，去除无效产能，严格取缔“地条钢”，目前钢铁供给端已收缩，同时 2016 年以来宏观经济开始恢复并进入中高速增长阶段，下游需求逐渐回升，带动钢材需求量增加，整体来看钢铁产能利用率趋于合理，带动钢价震荡上行。2017 年延续了供给侧改革政策和良好经济形势，产能利用率基本进入合理区间，钢价持续上涨，钢企盈利水平持续改善。

从信用质量来看，2017 年 6 家钢铁企业主体信用评级上调，另有 6 家钢铁企业的评级展望由负面调为稳定，仅有 1 家钢铁企业主体信用评级下调。2016 年以来供给侧改革和企业降本措施的积极效应逐步体现，钢铁行业下游需求持续回暖，钢材价格继续上涨回升，钢企整体盈利状况明显，信用质量提升。从市场表现看，当期发债主体等级集中于 AAA 级，行业整体信用利差继续走扩，同等级企业发行利差分化较为明显。

预计 2018 年良好的宏观和行业背景有助于钢铁行业稳定增长，但随着经济结构调整和增长动能转换，钢铁需求不会大幅增加；而随着去产能进入收尾阶段，2018 年产能收缩规模不大；受需求和产能所限，预计钢材产量不会大幅增加，产能利用率继续提升，钢材价格趋于稳定。预计 2018 年钢铁企业盈利状况可维持，行业信用质量将保持稳定，但成本高企及流动性压力凸显的企业仍面临较大级别下调和违约风险。同时，钢铁行业杠杆水平仍偏高，流动性压力短期内无法明显改善，政策面仍需给与有力支持，去杠杆目标任重道远；目前行业集中度仍偏低，无法充分发挥钢铁行业的规模优势，兼并重组收效甚微，市场化重组进程缓慢，未来几年钢铁行业资产重组仍是政策重点。

### 行业基本面

目前我国对钢铁行业积极实施的去产能、去杠杆、降成本、鼓励行业重组等措施已经取得一定成果，其中去产能措施效果明显，而去杠杆还需政策进一步支持及行业面的持续改善，行业重组除宝武合并外其余进展缓慢，未来我国钢铁工业转型升级压力大，行业发展仍将持续面临诸多挑战。

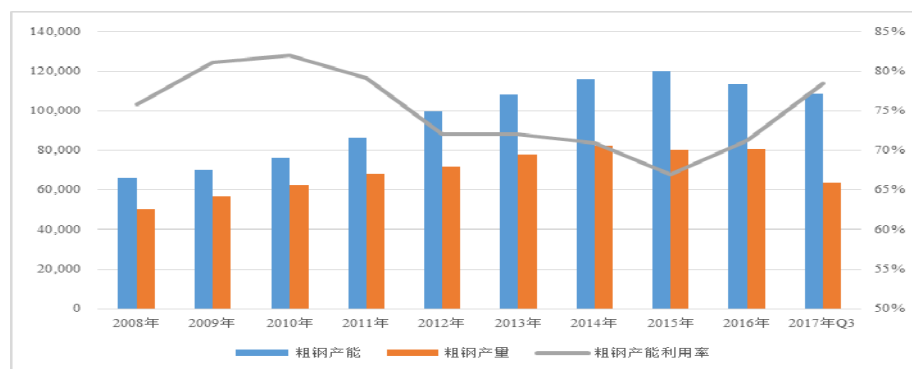
钢铁行业是国民经济的基础性产业，为建筑、机械、汽车、家电、造船等行业提供了重要的原材料保障，其发展与宏观经济发展及全国固定资产投资密切相关，是典型的周期性行业。在经历了前期的高速增长阶段之后，产能迅速扩充使得国内钢铁行业逐步出现产能过剩，控产能成为近年来钢铁行业需解决的重要目标。

2016 年 2 月初，国务院发布钢铁业化解过剩产能意见，指出从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨（目前修正为 1.4 亿吨），同时严禁新增产能，并鼓励企业通过主动压减、兼并重组、转型转产、搬迁改造、国际产能合作等途径，退出部分钢铁产能。2016 年全国去产能超过 6,500 万吨，超额完成当年 4,500 万吨的目标。

2017 年继续深化执行去产能政策，且采用更加强化市场化、法治化方式，突出严格执行环保、能耗、安全标准，将“地条钢”作为产能退出重中之重，并在 6 月 30 日前全面取缔“地条钢”产能。到 10 月份已经全面取缔超过 600 家“地条钢”生产企业，涉及产能 1.4 亿吨，而 5,000 万吨的去产能目标也于 7 月份提前完成。

目前去产能任务已经接近尾声，2018 年将以收尾为主，但辅之的环保政策、能耗指标进一步趋严，且需防范“地条钢”死灰复燃，并需严格控制通过各种手段新增产能，预计未来仍将有不少量的产能逐步退出。从去产能效果来看，近两年关停超过 1.15 亿吨的统计内产能以及 1.4 亿吨的统计外“地条钢”产能，供给端有明显收缩，产能利用率明显提升，根据公布的 2015 年 12 亿吨粗钢产能推测，2016 年和 2017 年前三季度产能利用率分别超过 71% 和 78%，同 2015 年 67% 的利用率比明显提高，同最高点 2010 年的 82% 的差距也大幅缩小。而取缔“地条钢”所释放出的约 8,000 万吨（按 60% 的产能利用率估计）粗钢需求亦带动需求端扩张，加之宏观经济恢复，钢铁行业整体呈现供需两旺态势，粗钢产量进一步增长，而钢价也有大幅上涨，带动钢铁行业盈利明显改善。

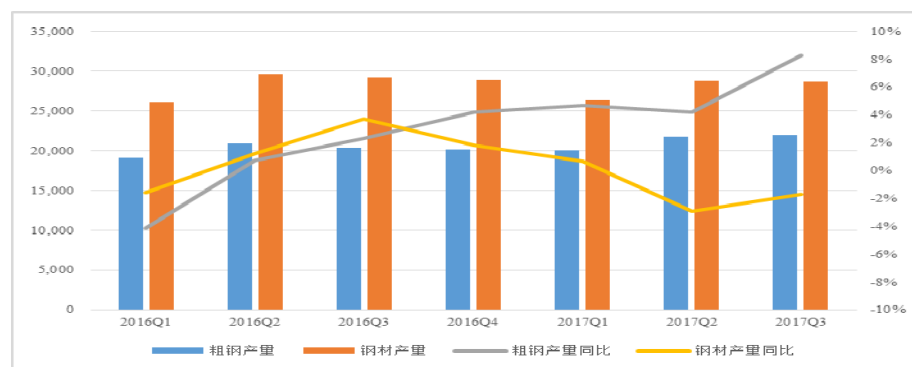
图表 1. 2008-2017 年前三季度粗钢产能、产量及产能利用率（万吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2017 年前三季度，粗钢单季度产量分别为 2.01 亿吨、2.18 亿吨和 2.20 亿吨，合计 6.39 亿吨，同比增长 5.76%，而钢材前三季度产量为 8.39 亿吨，同比减少 1.38%，主要由于取缔“地条钢”政策的严格实施，使得统计口径外的粗钢产能大幅减少，需求转至正规钢企，从而粗钢产量有明显增长；而终端的钢材产量在 2016 年已经完成增长，目前去产能进入收尾，下游需求趋于稳定，预计粗钢和钢材产量不会再大幅增加。

图表 2. 2016Q1~2017Q3 单季度粗钢、钢材产量及变化（万吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2017 年以来，随着我国经济进入中高速增长阶段，钢铁行业下游需求基本趋于稳定，有助于钢铁行业稳定发展。

从下游细分行业情况来看，房地产需求占建筑钢材需求的 50% 以上，对钢材需求影

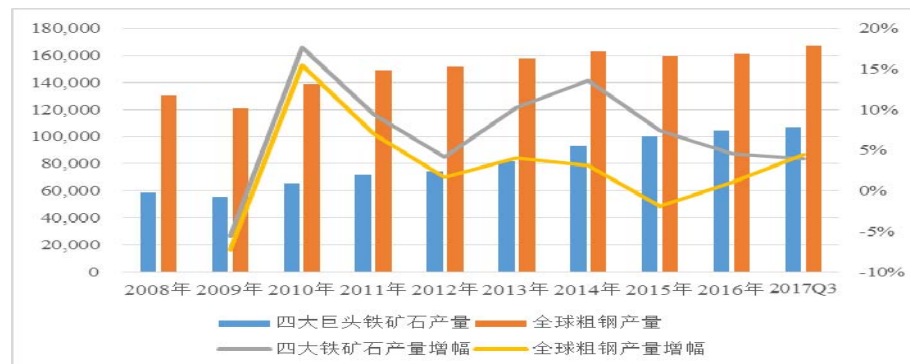
响大。2016 年，得益于多项信贷宽松政策出台等，房地产市场开始回暖，房地产开发投资增速扩大，房屋新开工面积由降转增，房地产市场景气度上升并逐步进入过热状态，为抑制楼市过热，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度，从 2017 年以来数据来看，政策调控效果已开始显现，2017 年上半年我国 50 个代表城市商品住宅市场月均成交面积约 2,895 万平方米，同比下降 18.9%。为平抑楼价，土地出让面积继续增加，致投资规模和新开工面积仍保持增长，对钢铁行业形成利好。但成交面积的下降最终将传导至投资领域，未来房地产开发规模仍具有一定不确定性。

铁路投资和汽车行业也是重要的用钢领域。2016 年，受购置税优惠即将到期、限超政策以及车企产品布局调整，汽车销售市场出现回暖，当年汽车产销增幅显著上升；2017 年以来，受购置税优惠退坡影响，乘用车增速下滑，使得汽车产销增速均有所放缓，但整体来说，近年来汽车行业市场空间大，其良好发展对钢铁行业形成一定支撑。铁路投资方面，铁道统计公报显示 2016 年全国铁路完成固定资产投资 8,015 亿元，新线投产 3,281 公里；2017 年前三季度国家铁路完成固定资产投资 5,203 亿元；根据国家铁路局发布的《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，此期间铁路固定资产投资规模将达到 3.5~3.8 万亿元，其中基本建设投资约 3 万亿元、建设新线 3 万公里，对钢铁需求亦起到一定稳定作用。整体来看，随着我国经济进入中高速增长阶段，钢铁行业下游需求基本趋于稳定，有助于钢铁行业稳定发展。

**我国铁矿石对外依存度处于高位，易受进口铁矿石价格影响，同时国内钢材需求量也易对国际铁矿石价格产生影响。近年来受钢铁行业不景气及全球铁矿石产能过剩影响，进口铁矿石价格震荡下行，2016 年出现一波明显上涨，2017 年以来处于震荡态势，与钢价之间的价差扩大，国内钢企盈利安全空间扩大。**

从铁矿石情况来看，我国钢铁行业对进口铁矿石的依赖度较高，目前我国是世界上最大的铁矿石进口国，进口铁矿石占全部铁矿石需求的比例超过 60%。2016 年及 2017 年前三季度，我国进口铁矿石分别为 10.24 亿吨和 8.17 亿吨，呈现逐年增长态势。全球优质铁矿石集中在澳大利亚和巴西等国，主要由必和必拓、淡水河谷、力拓和 FMG 四大矿业巨头垄断，随着产能的陆续释放，上述四大企业产量及世界占比近年来持续扩大，2015 年占比已达 50%，2017 年前三季度上述四大企业铁矿石产量合计 10.69 亿吨，同比增长 3.96%，产量继续增长。而与此同时，全球粗钢产量增长乏力，2015 年全球粗钢产量 15.96 亿吨，同比下降 1.93%，为近五年来首次下降，2016 年微增 1.01% 至 16.12 亿吨，铁矿石供需失衡矛盾加大。2017 年以来随着全球经济的恢复，前三季度粗钢产量同比增长 4.49% 至 16.76 亿吨，但供需失衡和产能过剩问题未明显改观。

**图表 3. 四大巨头铁矿石产量及全球粗钢产量比较（万吨）**

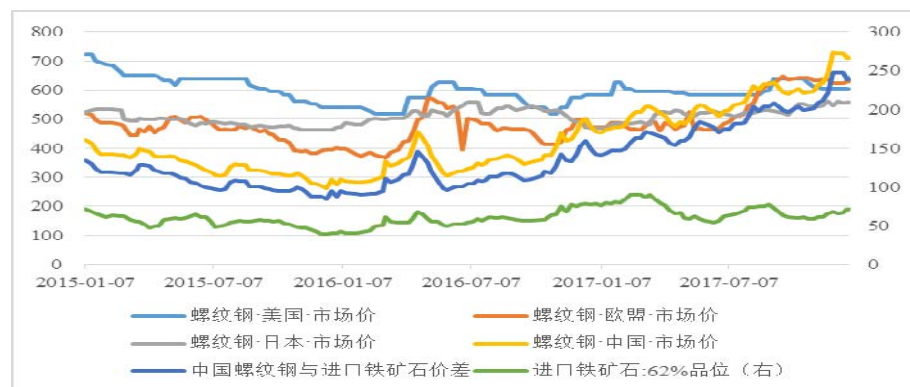


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

我国铁矿石对外依存度处于高位，价格易受进口铁矿石价格影响，同时国内钢材需求量也易对国际铁矿石价格产生影响。近年来我国经济下行，钢铁行业景气度下降，对

铁矿石需求不旺，受供需双重影响，铁矿石价格持续下跌，2015 年底跌至低点。2016 年，随着全球经济有所复苏，国内房地产行业回暖明显，钢材价格大幅回升，国内铁矿石价格亦波动上浮，但随着宏观经济进入中高速增长阶段、钢铁去产能、重组整合等政策的继续实施，国内钢铁产量预计将不会出现大幅增加，铁矿石需求短期内不会明显增长。自 2016 年以来，铁矿石港口库存量持续上升，目前处于历史高位，达 1.4 亿吨，显示铁矿石供给充分，且取缔“地条钢”将使得废钢流向正规钢企从而一定程度减少铁矿石需求，预计 2018 年铁矿石价格仍呈震荡态势。此外，从下表也可以看出，铁矿石价格与国际钢材价格走向基本一致，但 2017 年以来整体涨幅低于国内钢材价格，钢材与铁矿石价差扩大，国内钢企盈利安全空间扩大，同时经过一系列降本增效的措施，对铁矿石价格波动的抵抗力有所增强。

图表 4. 2015 年以来铁矿石价格、国际和国内钢材价格比较（以螺纹钢为例，美元/吨）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2017 年以来，宏观经济恢复及供给侧改革措施促使钢铁行业供需趋于平衡，钢价大幅上涨，行业财务质量有所改善，但钢铁行业杠杆水平仍偏高，流动性压力短期内无法明显改善，去杠杆目标任重道远。目前行业集中度仍偏低，无法充分发挥钢铁行业的规模优势，未来几年钢铁行业资产重组仍是政策重点。

2017 年以来，国内各类钢材价格在 2016 年已经出现一波上涨之后，进一步攀升。如上表所示，国际铁矿石价格并未同比出现大幅上涨，而国内钢价和国际钢价相比价差缩小并开始高于国际价格，此次国内钢价大幅上涨，主要原因仍来自于国内，一是我国宏观经济进入新常态，在经过前期的疲弱之后，目前已经进入平稳阶段，前期缩量的需求重新打开，带来需求增长；二是供给侧改革成效明显，统计外需求进入统计口径内，口径内需求增加，且去产能超额完成使得产能有明显下降，致供给端收紧。当然，由于我国钢铁产量占据了全球钢铁产量的一半左右，国内政策实施和经济恢复对世界钢铁行业有明显利好，而世界经济的整体恢复也助力于国内钢企的提升。不过考虑到经济增幅已进入中高速阶段，去产能已经进入后期，供给侧效果已逐步展现，预计 2018 年钢材产量不会大幅增长，而各类钢材价格已接近 2011 年的阶段性高点，预计 2018 年钢价将趋于稳定。

2017 年以来，各大钢企在 2016 年扭亏微利的基础上经营进一步好转，根据样本钢企统计（具体见下文“行业样本数据分析”部分），2017 年前三季度实现营业收入 1.50 万亿元，毛利润 1,755.20 亿元，同比分别增长 35.17% 和 56.81%，资产负债率进一步由年初的 71.81% 降至 70.01%，财务质量持续改善，但资产负债率仍处于偏高阶段。如果未来两年钢铁行业目前良好态势得以维持，债务不再新增，若仅凭利润积累降到 65% 的资产负债率目标至少需 4 年（按 2017 年 9 月末的负债规模和净利润推算），而从数据来看，刚债规模仍呈增长态势，因此合理控制刚债规模、继续积极实施债转股等去杠杆计划将是以后重要手段，去杠杆任务仍任重道远。

从行业竞争格局来看,2014~2016年钢铁行业CR4分别为17.19%、16.70%和20.40%,2015年集中度下降主要是在钢价大跌、钢企亏损严重背景下,大型钢企减少钢铁产量,而2016年集中度大幅提高一方面是由于宝武合并,另一方面则是随着行业景气度恢复大型钢企增加钢铁产量,若剔除行业景气度对产量影响,钢铁行业集中度仍处于偏低水平,除宝武合并影响外,未有其他实质性变化。但随着去产能、重环保政策的执行,一大批中小钢企破产或者关停,以及大型钢企合并中小钢企的实施,预计行业集中度将提升,但仍需各方政策支持,根据政策目标,加大资产重组力度将是未来发展重点。从信用品质来看,在2015年行业巨亏的不利情况下,企业信用风险出现较明显分化,其中西北钢铁市场供需状况恶化最明显,区域内钢铁企业盈利及现金流恶化明显,债务负担重(八一钢铁等);成本控制成为行业低谷期最主要的分化因素,生产成本低、人员负担重、融资成本高的企业信用风险明显加大甚至违约(重钢股份等),而成本控制良好的企业则脱颖而出(沙钢股份、中天钢铁等)。2016年钢铁行业开始改善,2017年继续向好,主要钢企实现了良好盈利。

综上所述,钢铁行业是典型的顺周期行业,与宏观经济景气度紧密相关,对行业政策敏感度亦较高。前几年宏观经济景气度不足,下游行业发展乏力,钢铁行业盈利明显恶化,2015年出现大范围亏损,而自2016年随着宏观经济逐步进入中高速增长时期,且实施有效的供给侧改革政策,钢铁行业逐渐复苏并进入稳定增长阶段。而行业内部,经济区位、成本管控、财务质量等均构成行业内企业信用质量分化的重要要素。

图表 5. 行业信用质量的核心要素及影响

板块	项目	2014年		2015年		2016年		2017年前三季度		
		金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长	
宏观经济	GDP (万亿元)	56.42	7.30%	60.32	6.90%	73.51	6.70%	56.56	6.90%	
	固定资产投资 (万亿元)	50.13	15.04%	55.16	10.04%	59.65	8.14%	45.85	7.40%	
	基础设施建设投资 (万亿元)	11.22	19.82%	13.13	17.02%	15.20	15.80%	12.44	15.82%	
	GDP由高速增长转变为中高速增长,目前稳增长状态有助于钢铁行业平稳发展;固定资产投资增速放缓,但用钢强度大的基础设施建设投资增速一直保持较高的增速,且在“一带一路”政策的影响下,钢材需求量将保持平稳增长									
主要下游行业	房地产投资额 (万亿元)	9.50	10.49%	9.60	0.99%	10.26	6.88%	8.06	8.11%	
	铁路固定资产投资 (万亿元)	0.78	19.75%	0.77	-0.92%	0.77	0.24%	0.53	-2.47%	
	汽车产量 (万辆)	2372.29	7.26%	2450.33	3.29%	2811.88	14.76%	2034.92	4.77%	
	主要用钢行业目前处恢复和增长阶段,但增速同前期相比有所放慢,有助于钢铁需求平稳增长;房地产行业土地出让面积增加,投资额仍保持增长,目前对钢铁行业形成利好,但房地产行业目前实行严格的调控政策,政策传导至投资领域将会对钢铁行业产生一定不利影响;而从铁路等基础设施投资规划来看,对钢铁行业形成一定利好;汽车行业良好的发展空间对钢铁行业形成一定支撑。									
行业政策	去产能	自2016年以来实行严格去产能政策,且坚决取缔“地条钢”,钢铁行业供给端收缩明显,产能利用率基本恢复到合理区间。目前去产能政策已经接近尾声,预计钢价将趋于平稳								
	去杠杆	债转股陆续实施,对去杠杆有一定效果,但目前来看资产负债率下降仍主要依赖于利润积累,未来几年去杠杆将是政策重点,若执行有力将提高钢企财务质量								
	重组	宝武合并为钢铁行业最大重组事件,此外部分大型钢企对小型钢企也进行一定合并,除此之外,其他大型钢企之间尚无大举行动,未来仍需政策明晰								
经营状况	规模 <sup>1</sup>	粗钢产能及利用率	11.60	70.92%	12.00	66.99%	11.35	71.22%	10.85	78.49%
		粗钢产能及利用率*	/	/	/	/	4.01	84.76%	/	/
		粗钢产量及增幅	8.23	5.60%	8.04	-2.29%	8.08	0.56%	6.39	5.79%
		粗钢产量及增幅*	3.61	/	3.41	-5.54%	3.4	-0.29%	/	/
	粗钢产能减少,产能利用率提升,产量恢复增长,在当前产能和经济状况下,预计产量将稳定增长									
	产能布局	由内陆向沿海、由城市中心向郊区转移,产能置换基本为减量置换,产能布局趋于合理								
收入及盈利水平 <sup>2</sup>	营业收入 (万亿元)	3.59	-2.69%	2.89	-19.46%	2.80	-3.04%	2.06	36.43%	
	利润总额 (亿元)	304.44	/	-645.34	/	303.78	/	704.21	/	
	经历过2015年巨额亏损后,2016年开始恢复,2017年进一步好转,目前盈利基础已经较为稳固,预计明年良好的盈利可持续									

<sup>1</sup> 此处单位为亿吨,涉及口径为全行业统计,带\*号的为样本钢企。

<sup>2</sup> 此处口径为中国钢铁工业协会统计的大中型钢企。

板块	项目	2014 年（末）	2015 年（末）	2016 年（末）	2017 年 9 月末 /2017TTM
现金流状况	经营性现金净流量/流动负债	9.93%	4.83%	7.97%	10.06%
	经营性现金净流入/刚性债务	10.12%	4.99%	8.60%	10.31%
	EBITDA/刚性债务	9.45%	4.59%	10.58%	10.85%
现金流状况在 2015 达到低谷后，2016 年反弹向好					
财务状况（样本钢企） <sup>3</sup>	长短期债务比	32.90%	32.30%	33.86%	38.30%
	资产负债率	70.60%	73.22%	71.81%	70.01%
	所有者权益/刚性债务	56.40%	50.01%	56.71%	61.74%
	应收账款及应收票据周转率	11.35	10.13	10.50	10.94
	存货周转率	5.71	5.50	5.39	6.12
随着钢铁行业景气度好转，样本钢企财务杠杆率 2015 年高点后不断下降，偿债指标和资产周转效率均在向好					
流动性/短期因素	现金比率	21.28%	20.65%	21.32%	25.37%
	流动比率	60.35%	56.60%	60.12%	66.42%
	速动比率	39.73%	40.52%	41.83%	47.03%
2016 年以来短期流动性指标均不断上升，但绝对值仍处于相对较低水平					

资料来源：新世纪评级整理

## 行业样本数据分析

本次行业样本数据分析选取了 59 家钢铁行业内已发债或上市的大中型钢铁企业（简称“行业钢企”），剔除纯特种钢冶炼企业<sup>4</sup>及非钢铁冶炼企业，剔除合并口径下子公司，以集团合并口径为主要统计样本，共获得 23 家有效行业样本<sup>5</sup>（简称“样本钢企”），具体样本名单参见附录三。

2017 年以来，在整个钢铁行业回暖的良好背景下，样本钢企凭借其行业地位、去产能政策利好、产品竞争力强等优势，收入及盈利水平均明显增加。从财务状况来看，得益于良好的利润积累及收现水平，样本钢企刚性债务占比有所下降，财务质量有所改善，但负债经营程度与制造业平均水平相比仍明显偏高，偿债能力指标表现仍较弱。预计 2018 年钢材供给端收紧可以持续，环保限产仍将从严执行，钢材需求平稳增长，供需平衡格局有望继续维持。

### 1. 业务运营

随着供给侧改革的推进，2016 年样本钢企粗钢产能略有下降，当年粗钢产量为 3.40 亿吨，产能利用率为 84.76%，产能利用率高于行业水平。从集中度来看，样本钢企中粗钢规模前五大企业分别为河钢集团、鞍钢集团、首钢集团、宝钢股份和沙钢集团，粗钢产量分别为 0.46 亿吨、0.34 亿吨、0.27 亿吨、0.26 亿吨和 0.25 亿吨，占样本钢企粗钢总产量的 46.48%，样本钢企产量集中度较高。

图表 6. 近三年样本钢企产量情况（万吨）

项目	产能	产量		
		2014 年	2015 年	2016 年
生铁	35,272.73	34,874.75	33,323.44	33,031.06
粗钢	40,142.47	36,056.65	34,116.20	34,025.22
钢材	41,671.27	35,231.13	32,856.97	32,731.86

数据来源：样本钢企公开资料，新世纪评级整理

<sup>3</sup> 该部分涉及 2017 年时期数均为预估值，按 2016/Q4-2017/Q3 进行预估。

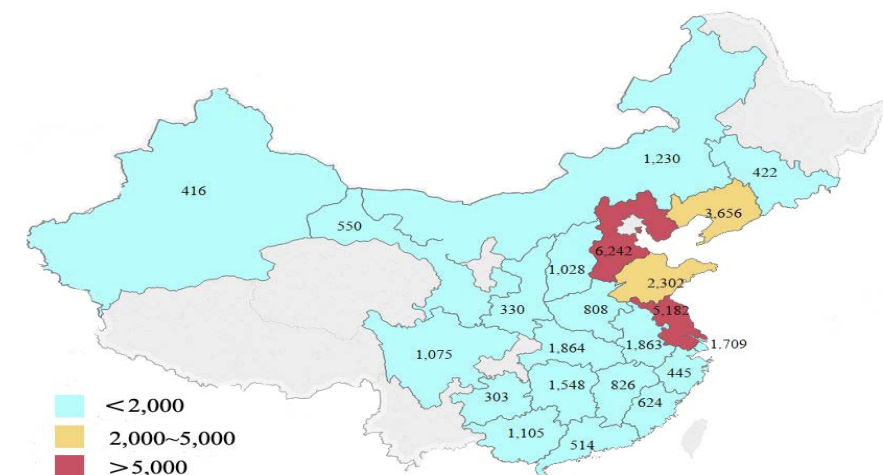
<sup>4</sup> 纯特种钢冶炼企业在业务规模、生产流程与普通钢冶炼企业有明显差异，故本次样本分析将其剔除出样本。

<sup>5</sup> 部分钢企集团层面未上市或公开发行债券，则选取其旗下上市公司作为样本钢企。

从产能置换和基地搬迁来看，样本钢企产能搬迁基本遵循从内陆到沿海、从市区到郊区的原则。比如河钢集团下属的宣钢产能整体退出，石家庄基地由市区搬至郊区；山钢集团济南基地搬迁至日照毗邻港口处；首钢集团生产基地由唐山市置换至曹妃甸沿海区域；宝武集团新建的湛江基地位于广东省湛江市（武钢防城港原计划建设产能被压减）；杭钢股份半山基地产能 2015 年底全部关停，置入靠近海港的宁波钢铁。

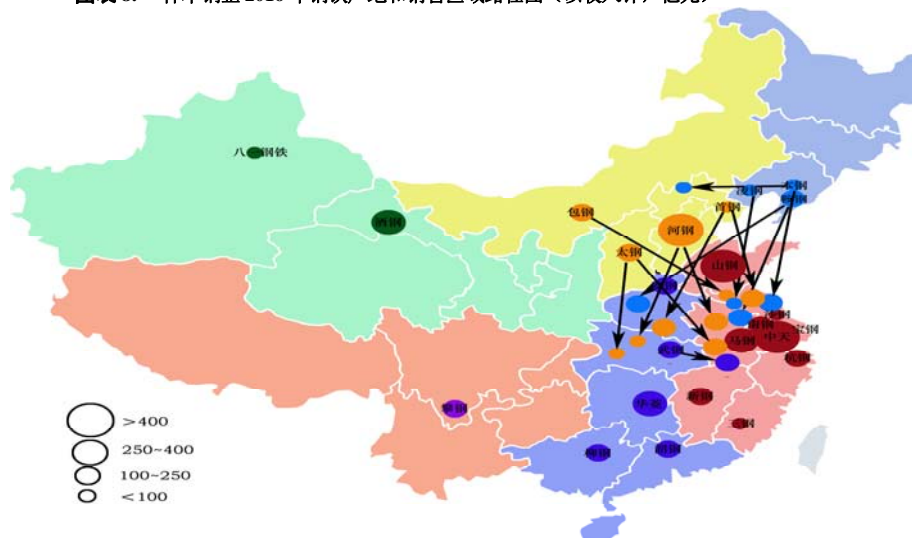
从地理分布来看，样本钢企的生产基地集中在华东、华北、东北、中南等区域，与行业钢企布局基本一致。2016 年粗钢产量省份排名中河北、江苏、山东、辽宁位居前列，分别为 0.62 亿吨、0.56 亿吨、0.46 亿吨和 0.22 亿吨，大型钢企销售市场集中在华东和中南市场，华东区域钢企具有一定区域优势，而非华东生产基地的全国性钢企则因运输问题具有一定劣势，如华北地区的包钢股份和东北地区的本钢板材，其销售很大一部分面向华东地区，产品竞争力显得不足。另外，部分钢企主要面向省内市场，在当地具有较强的区域竞争力，如三钢闽光主要面向福建市场、华菱集团主要面向湖南市场、柳钢股份主要面向广西市场。

图表 7. 样本钢企 2016 年粗钢产量分布图（万吨）



数据来源：样本钢企公开资料，新世纪评级整理

图表 8. 样本钢企 2016 年钢铁产地和销售区域路径图（以收入计，亿元）<sup>6</sup>



数据来源：公开资料，新世纪评级整理，销售范围以区域为主，不直接对应省市

<sup>6</sup> 其中集团数据以下属上市公司数据代替，其中沙钢股份与沙钢集团规模相差大，未真实反映集团情况；宝钢股份没有分类数据未统计。

从铁矿石资源储备来看，样本钢企中共有 11 家企业拥有铁矿石资源（以 2 亿吨以上计），合计保有储量 242.26 亿吨；铁矿石资源储备集中于鞍钢集团、河钢集团和太钢集团，这三家钢企保有储量共计 158.35 亿吨，铁矿石资源集中度很高。从铁矿石自给率<sup>7</sup>来看，鞍钢集团、首钢集团、宝钢八一、本钢集团、包钢股份铁矿石自给率较高，约 40~65%，拥有铁矿石资源的钢企可选择自行供给铁矿石或择低价从外部采购铁矿石，因此具有更强的成本控制优势。采购渠道方面，样本钢企的铁矿石资源主要依赖进口，样本钢企进口铁矿石占铁矿石需求总量比重近 65%，进口铁矿石价格波动对钢企成本控制影响较大。

图表 9. 样本钢企铁矿石资源储备及自给情况

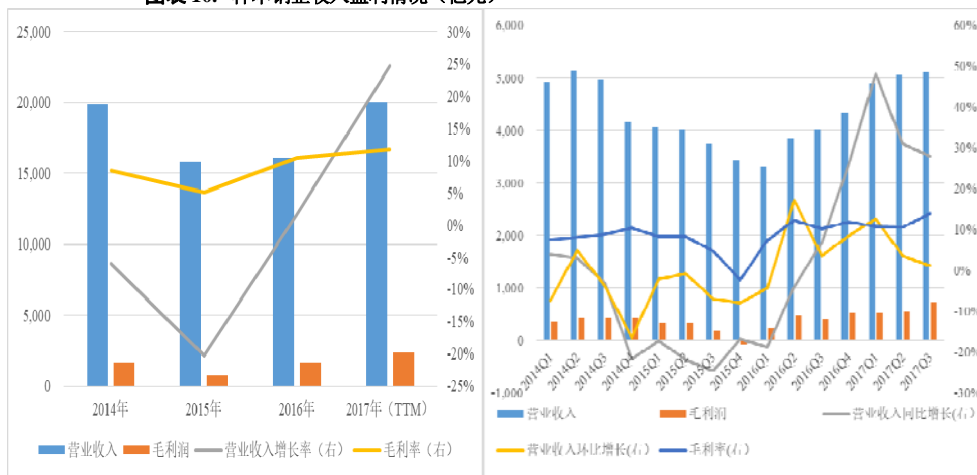
公司名称	矿山保有采储量 (亿吨)	2016 年铁精粉产量 (万吨)	2016 年铁矿石自给率	公司名称	矿山保有采储量 (亿吨)	2016 年铁精粉产量 (万吨)	2016 年铁矿石自给率
鞍钢集团	88.84	3,727.38	62.65%	本钢集团	11.87	654.12	51.57%
河钢集团	36.33	953.00	14.11%	酒钢集团	10.00	65.13	14.86%
首钢集团	33.18	1,772.00	43.04%	包钢股份	14.75	734.23	44.86%
太钢集团	18.22	1,183.47	100.00%	武钢集团	2.37	321.75	32.49%
宝钢八一	12.6	605.80	54.45%	山钢集团	2.10	267.72	9.39%
马钢集团	12	752	25.98%	合计	242.26	11036.60	-

数据来源：样本钢企公开资料，新世纪评级整理

## 2. 盈利及运营能力

2016 年初以来，在去产能、取缔“地条钢”及环保限产等多重因素催化下，钢铁行业生产向正规产能转移，叠加钢材与铁矿石价差扩大，样本钢企单季度营业收入呈现趋势性增长，2016 年第一季度至 2017 年第三季度复合增长率为 7.60%；2016 年及 2017 年（TTM）<sup>8</sup>样本钢企毛利率分别为 10.42% 和 11.76%，较前两年有明显提升。

图表 10. 样本钢企收入盈利情况 (亿元)



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

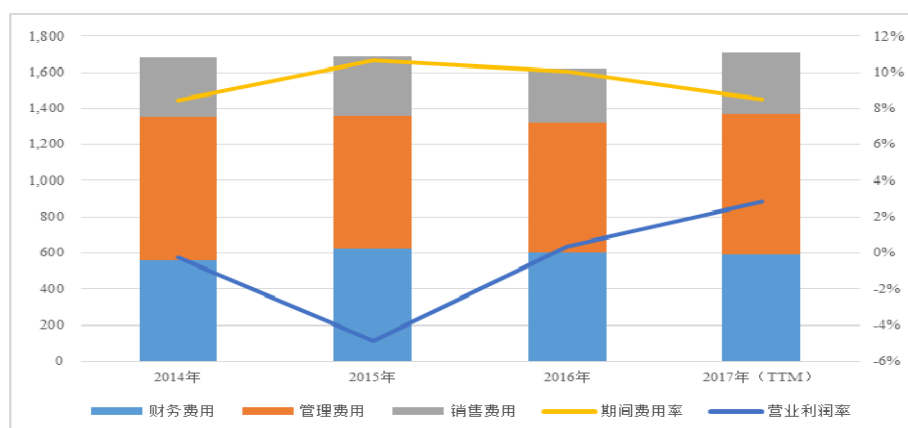
钢铁行业属于资金密集型行业，债务规模处于较高水平，因而大部分钢企财务费用处于偏高水平，此外大部分钢企为国企，人员负担重，管理费用亦处于偏高水平，2016 年样本钢企期间费用率为 10.09%；2017 年受益于营业收入的快速增长，期间费用率（TTM）下降至 8.54%。受此影响，样本钢企营业利润率处于较低水平，但在钢铁行业毛利率增长的拉动下，呈上升趋势，2017 年（TTM）为 2.82%。

<sup>7</sup> 含自有铁矿石或集团内铁矿石供给，其中包钢股份铁矿石保有采储量数据采用包钢集团可采储量。

<sup>8</sup> TTM 代表按 2016/Q4~2017/Q3 进行预估的期间值，中天集团和宝钢韶关无 2017Q3 数据，采用 2016/H1~2017/H1 预估。



图表 11. 样本钢企期间费用开支及营业利润率情况（亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

受期间费用对利润侵蚀较大的影响，钢铁企业经营业绩对非经常性损益依赖度较高，尤其在行业景气度较低的时期。受钢铁行业景气度低、铁矿石及钢材价格持续下跌的影响，样本钢企 2014~2015 年计提了较多的资产减值损失，但在投资性净收益及营业外净收入的补充下，2015 年样本钢企非经常性损益达 150.25 亿元；2016 年以来随着钢铁行业景气度的回升，样本钢企营业外净收入和资产减值损失规模均有所下降。从投资净收益来源来看，样本钢企投资收益主要来自于可供出售金融资产公允价值变动损益及处置损益，首钢集团、山钢集团和华菱集团部分投资收益来自权益法核算的长期股权投资，武钢集团投资收益则主要来自长期股权投资的处置收益。在非经常性损益补充下，2014~2016 年及 2017 年 (TTM) 样本钢企净利润分别为 -67.26 亿元、-752.04 亿元、24.49 亿元和 452.75 亿元。

图表 12. 样本钢企非经常性损益构成分析（亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 (TTM)
投资净收益	113.64	180.45	138.43	177.12
公允价值变动净损益	6.72	29.85	-1.65	-5.78
营业外净收入	72.99	100.00	74.18	57.70
减：资产减值损失	155.34	160.05	118.71	135.10
<b>非经常性损益合计</b>	<b>38.01</b>	<b>150.25</b>	<b>92.25</b>	<b>93.94</b>

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从资产构成来看，钢铁企业资产主要为非流动资产，近年来样本钢企非流动资产占比在 65% 以上，非流动资产又以固定资产为主。截至 2017 年 9 月末，样本钢企固定资产为 1.16 万亿元，较年初下降 3.58%。固定资产规模持续下降原因有二，一是宏观经济持续存在下行压力导致钢铁需求疲弱，钢企为应对市场行情，主动缩减投资；二是在行业总体产能过剩，国家主导供给侧改革去产能背景下，以及环保限产政策日趋严厉，钢企实施去产能和减量置换举措。

受原材料铁矿石价格及钢材价格上涨及钢材产量增加致部分钢企备货量增加因素影响，2016 年末样本钢企存货资金占用量有所上升，占总资产的比重亦有所上升，年末存货总量为 2,862.05 亿元，较年初增长 15.29%，2017 年 9 月末样本钢企存货总量规模进一步增长至 2,920.86 亿元，主要原因为铁矿石和钢材平均价格进一步上涨，根据价格推算，钢材和铁矿石存货量较年初有所下降，比较符合季度特征。从销售结算情况来看，样本钢企应收票据占应收款项（包括应收账款和应收票据）的 50% 以上，2017 年以来样本钢企销售款的票据结算量大幅增长，导致 2017 年 9 月末应收款项（包括应收账款和应收票据）较年初增加 28.15% 至 2,026.50 亿元，票据结算量大幅增长，一方面是生产经营扩大所致，另一方面也存在通过票据进行资金周转因素。总体来看，近两年

样本钢企存货及应收款项资金占用量均有所增长。

图表 13. 样本钢企存货、应收账款情况（亿元）

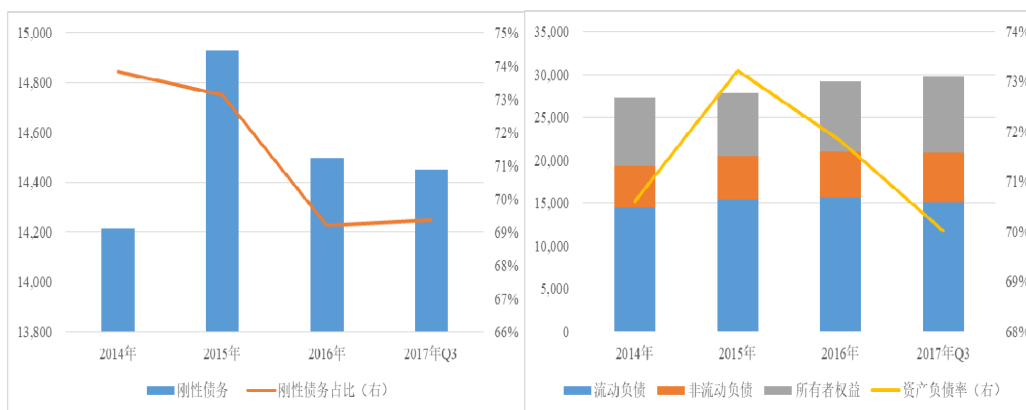


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 3. 偿债能力

根据国家统计局统计，我国制造业 2017 年 9 月末平均资产负债率为 54.20%，相较之下，钢铁行业资产负债率处于明显偏高水平。随着钢铁行业景气度波动变化，样本钢企资产负债率呈波动趋势，2014~2015 年末样本钢企平均资产负债率由 70.60% 升至 73.22%，2016 年末及 2017 年末逐步降至 71.81% 和 70.01%，整体债务负担有所减轻，但与制造业平均水平相比仍明显偏高。2014~2016 年末及 2017 年 9 月末负债总额分别为 1.93 万亿元、2.04 万亿元、2.09 万亿元和 2.08 万亿元，呈增长趋势。从债务结构来看，样本钢企负债以流动负债为主，但占负债总额比重呈下降趋势，由 2014 年末的 75.25% 降至 2017 年 9 月末的 72.31%。近年来样本钢企刚性债务占负债总额比例也趋于下降，但绝对值仍处于偏高水平，2017 年 9 月末刚性债务占比为 69.36%，且刚性债务以短期刚性为主，长短期债务结构较为失衡。

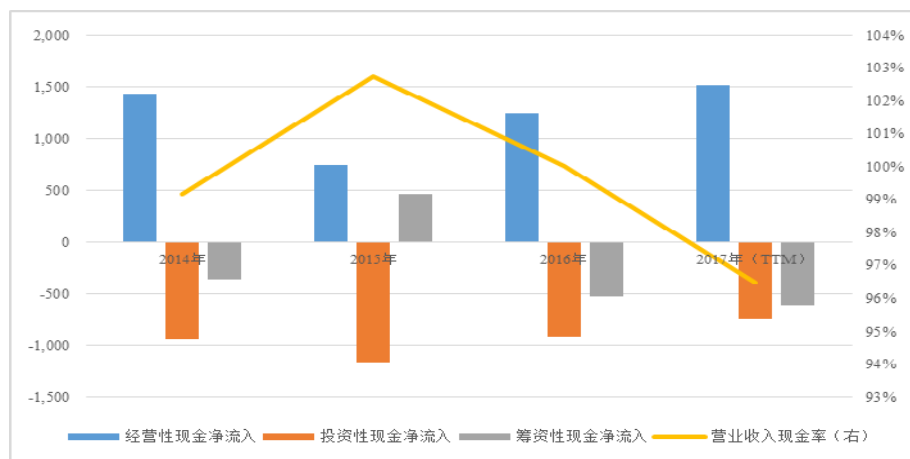
图表 14. 样本钢企财务杠杆及刚性债务变化趋势（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

钢铁行业收现水平较高，2014~2016 年及 2017 年（TTM）样本钢企营业收入现金率分别为 99.18%、102.75%、100.02% 和 96.49%。从偿债能力指标来看，2015 年 EBITDA 对刚性债务的覆盖率、经营性现金净流入/流动负债、经营性现金净流入/负债总额均为最低点。2016 年随着钢价波动上升，样本钢企收入增长，经营性现金净流入改善，其对流动负债、总负债的覆盖能力有所提高。从流动性指标来看，样本钢企债务以流动负债为主，而资产以非流动资产为主，2014~2016 年及 2017 年 9 月末流动比率虽波动上升，但绝对值依然较低，行业整体流动性压力较大。

图 15. 样本钢企现金流量及偿债能力指标变化趋势 (亿元)



项目	2014 年(末)	2015 年(末)	2016 年(末)	2017 年 9 月末 /2017TTM
现金比率	21.28%	20.65%	21.32%	25.37%
流动比率	60.35%	56.60%	60.12%	66.42%
经营性现金净流入/刚性债务	10.12%	4.99%	8.60%	10.31%
经营性现金净流入/流动负债	9.93%	4.83%	7.97%	10.06%
EBITDA/刚性债务	9.45%	4.59%	10.58%	10.85%

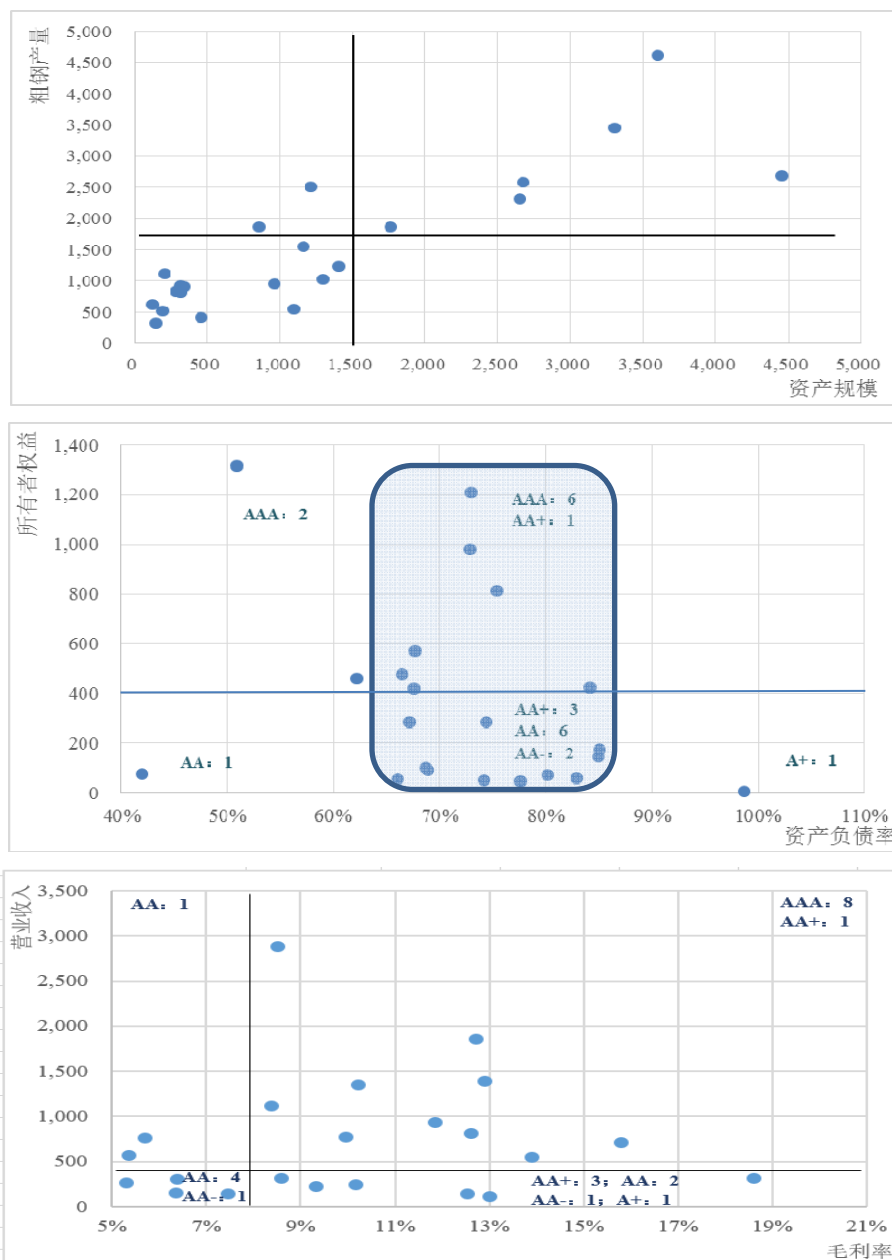
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

#### 4. 样本企业信用质量分析

钢铁企业信用质量判定包含多个要素，包括竞争地位、盈利能力、公司治理、财务政策、会计政策、现金流状况、负债结构、流动性、外部因素等多要素，本文选取了几个关键的定量指标，判断其对信用质量的影响程度（该部分分析不包含公开市场无存续债券的杭钢股份）。

目前样本钢企主体信用等级集中于 AAA 及 AA<sup>+</sup>，共 12 家。样本钢企信用质量与粗钢产能/产量及资产规模有较大相关性，即粗钢产能/产量越大，相应的资产规模越大，其信用质量越高。粗钢产量规模在 1,800 万吨以上、总资产规模在 1,000 亿元以上的样本钢企已具备很强的规模优势及极强的综合抗风险能力，主体信用级别均可达 AAA 级，而 AA<sup>+</sup> 及以下样本钢企产能集中于 1,200 万吨以下、资产规模集中在 1,500 亿元以下。从资产负债率水平来看，大部分样本钢企资产负债率集中在 65~85% 之间，在所有者权益规模相近情况下，资产负债率水平越低的企业具有更高的信用质量水平；从绝对规模来看，AAA 样本钢企所有者权益均超过 400 亿元。宝钢八一持续处于亏损状态，所有者权益快速下降，资产负债率接近 100%，其主体信用级别被调降至 A<sup>+</sup>。另外，营业收入及毛利率水平也与信用质量存在较强的关联关系，规模及溢价优势越明显的钢企，经营业绩上表现为拥有更高的营业收入和毛利率水平，其信用质量越好，营业收入 800 亿元以上且毛利率超过 8% 的样本钢企主体信用级别在 AA<sup>+</sup> 及以上。

图表 16. 样本钢企信用质量分布图 (万吨, 亿元)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## 样本企业信用等级分布及级别迁移分析<sup>9</sup>

### 主体信用等级分布与迁移

2017 年, 钢铁行业公开发行债券主体共计 15 家, 其中 AAA 主体 9 家, AA+ 主体 4 家, AA 主体 2 家; 截至 2017 年末, 钢铁行业仍在存续期内债券的主体共计 40 家<sup>10</sup>, 其中 AAA 主体 15 家, AA+ 主体 8 家, AA 主体 13 家, AA- 主体 1 家, A+ 主体 1 家, BBB+

<sup>9</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券, 且主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果, 即不考虑中债资信的评级结果。此外, 统计主体等级分布时剔除了重复主体, 即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

<sup>10</sup> 存续期内债券主体数量统计中, AAA 和 AA+ 的发行主体均包含沙钢集团, 按 2 个发行主体统计。截至 2017 年末, 联合资信给予沙钢集团主体等级 AAA 级, 中诚信国际和大公国际均给予沙钢集团 AA+ 级。

主体 1 家，C 主体 1 家。

图表 17. 钢铁行业主体信用等级分布

发行主体最新信用等级	2017 年		截至 2017 年末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	9	60.00	15	37.50
AA+	4	26.67	8	20.00
AA	2	13.33	13	32.50
AA-	-	-	1	2.50
A+	-	-	1	2.50
BBB+	-	-	1	2.50
C	-	-	1	2.50
合计	15	100.00	40	100.00

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

2016 年以来钢铁行业景气度回升, 主要钢铁企业经营业绩好转, 2017 年钢铁行业整体信用质量较上年有所提升。2017 年债券样本钢企主体等级发生迁移的共 7 家, 其中 6 家钢铁企业主体信用评级上调, 分别为首钢股份、酒钢集团、西宁特钢、西宁集团、南钢股份、三光闽钢, 另有宝钢八一主体信用评级被下调。从调级原因来看, 级别上调的原因主要是钢价回暖, 企业产品销量上升, 带动收入及盈利增长, 经营业绩好转; 首钢股份、西宁特钢、西钢集团、南钢股份、三钢闽光还因定增、子公司增资或重大资产重组等原因, 主体级别上调了一个子级。此外, 主体级别没有调整但展望由负面调为稳定的钢铁企业有 6 家, 主要依托于经营业绩好转, 而云政金融因铁精粉价格下滑, 经营压力加大, 融资平台作用弱化而导致展望由稳定调为负面。

图表 18. 钢铁行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	BBB+	C	合计
AAA	14		-	-	-	-	-	14
AA+	1	7	-	-	-	-	-	8
AA	-	1	9	-	-	-	-	10
AA-	-	-	4	1	1	-	-	6
BBB+	-	-	-	-	-	1	-	1
C	-	-	-	-	-	-	1	1
合计	15	8	13	1	1	1	1	40

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

图表 19. 2017 年钢铁行业主体级别或评级展望变化情况

发行人简称	调整内容	最新级别/展望	级别调整时间	2016 年末级别/展望	评级机构	调整主要依据
首钢股份	调升级别	AAA/稳定	2017-06-23	AA+/稳定	大公国际	京唐钢铁的战略置入, 产销研资源整合的协同效应大幅增强; 实现扭亏为盈
酒钢集团	调升级别	AA+/稳定	2017-06-30	AA/稳定	联合资信	钢铁主业业绩明显改善; 电解铝板块产业链得以延伸, 盈利大幅好转; 扭亏为盈; 现金流大幅好转
西宁特钢	调升级别	AA/稳定	2017-06-09	AA-/负面	联合信用	扭亏为盈; 2016 年定增募集资金 17.31 亿元, 资产负债率下降
西钢集团	调升级别	AA/稳定	2017-06-23	AA-/负面	联合资信	收入主要来源于西宁特钢, 级别随其调升做相应调整
南钢股份	调升级别	AA/稳定	2017-04-26	AA+/稳定	新世纪评级	下属子公司获得 37.50 亿元增资, 负债经营程度降低; 实现扭亏
三光闽钢	调升级别	AA/稳定	2017-05-25	AA+/稳定	中诚信证评	经营性扭亏为盈; 重大资产重组完成, 资本实力增强, 财务杠杆大幅下降
宝钢八一	调降级别	A+/观察	2017-07-28	AA-/负面	中诚信国际	连续亏损, 资本结构极度恶化; 与子公司八钢股份筹划重大事项
包钢股份	调高展望	AA+/稳定	2017-06-20 2017-07-18	AA-/负面	联合信用 联合资信	扭亏为盈
本钢板材	调高展望	AA+/稳定	2017-05-26	AA-/负面	联合信用	扭亏为盈
柳钢股份	调高展望	AA/稳定	2017-06-26	AA-/负面	联合信用	扭亏为盈
华菱集团	调高展望	AA/稳定	2017-06-22	AA-/负面	大公国际	利润总额实现扭亏, 多元化业务对利润形成有力支撑
马钢股份	调高展望	AA+/稳定	2017-03-07	AA-/负面	中诚信国际	扭亏为盈
安钢股份	调高展望	AA+/稳定	2017-04-14	AA-/负面	中诚信证评	扭亏为盈

发行人简称	调整内容	最新级别/展望	级别调整时间	2016 年末级别/展望	评级机构	调整主要依据
			2017-06-05		联合资信	
云政金融	调低展望	AA/负面	2017-08-03	AA/稳定	新世纪评级	铁精粉价格下滑，经营压力加大；基建项目政府补贴下滑，融资平台作用弱化

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

总体看，2017 年，存续期发债主体级别集中于 AA~AAA 三个子级分布，且随着存续债券的逐步到期，AA 主体级别的数量明显减少，而新发债券主体级别亦集中于 AA<sup>+</sup> 和 AAA 两个子级，显示出在当前形势下，高信用等级主体拥有较强的抗风险能力，市场对其所发债券偏好提高；较低信用等级主体因经营、财务指标不佳从而抗风险能力有所弱化，市场对其所发债券偏好下降。

近两年来，受钢铁价格波动影响，钢铁企业主体信用等级波动较大，2015 年钢铁企业经营压力大幅加大，经营亏损企业数量大幅增加，经营、财务指标持续恶化，钢铁行业整体信用质量有所下降，从而致 2016 年多家钢铁企业主体信用等级下移，展望亦有多家调整为“负面”。2016 年，随着提振经济政策的实施，下游需求有所回暖，且钢铁行业去产能措施完成情况良好，钢铁行业经营状况有所好转，主要钢铁企业已减亏或者扭亏为盈，仅从盈利情况来看已明显好于 2015 年，部分企业盈利状况甚至为近年来最优；因此 2016 年被下调主体信用等级或展望调为“负面”的企业 2017 年绝大多数被上调主体信用等级或（及）将展望重新调整为“稳定”，仅有 1 家企业因自身经营及财务状况严重恶化被下调主体信用等级。而随着宏观经济逐步企稳，2017 年钢铁行业延续增长态势，主要钢铁企业经营继续向好，预计信用等级将保持稳定。。

### 样本企业主要债券品种利差分析

2017 年，钢铁行业公开发行债券支数合计 83 支，发行主体 15 家，13 家为存续主体，2 家为新增主体<sup>11</sup>。其中，超短期融资券 38 支，一般短期融资券 15 支，一般中期票据 27 支，一般公司债券 2 支，可转债 1 支。发行主体等级以 AAA 和 AA<sup>+</sup> 为主并集中于 AAA，除可转债外 AA 主体发行债券利差很高且债券为有担保债券，无 AA 以下主体发债。与 2016 年相比，2017 年各发行主体具体利差情况详见附录四。

#### 1. 短期融资券<sup>12</sup>

2017 年，钢铁行业发行一般短期融资券 15 支，发行主体等级集中于 AAA。AAA 发行主体中，鞍山钢铁和河钢集团利差表现相对较好，山钢集团和鞍钢集团相对较差。期间，河钢集团于 3 月和 4 月相继发行的四期短券利差介于 150.59BP 和 187.61BP 之间；鞍山钢铁于 6 月、8 月、9 月和 11 月发行的短券利差介于 140.39BP 和 167.58 BP 之间；鞍钢集团于 3 月发行的四期短券利差为 250.57BP；山钢集团于 3 月、7 月和 8 月发行的三期短券利差分别为 312.68BP、185.36BP 和 197.95BP。马钢股份主体等级虽为 AA<sup>+</sup>，但其于 4 月、9 月发行的两期短券利差分别为 185.36BP 和 147.39BP，较 AAA 主体平均发行利差低。

图表 20. 钢铁行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
		区间	均值
AAA	12	140.39~312.68	188.21
AA <sup>+</sup>	3	147.39~200.31	177.69

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

<sup>11</sup> “17 鑫海 01”和“17 鑫海 02”发行主体山东鑫海科技股份有限公司（简称“鑫海股份”）为“12 临沂 SMECN II001”中小企业集合票据主体之一，且前次信用等级已于 2016 年 7 月 27 日到期，因此视为新增主体。“久立转 2”发行主体为浙江久立特材科技股份有限公司（简称“久立特材”），其前次可转债“久立转债”已于 2014 年 12 月 24 日赎回退市，因此也视为新增主体。

<sup>12</sup> 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

## 2. 中期票据

2017 年，钢铁行业发行中期票据 27 支，其中 17 支期限为 3 年，8 支为 5 年，此外还有 1 支 2 年期和 1 支 9 年期。发行主体等级集中在 AAA，共发行 26 期，占比达 96.30%。3 年期中期票据的 AAA 企业中，宝钢股份利差表现较好，为 85.48BP；其他三家利差较高但亦处较好水平，河钢集团发行的 8 期和沙钢集团发行的 6 期 3 年期中票的平均利差分别为 189.22BP 和 183.83BP，鞍钢集团发行的 1 期 3 年期中票利差为 208.10BP。相较，主体级别 AA+ 的马钢集团发行的 3 年期中期票据利差较高，为 226.31BP。在发行 5 年期中票的两家主体中，首钢集团发行的 2 期中票平均利差 201.45BP，要稍优于河钢集团发行的 6 期中票平均利差 207.16BP。

图表 21. 钢铁行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
2 年	AAA	1	171.96	171.96
3 年	AAA	16	85.48~223.80	181.89
5 年	AAA	8	166.66~265.89	205.73
9 年	AAA	1	173.63	173.63
3 年	AA+	1	226.31	226.31

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 3. 公司债券

2017 年，钢铁行业发行公司债券 3 支，主体等级均为 AA，鑫海股份发行的 3 年期和 5 年期公司债券利差分别为 362.81BP 和 387.41BP。另外久立特材发行了 1 期 6 年期中转债，票面利率仅为 0.30%，远低于同期中债国债到期利率。

图表 22. 钢铁行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA	1	362.81	362.81
5 年	AA	1	387.41	387.41
6 年	AA	1	-361.87	-361.87

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2018 年行业信用展望

2017 年前三季度我国 GDP 增速出现回升，宏观经济进入中高速增长阶段，主要下游行业需求处恢复和增长阶段，加之供给侧改革卓有成效，带动钢铁产量增加，价格上涨。预计 2018 年良好的宏观和行业背景有助于钢铁行业稳定增长，但受需求和产能所限，预计钢材产量不会大幅增加，钢材价格趋于稳定。2017 年钢铁企业信用等级虽上移，但财务风险总体上仍偏高，成本高企及流动性压力凸显的企业仍面临较大级别下调和违约风险。

1、供给侧改革卓有成效，产能利用率明显提升，目前去产能已经进入收尾阶段，预计 2018 年产能仍将有所收缩但规模不大，产能利用率有望继续提升

2016~2017 年合计去除 1.15 亿吨统计内粗钢产能和 1.4 亿吨统计外“地条钢”产能，根据推算，产能利用率已经提升至 78% 以上，2018 年将更多的从环保政策、技术要求等方面限制产能，随着产能进一步去除和钢铁产量稳定增长，产能利用率有望进一步提升。

## **2、宏观经济恢复，钢铁产量增加，价格上涨，预计 2018 年产量不会大幅增加，价格趋于稳定**

2017 年以来下游行业进入恢复和增长阶段，对钢铁需求增加，2018 年随着宏观经济处于中高速增长阶段，叠加供给端收紧，预计钢材需求量将平稳增长，不会出现大幅增加，而钢价在经历过最近两年的大幅上涨后，预计将进入稳定区间。

## **3、受益于钢铁价格大幅回升，2017 年以来钢铁行业盈利好于预期，目前铁矿石和钢材价差大，钢企盈利安全空间加大，预计 2018 年盈利状况可维持**

钢铁行业盈利受铁矿石和钢材价格的共同影响，目前铁矿石虽有较大增幅，但同钢材价格相比，两者价差扩大，钢企盈利空间加大，预计 2018 年铁矿石价格将呈波动态势，即便有明显增长，但钢企盈利空间仍较大，加之近两年钢企努力采取降本增效措施，整体风险抵抗力增强，预计 2018 年钢企盈利状况可维持。

## **4、受前几年经营亏损所累，钢铁行业杠杆水平偏高，流动性压力短期内无法明显改善，而去杠杆政策成效较低，预计 2018 年钢铁行业财务风险仍偏高，财务质量改善仍有待时日**

近年来钢铁行业景气度下行，尤其是 2015 年钢铁企业亏损严重，经营性现金流弱化，对融资依赖度加大，目前行业杠杆水平较高，负债规模大，即便经历了 2016 年和 2017 年的良好利润积累，负债率仍处于较高水平，而债转股等去杠杆措施实施企业甚少。按照当前负债规模和利润水平测算，钢企仅凭自身将负债率降到 65% 的目标至少需 4 年时间，短期内流动性压力无法明显改善，未来需有力的政策支持。

## **5、在经过两年的级别大起大落后，钢铁行业信用质量目前已趋稳，未来市场仍将偏好高信用等级债券，但具细分市场优势、财务结构稳健的较低信用等级主体将获得市场空间**

2015 年钢铁企业大幅亏损，行业景气度下滑明显，受此影响，2016 年发债钢企主体信用等级出现较大规模下调或被调整展望，同时部分债券出现违约，新发债券利差走扩。2016 年钢铁行业盈利状况好于预期，2016 年主体信用等级被下调的发债企业基本于 2017 年获得级别调升，在经过两年的级别大起大落后，钢铁行业信用质量已趋稳。但从新发债券信用等级来看，债券市场仍偏好高信用等级债券，但随着钢铁行业盈利状况逐步稳固，在细分市场具有优势、财务状况稳健的较低信用等级企业将在债券市场获得一定空间。



## 附录一

### 钢铁行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标 (2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元, %)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
太原钢铁(集团)有限公司	AAA/稳定	联合资信	1,280.52	473.66	63.01	105.81	638.51	0.46	805.01	24.41	91.72	141.72
鞍钢股份有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	882.35	481.28	45.45	115.64	226.45	0.80	773.49	39.45	59.01	43.00
鞍山钢铁集团有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	2,123.34	868.40	59.10	179.73	883.42	0.68	890.67	25.37	62.07	62.11
山东钢铁集团有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	2,812.91	426.83	84.83	466.74	1,701.66	1.01	1,252.87	6.20	89.23	88.29
河钢集团有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	3,846.15	1,046.53	72.79	519.13	2,141.42	0.64	3,054.54	12.89	212.74	234.86
首钢集团有限公司	AAA/稳定	大公国际	4,663.64	1,185.26	74.59	553.84	2,397.97	0.65	1,718.41	-4.06	-	56.32
鞍钢集团公司	AAA/稳定	中诚信国际	3,464.20	924.23	73.32	349.89	1,833.13	0.46	1,782.16	-47.89	75.30	108.44
山西太钢不锈钢股份有限公司	AAA/稳定	大公国际	701.45	250.88	64.23	103.49	347.00	0.47	669.62	23.35	63.65	99.96
武钢集团有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	1,119.09	465.32	58.42	79.94	425.68	0.54	518.89	1.56	92.49	45.29
宝山钢铁股份有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	3,466.13	1,667.04	51.90	410.55	1,078.60	0.90	3,038.61	159.00	252.69	200.79
北京首钢股份有限公司	AAA/稳定	大公国际	1,321.01	354.65	73.15	99.24	570.20	0.36	565.95	27.32	70.04	84.13
河钢股份有限公司	AAA/稳定	中诚信证评	1,877.84	479.02	74.49	217.30	1,024.07	0.49	1,023.45	29.02	104.91	43.22
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	AA+/稳定	联合资信	1,065.51	292.04	72.59	84.67	624.77	0.42	867.89	-1.91	68.48	22.12
鞍山钢铁股份有限公司	AA+/稳定	联合资信	676.98	255.50	62.26	120.43	240.59	0.84	681.49	38.11	52.28	50.22
本溪钢铁(集团)有限责任公司	AA+/稳定	中诚信国际	987.99	148.45	84.97	177.67	676.06	0.75	401.79	6.03	52.67	88.95
江苏沙钢集团有限公司	AA+/稳定	大公国际	1,294.13	530.51	59.01	184.64	506.27	1.09	1,441.17	71.69	109.57	104.49
马钢(集团)控股有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	881.05	313.62	64.40	143.83	313.90	0.78	737.72	33.52	56.85	66.86
新兴铸管股份有限公司	AA+/稳定	联合信用	504.29	207.36	58.88	102.78	200.49	1.09	468.29	9.95	19.63	27.96
本钢板材股份有限公司	AA+/稳定	联合信用	566.92	145.93	74.26	169.73	334.08	0.77	399.21	15.50	38.39	18.05
内蒙古包钢钢联股份有限公司	AA+/稳定	联合信用	1,444.07	488.88	66.15	119.44	430.98	0.43	459.07	12.77	38.07	52.34
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	AA/稳定	大公国际	1,160.83	258.51	77.73	152.87	703.10	0.54	955.45	49.28	43.99	64.66
西宁特殊钢集团有限责任公司	AA/稳定	联合资信	301.56	55.53	81.59	41.06	173.76	0.54	70.84	3.24	7.62	-17.79
新余钢铁股份有限公司	AA/稳定	大公国际	283.86	104.22	63.28	62.86	88.97	1.01	445.29	16.52	20.87	38.11
福建三钢闽光股份有限公司	AA/稳定	中诚信证评	154.86	95.13	38.57	54.33	18.41	1.50	202.40	28.79	17.58	15.65
山东钢铁股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	511.09	237.32	53.57	116.22	175.34	0.73	593.33	5.04	20.44	19.20
南京钢铁股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	380.04	142.14	62.60	88.12	153.50	0.60	335.67	22.27	25.70	26.32
柳州钢铁股份有限公司	AA/稳定	联合信用	233.73	58.09	75.15	79.87	115.85	0.79	379.45	13.28	17.16	29.76
西宁特殊钢股份有限公司	AA/稳定	联合信用	283.68	34.29	87.91	33.44	163.22	0.42	65.73	2.80	8.04	-15.05
凌源钢铁股份有限公司	AA/稳定	中诚信证评	161.32	61.71	61.74	38.20	71.82	0.75	177.34	11.16	10.88	22.29
浙江久立特材科技股份有限公司	AA/稳定	联合信用	39.54	27.63	30.12	3.46	5.37	1.88	26.64	1.61	3.56	1.77
中天钢铁集团有限公司*	AA/稳定	联合信用	313.37	103.86	66.86	63.31	163.14	1.00	587.83	6.81	20.99	6.97

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
山东鑫海科技股份有限公司*	AA/稳定	大公国际	66.72	25.46	61.84	9.11	33.69	0.96	60.54	2.70	-	9.76
北京云政金融控股有限公司	AA/负面	新世纪评级	73.56	45.03	38.79	7.60	11.88	2.51	13.07	-1.55	-	4.80
安阳钢铁股份有限公司	AA-/稳定	中诚信证评	334.19	65.22	80.48	70.17	156.14	0.66	251.62	9.52	22.76	26.30
宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	A+/观察	中诚信国际	473.42	13.51	97.15	32.00	349.15	0.17	167.36	-2.75	3.58	38.73

注：①主要财务数据为 2017 年 9 月末数据；

②\*主体仅发行公司债券，主要财务数据为 2017 年 6 月末数据。

## 附录二

### 钢铁行业重点样本企业信用质量 (略)

## 附录三

### 样本钢企名单

样本钢企名称	股东背景
河钢集团有限公司	河北省国资委
鞍钢集团公司	国务院国资委
首钢集团有限公司	北京市国资委
宝山钢铁股份有限公司	国务院国资委
江苏沙钢集团有限公司	民企
山东钢铁集团有限公司	山东省国资委
武钢集团有限公司	国务院国资委
马钢(集团)控股有限公司	安徽省国资委
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	湖南省国资委
内蒙古包钢钢联股份有限公司	内蒙古人民政府
柳州钢铁股份有限公司	广西省国资委
太原钢铁(集团)有限公司	山西省国资委
本溪钢铁(集团)有限责任公司	辽宁省国资委
中天钢铁集团有限公司	民企
南京钢铁股份有限公司	混合所有制
新余钢铁股份有限公司	江西省国资委
安阳钢铁股份有限公司	河南省国资委
福建三钢闽光股份有限公司	福建省国资委
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	甘肃省国资委
宝武集团广东韶关钢铁有限公司	国务院国资委
杭州钢铁股份有限公司	浙江省人民政府
宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	国务院国资委
凌源钢铁股份有限公司	朝阳市国资委

## 附录四

### 2017 年钢铁行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限	发行时主体和债项信用等级	发行主体	债券简称	发行利差 (BP)
短期融资券	1 年	AAA/稳定/A-1	鞍钢集团公司	17 鞍钢集 CP001	250.57
	1 年	AAA/稳定/A-1	鞍山钢铁集团有限公司	17 鞍钢 CP001	167.58
	1 年	AAA/稳定/A-1		17 鞍钢 CP002BC	152.45
	1 年	AAA/稳定/A-1		17 鞍钢 CP003	140.39
	1 年	AAA/稳定/A-1		17 鞍钢 CP004	164.97
	1 年	AAA/稳定/A-1	河钢集团有限公司	17 河钢集 CP001	187.61
	1 年	AAA/稳定/A-1		17 河钢集 CP002	150.59
	1 年	AAA/稳定/A-1		17 河钢集 CP003	165.88
	1 年	AAA/稳定/A-1		17 河钢集 CP004	182.5
	1 年	AA+/稳定/A-1	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	17 酒钢 CP001	200.31
	1 年	AAA/稳定/A-1	马鞍山钢铁股份有限公司	17 马鞍钢铁 CP001	185.36
	1 年	AA+/稳定/A-1		17 马鞍钢铁 CP002	147.39

发行债券种类	发行期限	发行时主体和债项信用等级	发行主体	债券简称	发行利差 (BP)	
中期票据	1 年	AAA/稳定/A-1	山东钢铁集团有限公司	17 鲁钢铁 CP001	312.68	
	1 年	AAA/稳定/A-1		17 鲁钢铁 CP002	185.36	
	1 年	AAA/稳定/A-1		17 鲁钢铁 CP003	197.95	
	3 年	AAA/稳定/AAA	鞍钢集团公司	17 鞍钢集 MTN001	208.1	
	3 年	AAA/稳定/AAA	宝山钢铁股份有限公司	17 宝钢 MTN001	85.48	
	2 年	AAA/稳定/AAA	河钢集团有限公司	17 河钢集 MTN004	171.96	
	3 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN001	194.03	
	3 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN002	191.81	
	3 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN006	209.08	
	3 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN008	156.51	
	3 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN009	149.43	
	3 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN010	218.34	
	3 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN011	170.72	
	3 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN013A	223.8	
	5 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN003	198.18	
	5 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN005	249.46	
	5 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN012	188.71	
	5 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN013B	265.89	
	5 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN014	174.05	
	5 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN015	166.66	
	9 年	AAA/稳定/AAA		17 河钢集 MTN007	173.63	
	3 年	AAA/稳定/AAA		江苏沙钢集团有限公司	17 苏沙钢 MTN001	188.16
	3 年	AAA/稳定/AAA			17 苏沙钢 MTN002	203.3
	3 年	AAA/稳定/AAA	17 苏沙钢 MTN003		193.02	
	3 年	AAA/稳定/AAA	17 苏沙钢 MTN004		167.33	
	3 年	AAA/稳定/AAA	17 苏沙钢 MTN005		161.61	
	3 年	AAA/稳定/AAA	17 苏沙钢 MTN006		189.57	
	3 年	AA+/稳定/AA+	马钢(集团)控股有限公司	17 马钢 MTN001	226.31	
	5 年	AAA/稳定/AAA	首钢集团有限公司	17 首钢 MTN001	184.93	
	5 年	AAA/稳定/AAA		17 首钢 MTN002	217.96	
公司债券	3 年	AA/稳定/AA	山东鑫海科技股份有限公司	17 鑫海 02	362.81	
	5 年	AA/稳定/AA		17 鑫海 01	387.41	
	6 年	AA/稳定/AA	浙江久立特材科技股份有限公司	久立转 2	-361.87	