

绿色金融政策持续加码，支撑钢铁行业低碳转型

钢铁行业点评报告

分析师：张锦

执业证书编号：S0890521080001

电话：021-20321304

邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

研究助理：曾文婉

电话：021-20321380

邮箱：zengwenwan@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆事件 1：11月19日央行发布《2021年第三季度中国货币政策执行报告》，其中在第四部分中重点分析了“30·60”目标下转型发展的钢铁行业，提及钢铁行业碳排放现状、低碳转型面临的挑战、金融如何支持钢铁行业低碳转型。

◆事件 2：11月5日工业和信息化部、人民银行、银保监会、证监会等四部委联合发布《关于加强产融合作推动工业绿色发展的指导意见》。涉及钢铁行业包括：积极发展绿色信贷、能效信贷，推动“两高”项目绿色化改造，对工业绿色发展项目给予重点支持。鼓励金融机构开发针对钢铁石化等重点行业绿色化改造的金融产品。综合利用并购贷款、资产管理等一揽子金融工具，支持产能有序转移、危化品生产企业搬迁、先进制造业集群建设等。

◆钢铁行业处在产能置换+能效提升改造+超低排放改造+低碳转型的四期叠加期，行业固定资产投资任务重。钢铁行业在低碳转型过程中面临的挑战包括：在低碳转型道路需要在短流程电炉、氢冶金、节能、界面技术、智能化上投入较大。原材料结构转化、新能源基础设施等产业链上下游投资的增加，将提升钢企企业采购、销售成本。行业即将纳入全国碳交易市场，履约成本或将面临进一步增加，对企业低碳转型也提出了较高要求。整体来看，钢铁行业处在产能置换+能效提升改造+超低排放改造+低碳转型的四期叠加期，行业固定资产投资任务重。

◆截止2021年9月，黑色金属冶炼及压延加工业财务费用444.2亿元，同比10.4%。从2015年以来首次年度财务费用出现两位数的增长。钢铁板块35家上市公司中23家资产负债率高于50%。绿色金融政策的持续加码，将为钢铁行业低碳转型提供有效支撑。我们认为：股权融资受制于市盈率影响，中短期难以成为支撑钢铁上市公司低碳转型的主要资金来源；而绿债和绿色信贷将是助推钢铁行业低碳转型的重要资金来源。

◆投资建议：围绕钢铁行业低碳转型，绿色金融加码，建议关注两类投资机会：关注销售毛利率高、且财务费用占比较高的钢铁类上市公司，绿色金融政策持续加码，带来的盈利边际影响。关注行业低碳转型、投资加码，为钢企提供相关技术和服务的上市公司。

◆风险提示：内循环发展格局下，钢材内需增长低于预期；钢铁行业盈利能力下滑，企业对相关技术改造投资支出减少。

内容目录

1. 绿色金融政策持续加码，支撑钢铁行业低碳转型.....	3
2. 投资建议.....	6
3. 风险提示.....	6

图表目录

图 1：2019 年中国各部门碳排放量.....	5
图 2：2001-2019 年黑色金属冶炼压延加工业碳排放量.....	5
图 3：钢铁上市公司市净率 PB.....	5
图 4：钢铁行业股权融资规模及占比.....	5
图 5：钢铁行业信用债募资规模及占比.....	6
图 6：黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资情况.....	6
图 7：黑色金属冶炼及压延加工 财务费用及同比.....	6
图 8：2021 年前三季度钢铁上市公司财务费用占比和销售毛利率.....	6

1. 绿色金融政策持续加码，支撑钢铁行业低碳转型

事件 1：央行三季度货币政策报告：加大直接融资支持力度，促进钢铁企业绿色转型、低碳发展。11月19日央行发布《2021年第三季度中国货币政策执行报告》，其中在第四部分中重点分析了“30·60”目标下转型发展的钢铁行业，提及钢铁行业碳排放现状、低碳转型面临的挑战、金融如何支持钢铁行业低碳转型。

内容 1：钢铁行业占全国碳排放总量 15%左右，是制造业中碳排放量最大的行业，也是推进 30·60 目标中低碳转型的重要行业。“十三五期间，钢铁行业着力推动供给侧结构性改革，持续化解过剩产能、促进创新发展和绿色发展。2021年以来，受经济持续恢复、市场需求旺盛等因素推动，钢铁行业营业收入和利润明显增长。根据钢铁协会统计，1-9月大中型钢铁企业营业收入同比增长 42.5%，利润同比增长 1.23 倍。同时，钢铁行业低碳转型稳步推进，截至 7 月全国共 237 家钢铁企业约 6.5 亿吨粗钢产能已完成或正在实施超低排放改造，占全国粗钢产能的 61% 左右。1-9 月大中型钢铁企业二氧化硫、烟尘和粉尘排放量同比分别下降 18.7%、19.2%和 7.5%。

“十四五”时期，钢铁行业仍面临诸多挑战。首先，原燃材料价格持续高企。2020 年以来钢铁生产所需的炼焦煤、焦炭和废钢等产品价格大幅上涨，推升了企业生产成本，对钢铁产业的供应链安全带来挑战。其次，产能释放压力上升。在稳增长、稳投资的政策刺激下，各地对钢铁投资热情较高，一些省市通过城市钢厂搬迁、产能置换等方式进一步扩大钢铁产能，存在产能过剩风险。此外，低碳改造成本较高。钢铁行业即将纳入全国碳排放交易市场，碳排放将受到配额限制，这对企业低碳转型提出了较高要求。超低排放改造需要在原材料结构、生产工艺、技术装备、绿色产品和上下游产业衔接上进行大量投资，对企业生产经营带来挑战。

下一步，需加快推动钢铁行业转型升级和高质量发展。一是我国铁矿石进口依存度高要建立多元化、多渠道、多方式稳定可靠的资源保障体系，提升钢铁行业产业链水平和抗风险能力。二是稳步推动钢铁产业布局优化和结构调整，保证压减产能的退出，并加强预期引导，避免市场大幅波动。三是充分发挥资本市场在钢铁企业技术改造、节能环保、智能制造、兼并重组中的作用，加大直接融资支持力度，促进钢铁企业绿色转型、低碳发展。

事件 2：11 月 5 日工业和信息化部、人民银行、银保监会、证监会等四部委联合发布《关于加强产融合作推动工业绿色发展的指导意见》。主要内容：

- 总体目标到 2025 年，推动工业绿色发展的产融合作机制基本成熟，符合工业特色和需求的绿色金融标准体系更加完善，工业企业绿色信息披露机制更加健全，产融合作平台服务进一步优化，支持工业绿色发展的金融产品和服务更加丰富，各类要素资源向绿色低碳领域不断聚集，力争金融重点支持的工业企业成为碳减排标杆，有力支撑实现碳达峰、碳中和目标。
- 提出工业绿色发展 8 个重点方向：加强绿色低碳技术创新应用、加快工业企业绿色化改造提升、支持工业园区和先进制造业集群绿色发展、优化调整产业结构和布局、构建完善绿色供应链、培育绿色制造服务体系、促进绿色低碳产品消费升级、推进绿色低碳国际合作。
- 明确了 9 大重点任务：建立健全碳核算和绿色金融标准体系、完善工业绿色发展信息共享机制、加强产融合作平台建设、加大绿色融资支持力度、创新绿色金融产品和服务、提高绿色保险服务水平、加快发展绿色基金、发挥金融科技对绿色金融推动作用、支持绿色金融改革创新试点。

整体来看，该意见涉及钢铁行业包括：积极发展绿色信贷、能效信贷，推动“两高”项目绿色化改造，对工业绿色发展项目给予重点支持。鼓励金融机构开发针对钢铁石化等重点行业绿色化改造的金融产品。综合利用并购贷款、资产管理等一揽子金融工具，支持产能有序转移、危化品生产企业搬迁、先进制造业集群建设等。

点评：

根据 CEADs 数据，2019 年黑色金属冶炼压延加工业碳排放量 18.53 亿吨，在国民经济所有部门中，仅次于电力行业，是制造业中碳排放量最大的部门。根据冶金规划院研究，2020 年中国钢铁行业碳排放量占全球钢铁碳排放总量的 60% 以上，占全国碳排放总量的 15% 左右。在 2020 年 9 月我国宣布 30.60 目标后，钢铁行业面临较大碳减排的压力。

钢铁面临比国家更早实现碳达峰的要求。在 2020 年末工信部发布《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见》征求意见稿中，提出到 2025 年力争率先实现碳排放达峰。目前包括中国宝武、鞍钢集团、河钢集团、包钢集团等大型钢企均发布碳达峰时间均早于 2025 年。

钢铁生产低碳改造成本较高，在低碳转型道路需要在短流程电炉、氢冶金、节能、界面技术、智能化上投入较大。根据中国金属学会会长干勇院士的测算，2021-2060 年钢铁行业实现碳中和，累计碳减排贡献比例：粗钢产量下降因素约占 45%，全废钢电炉流程钢厂发展的因素的占 39%，氢冶金因素约占 9% 和节能、界面技术、智能化因素约占 7%。目前国内电炉钢占比约 11%，氢冶金占比近 0%，整体来看重点工艺技术需要大幅增加资本性投入。

原材料结构转化、新能源基础设施等产业链上下游配套投资的增加，将提升钢企成本。随着钢铁生产的低碳转型，对废钢、球团等低碳原料需求的增加、对绿色能源需求的增加，带来配套废钢加工基地、铁矿造球、风电、光伏、制氢的投入，这些相关的投资增加，最终都将转化成成本向钢企传导，对钢铁企业生产经营带来挑战。

行业即将纳入全国碳交易市场，企业成本或将面临进一步增加，对企业低碳转型也提出了较高要求。全国统一碳交易市场于 2021 年 7 月 16 日正式启动，首批纳入碳市场的是 2,225 家电力行业相关企业，这种基于市场的价格机制将有助于减少碳排放活动，其主要方式是奖励碳减排和惩罚不作为。从企业管理成本的角度分析，若被纳入碳交易市场，企业将增加一项碳管理成本，包括：1) 运营成本，即会带来人力成本、交易成本、碳核算成本等；2) 减排成本，即面临碳约束的情况下可能产生的低碳转型成本；3) 履约成本，即参与碳市场的企业为了完成履约都会产生的成本；4) 碳关税成本，根据当前欧盟碳边境税的相关政策，即未来可能面临的产品出口中叠加的碳关税成本。其中，最重要的履约成本 = [碳排放量 × (1 - 碳减排量抵消比例上限) - 免费碳配额] × 碳配额价格 + 碳排放量 × 碳减排量抵消比例上限 × 碳减排量价格，未来或将面临进一步增加：1) 可用于履约的碳配额 (CEA) 价格、碳减排量 (CCER) 价格长期将呈上涨趋势，使得履约成本增加。对标欧盟 60 欧元/吨的碳价，近一个月全国碳交易市场 CEA 的线上挂牌价格稳定在 42-44 元/吨左右，有十倍的上漲空间。同时自 CCER 被明确可用于全国碳市场第一个履约周期后，上海碳交易所的 CCER 价格上涨已突破 36 元/吨，短中期随着 CCER 稀缺性的增加，其价格有望进一步走高。2) 碳交易机制趋严，一是或将减少初始免费碳配额的分配比例，二是初始配额分配标准的趋严将扩大企业实际碳排放量与初始分配碳配额的差距，从而导致履约成本增加，同时也对企业的低碳转型提出了较高要求。

目前钢铁行业处在产能置换+能效提升改造+超低排放改造+低碳转型的四期叠加期，行业固定资产投资任务重。从 2018 年开始钢铁行业实施第一版产能置换管理办法以来，行业固定资产投资持续回升。测算 2020 年行业固定资产投资 6900 亿元，同比增长 26.5%。2021

年1-10月行业固定资产投资同比增长14.6%。2019年4月，生态环境部等五部委联合发布《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，提出到2025年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，力争全国80%以上产能完成改造。2021年11月15日国家发改委发布《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021年版）》，要求包括钢铁在内的高耗能行业在3年内完成能效提升改造计划。目前钢铁行业处在产能置换+能效提升改造+超低排放改造+低碳转型的四期叠加期，行业固定资产投资任务重。

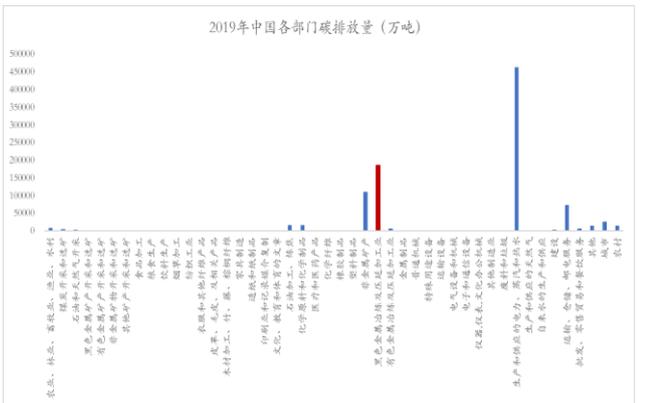
截止2021年9月，黑色金属冶炼及压延加工业财务费用444.2亿元，同比10.4%。从2015年以来首次年度财务费用出现两位数的增长。

截止2021年11月19日，全年钢铁行业股权融资规模77.06亿元，占全部A股比重为0.51%。钢铁板块35家上市公司中19家PB低于1，利用股权市场融资将受制。

截止2021年11月19日，全年钢铁行业信用债发行规模2217亿元，占全部比重0.62%。9月末，黑色金属冶炼及压延加工业资产负债率61.22%，相比2020年末回升0.9个pct。钢铁板块35家上市公司中23家资产负债率高于50%。

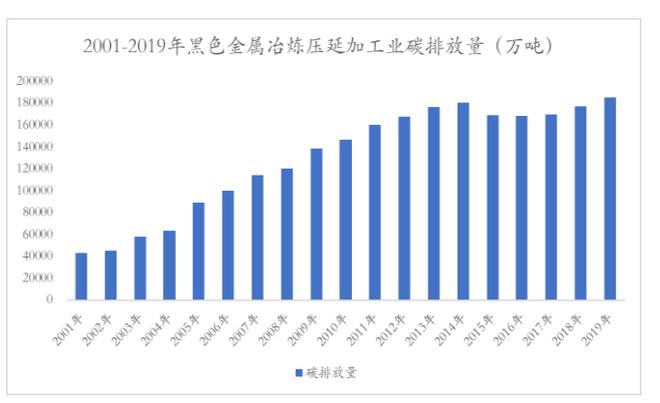
总体来看，股权融资受制于市盈率影响，中短期难以成为支撑钢铁上市公司低碳转型的主要资金来源；而绿债和绿色信贷将是助推钢铁行业低碳转型的重要资金来源。

图 1：2019 年中国各部门碳排放量



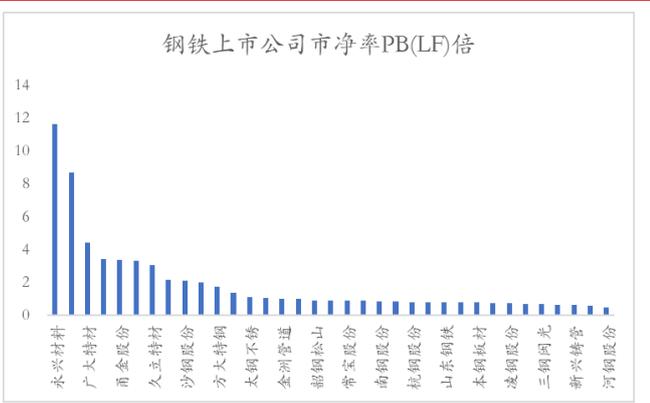
资料来源：CEADs, Wind, 华宝证券研究创新部

图 2：2001-2019 年黑色金属冶炼压延加工业碳排放量



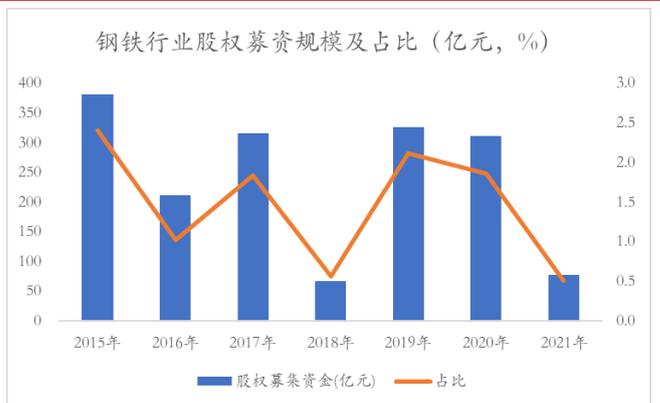
资料来源：CEADs, Wind, 华宝证券研究创新部

图 3：钢铁上市公司市净率 PB



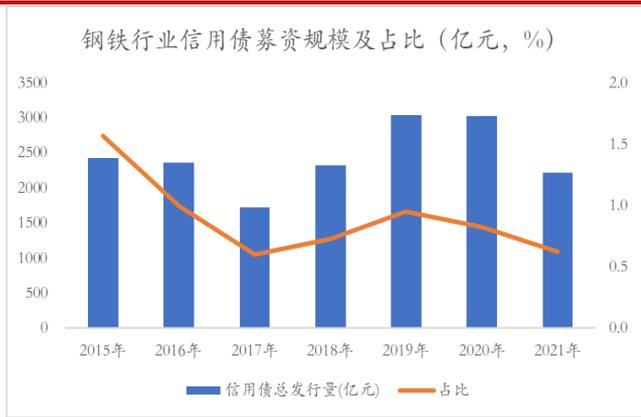
资料来源：Wind, 华宝证券研究创新部

图 4：钢铁行业股权融资规模及占比



资料来源：Wind, 华宝证券研究创新部

图 5：钢铁行业信用债募资规模及占比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 6：黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：黑色金属冶炼及压延加工 财务费用及同比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 8：2021 年前三季度钢铁上市公司财务费用占比和销售毛利率



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 投资建议

围绕钢铁行业低碳转型，绿色金融加码，建议关注两类投资机会：关注销售毛利率高、且财务费用占比较高的钢铁类上市公司，绿色金融政策持续加码，带来盈利的边际影响。关注行业低碳转型、投资加码，为钢企提供相关技术和服务的上市公司。

3. 风险提示

内循环发展格局下，钢材内需增长低于预期；钢铁行业盈利能力下滑，企业对相关技术改造投资支出减少。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。