

## 2022 年钢铁行业信用风险总结与展望

联合资信 工商评级四部 | 牛文婧 | 王皓

2022 年以来，受宏观经济承压、疫情反复影响，钢铁行业运行呈现“高开低走”态势，供需双弱格局导致钢材价格明显回落；同时，原材料价格虽有下降但仍处于历史高位，钢铁行业利润空间持续受到挤压。政策端继续推进粗钢产量压减、绿色低碳转型和产业集中度提升，助力钢铁行业可持续健康发展。

债券市场方面，2022 年 1-11 月，钢铁企业债券融资规模同比有所下降，且整体呈净流出状态；受信用债资产荒以及钢铁行业景气度持续下行影响，钢铁债券发行成本呈先降后升态势，但整体融资渠道仍较畅通。

展望 2023 年，随着疫情负面影响削弱以及地产市场企稳，用钢需求有望恢复，从而带动钢铁行业经营效益或有所好转。目前钢铁行业存续债券规模尚可，且发债主体以高信用等级央企和地方国企为主，行业整体信用风险较小。

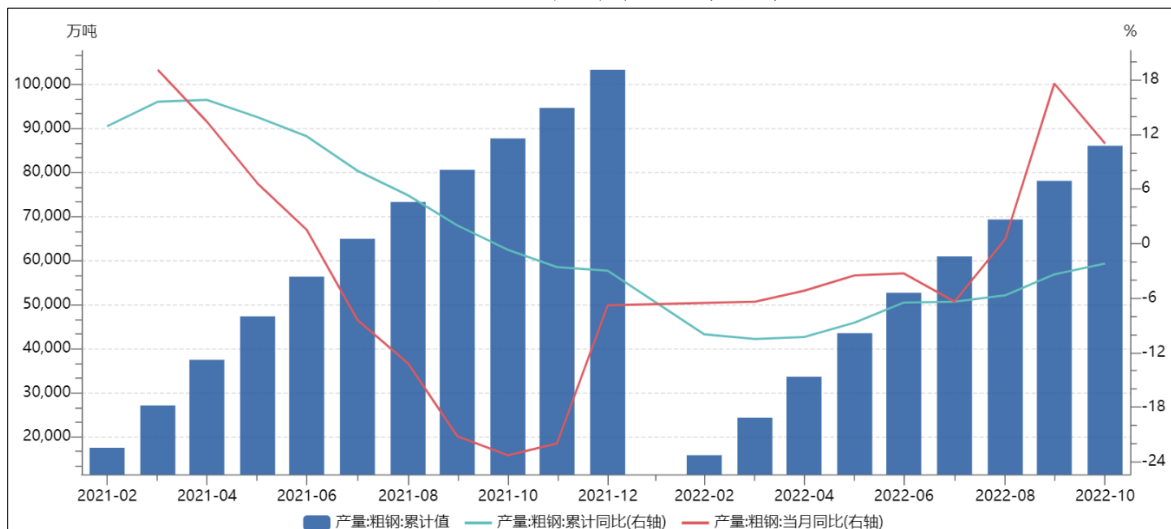


## 一、行业运行情况

2022年1—10月，受供需双弱影响，国内粗钢产量同比有所下降，钢材价格明显回落；叠加原燃料价格高位运行，钢铁利润空间受到挤压，行业效益显著下降，资产负债率呈上升趋势。

2022年1—10月，中国生铁、粗钢和钢材产量分别为7.27亿吨、8.61亿吨和11.16亿吨，同比分别下降1.2%、2.2%和1.4%。从月度走势看，2022年上半年，中国月度粗钢产量同比均有所下降，8月起月度粗钢产量同比增速逐步由负转正，预计全年产量较上年微降。

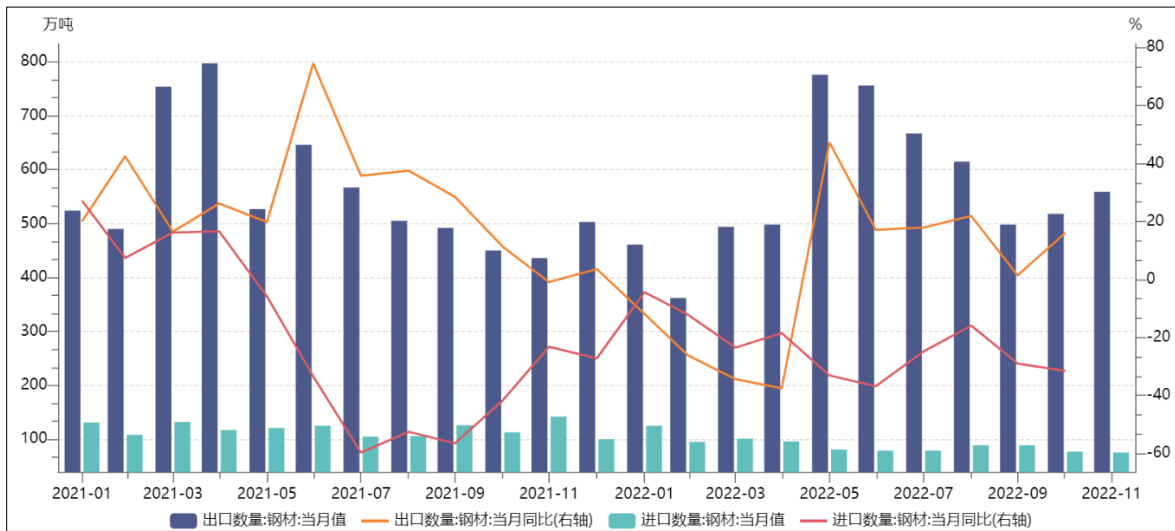
图1 2021年以来中国粗钢产量情况



资料来源：Wind

出口方面，2022年1—10月，中国累计出口钢材5636万吨，同比下降1.8%，月度出口量先升后降，由于前期海内外价差较大，5月钢材出口量较高，之后随着海外加息推进以及经济增长放缓，钢材需求下滑，月度出口量波动下降。进口方面，国内需求偏弱，2022年1—10月，中国累计进口钢材911万吨，同比下降23%，月度进口量呈波动下降态势。

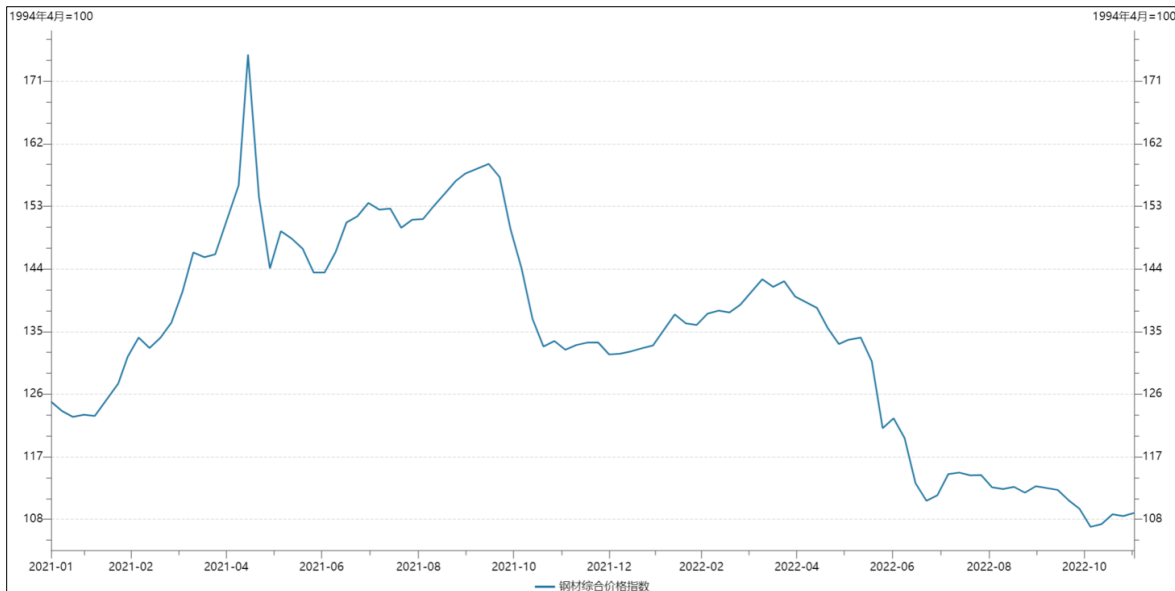
图 2 2021 年以来中国钢材进出口情况



资料来源：Wind

价格方面，2022 年以来钢材价格冲高回落后波动下行。具体来看，2022 年一季度受地区冲突导致国际能源价格大幅增长，国外钢价大幅上涨拉动国内钢价有所增长；但进入二季度，受疫情和经济预期下降影响，国内钢材需求低迷，国内钢材价格在供大于求的背景下迅速回落。

图 3 2021 年以来中国钢材综合价格指数

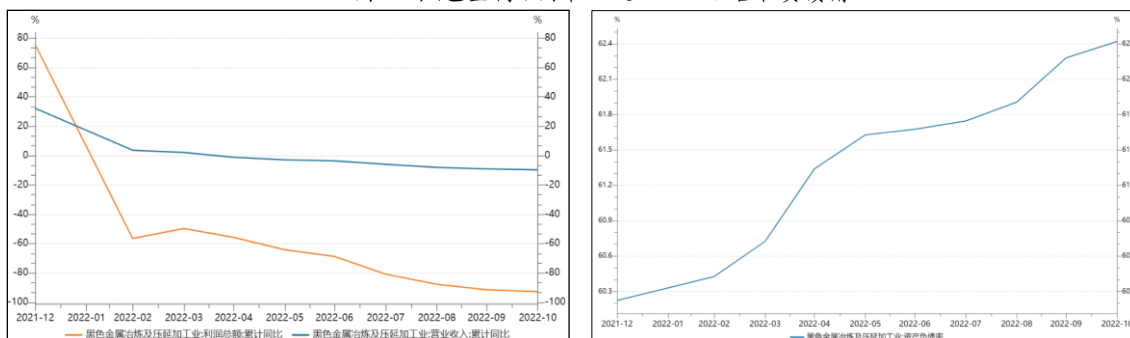


资料来源：Wind

经营方面，根据国家统计局数据，2022 年 1—10 月，黑色金属冶炼和压延加工业实现营业收入 73045.5 亿元，同比下降 9.7%；营业成本 69958.6 亿元，同比下降 5.2%；实现利润总额 296.8 亿元，同比大幅下降 92.7%。

2022 年上半年，铁矿石、焦炭及钢材等大宗商品价格保持高位运行，钢材价格冲高回落；进入三季度，铁矿石等原燃料价格有所下降，但其降幅小于钢材价格降幅，钢铁行业利润空间持续受到挤压。钢铁行业负债水平方面，受生产成本高企、销售价格下降的影响，行业效益显著下降，资产负债率呈上升趋势。

图 4 黑色金属冶炼和压延加工业经营和负债情况



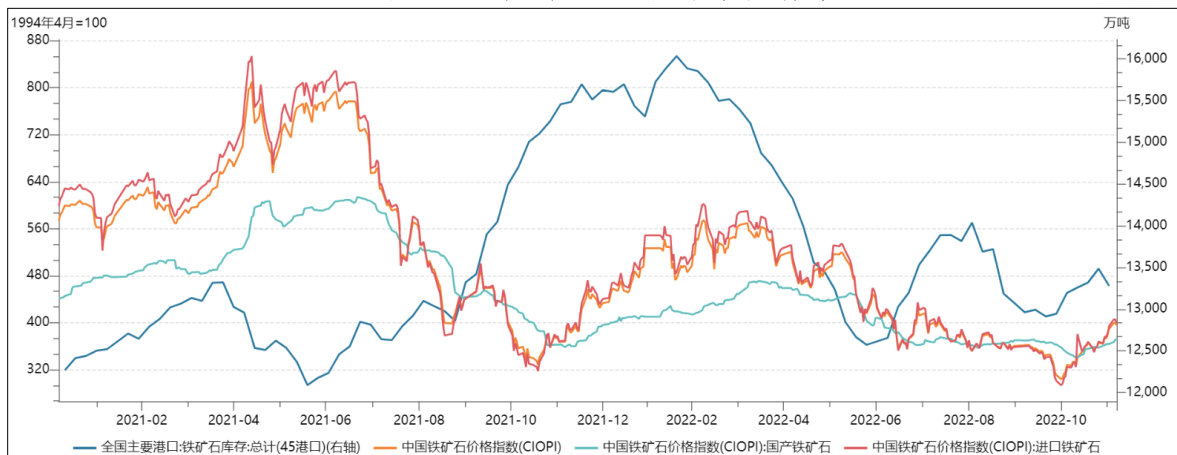
资料来源：Wind

## 二、上下游情况

2022 年以来，受供需关系影响，铁矿石和焦炭价格均先升后降，但整体仍处于历史高位，对钢铁生产成本端造成较大不利影响；受房地产投资持续下行拖累影响，整体用钢需求弱于往年。

铁矿石是钢铁生产过程中最主要的原材料，国内钢铁企业所用铁矿石以进口为主。2022 年 1—3 月中旬铁矿石价格震荡上行；4—10 月，受市场供求关系变化影响，铁矿石市场价格高位运行后逐步回落；11 月，铁矿石价格受到成本端的支撑呈现探底回升。从库存端看，2022 年 1—2 月，全国主要港口铁矿石库存保持高水平，主要系环保限产、春节和疫情导致的运力减少等因素影响；3—5 月，受海外铁矿石到货量偏低、国内铁水产量增加影响，铁矿石疏港速度加快，主要港口库存量持续下降；6 月以来，受钢材价格下跌，钢厂亏损导致减产、停产检修范围扩大，铁矿石港口库存有所回升；“金九银十”期间，粗钢月度产量同比增加，导致铁矿石港口库存阶段性去库。

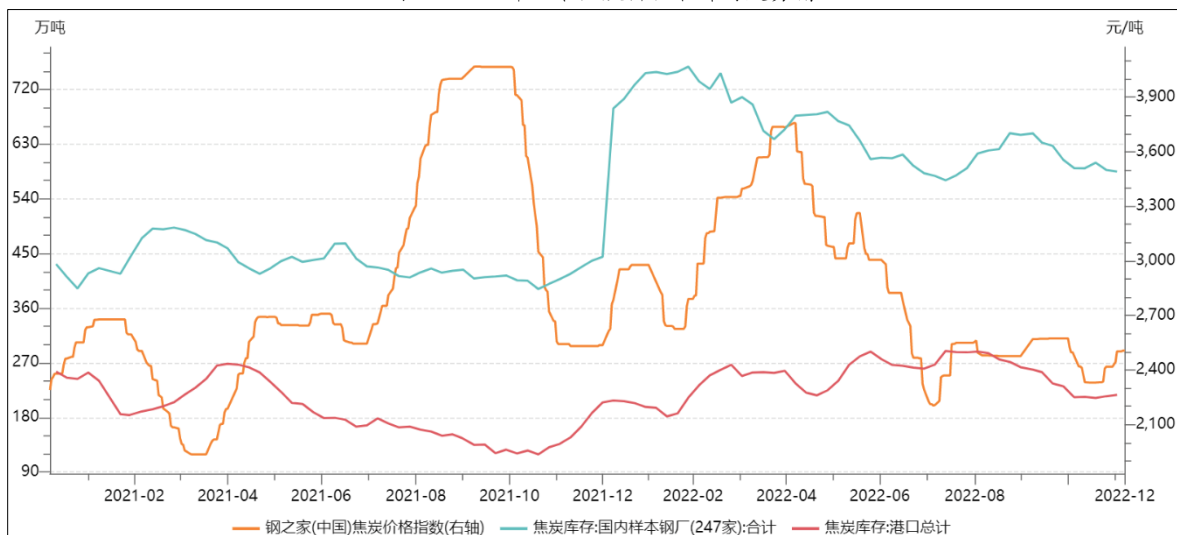
图 5 2021 年以来铁矿石价格和库存走势情况



资料来源: Wind

焦炭是支撑钢铁生产的基本原材料,中国钢铁行业焦炭供给主要来自国内煤炭企业。2022 年一季度,焦炭价格震荡上行,主要系国际冲突导致的煤焦价格增长以及春节后钢铁企业补库等因素所致;二季度,钢材价格下降,钢企利润空间受到挤压,倒逼焦炭价格震荡下行;三季度以来,焦炭供需呈紧平衡态势,价格约在 2300~2650 元/吨区间内震荡。

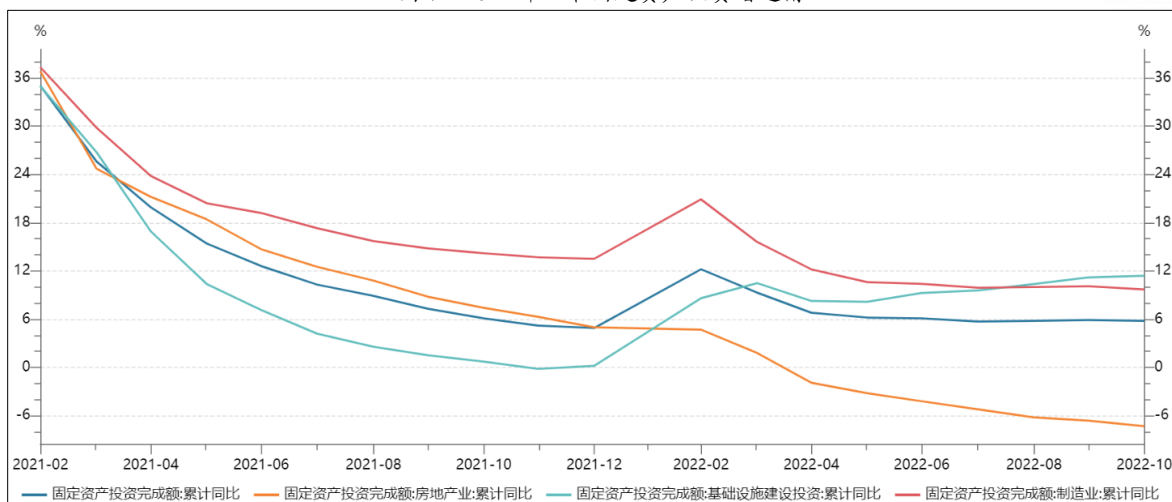
图 6 2021 年以来焦炭价格和库存走势情况



资料来源: Wind

钢铁下游需求主要分为以房地产和基建为主的建筑业,以及以机械、汽车、家电、船舶等为主的制造业。其中,建筑业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,中国钢铁消费总量受宏观经济形势影响明显。2022 年以来,基建投资增速有所提升,制造业投资增速小幅下降,但受房地产投资持续下行影响,整体用钢需求弱于往年。

图 7 2021 年以来固定资产投资增速情况



资料来源: Wind

### 三、行业政策

#### 关注 1: 粗钢产量继续压减

2021 年,在“控产能、减产量、回头看”政策的实施下,全国粗钢产量同比减少约 3000 万吨,压减任务全面完成。为保持政策的连续性、稳定性,巩固粗钢产量压减成果,2022 年,国家发展改革委等四部委继续开展全国粗钢产量压减工作,在重点区域上突出压减京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等大气污染防治重点区域粗钢产量,在重点对象上突出压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的粗钢产量,确保实现 2022 年全国粗钢产量同比下降。

**点评:** 2022 年钢铁供给端延续收紧态势,考虑到 1—10 月国内粗钢产量同比下降 2.2%,预计全年完成产量压减目标的压力不大。同时,在当前钢铁行业面临成本高企、需求偏弱、盈利收缩的局面下,压减产量有利于供需格局的改善。

#### 关注 2: 推进绿色低碳转型

2022 年 1 月 20 日,工业和信息化部、国家发展改革委和生态环境部发布《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》,提出力争到 2025 年,钢铁工业基本形成布局结构合理、资源供应稳定、技术装备先进、质量品牌突出、智能化水平高、全球竞争力强、绿色低碳可持续的高质量发展格局。

2022 年 1 月 24 日,国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案》,推进钢铁、水泥、焦化行业及燃煤锅炉超低排放改造,到 2025 年,完成 5.3 亿吨钢铁产能超低排放改造,大气污染防治重点区域燃煤锅炉全面实现超低排放。

2022年8月1日，工业和信息化部、国家发展改革委和生态环境部发布《工业领域碳达峰实施方案》，明确提出了钢铁行业的碳达峰目标，到2025年，废钢铁加工准入企业年加工能力超过1.8亿吨，短流程炼钢占比达15%以上，到2030年，富氢碳循环高炉冶炼、氢基竖炉直接还原铁、碳捕集利用封存等技术取得突破应用，短流程炼钢占比达20%以上。

2022年8月，中国钢铁工业协会发布《钢铁行业碳中和愿景和低碳技术路线图》，明确规划了钢铁行业实施“双碳”工程的四个阶段：第一阶段(2030年前)，积极推进稳步实现碳达峰；第二阶段(2030—2040年)，创新驱动实现深度脱碳；第三阶段(2040—2050年)，重大突破冲刺极限降碳；第四阶段(2050—2060年)，融合发展助力碳中和。

**点评：**国内钢铁行业仍以长流程生产工艺为主，是排放量最高的制造行业。为实现“双碳”目标，单靠去产量贡献有限，钢铁行业必须加快绿色低碳转型，近年来国家相关部委不断完善政策以推进钢铁行业节能环保和绿色发展，目前来看盈利能力强、杠杆水平低的企业可以更为有效的调度资金去进行减排改造，从而在未来发展中更占优势。

### 关注3：兼并重组提速

钢铁行业下行期间是钢铁企业并购重组的机遇窗口。今年以来，用钢需求恢复不及预期，钢材价格明显回落，再加上原燃料成本高企，钢铁企业面临较大的经营压力，在此背景下，钢铁行业兼并重组和资产整合的步伐有所加快。

表1 2022年以来钢铁行业主要兼并重组事件

时间	兼并重组事件
2022年6月	鞍钢集团有限公司正在筹划与凌源钢铁集团有限责任公司进行重组事项
2022年6月	山西太钢不锈钢股份有限公司向山东鑫海实业有限公司增资并成为其控股股东
2022年10月	中国宝武钢铁集团有限公司与江西省国有资本运营控股集团有限公司签署了《关于新余钢铁集团有限公司国有股权无偿划转协议》
2022年10月	江苏沙钢集团有限公司拟收购南京南钢钢铁联合有限公司60%的股权
2022年10月	敬业集团有限公司正式签约收购广东粤北联合钢铁有限公司

资料来源：联合资信根据公开信息整理

**点评：**钢铁行业集中度的提升有利于行业竞争结构的优化，并提高对上下游的议价能力，促进行业及企业盈利更趋稳定。

## 四、钢铁企业债券市场表现回顾

2022年1—11月，钢铁企业债券融资规模同比有所下降，且整体呈净流出状态。

受信用债资产荒和钢铁行业景气度持续下行影响，钢铁债券发行成本呈先降后升态势，样本企业财务指标有所弱化。目前钢铁行业存续债券规模尚可，且发债企业主要为高信用等级的央企和地方国企，整体信用风险可控。

## 1. 一级市场概况

2022年1—11月，钢铁企业<sup>1</sup>共发行债券126支，发行规模合计1688亿元，涉及主体24家，较2021年同期分别下降9.35%、下降21.01%和增长4.35%；钢铁债券融资整体呈净流出状态。其中，债券发行规模较大的主体包括：首钢集团有限公司（355.00亿元）、河钢集团有限公司（295.00亿元）、宝山钢铁股份有限公司（215亿元）、江苏沙钢集团有限公司（164.00亿元）和山东钢铁集团有限公司（145.00亿元），合计占发行总额的69.55%。

图8 2022年1—11月钢铁行业债券发行与到期规模（单位：亿元）



资料来源：Wind

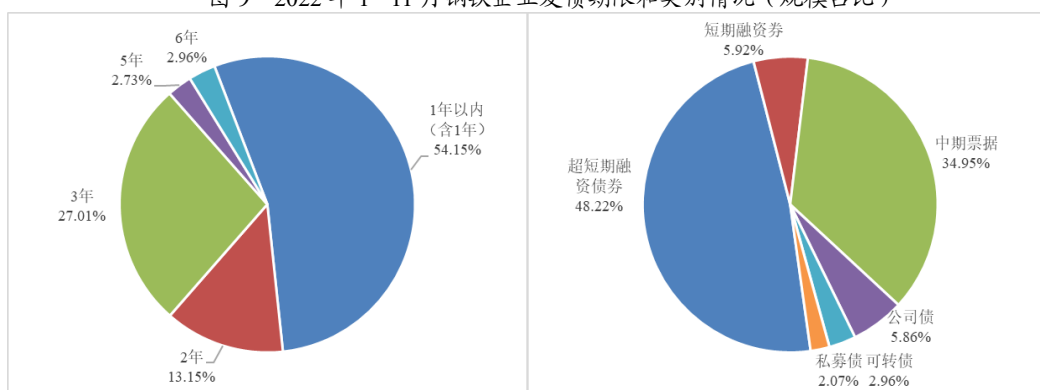
从发债主体信用等级情况来看，发行债券的钢铁企业中4家主体级别为AA<sup>+</sup>，20家主体级别为AAA，钢铁行业的发债主体仍以高信用等级企业为主。2022年以来，钢铁行业未发生信用等级迁徙，但2022年9月，莱芜钢铁集团有限公司受合并范围变化影响，评级展望由稳定调整为列入信用评级观察名单。

从发债期限和类型来看，2022年1—11月，钢铁企业发行的126支债券中期限

<sup>1</sup> 按申万行业划分，并剔除纯加工企业

在1年以内(含1年)的债券共72支,发行规模占54.15%,整体债券发行期限偏短,但短期占比较2021年同期(78.01%)明显下降,债券期限有所拉长;钢铁企业发行的债券类型较为丰富,银行间市场产品规模占比高。

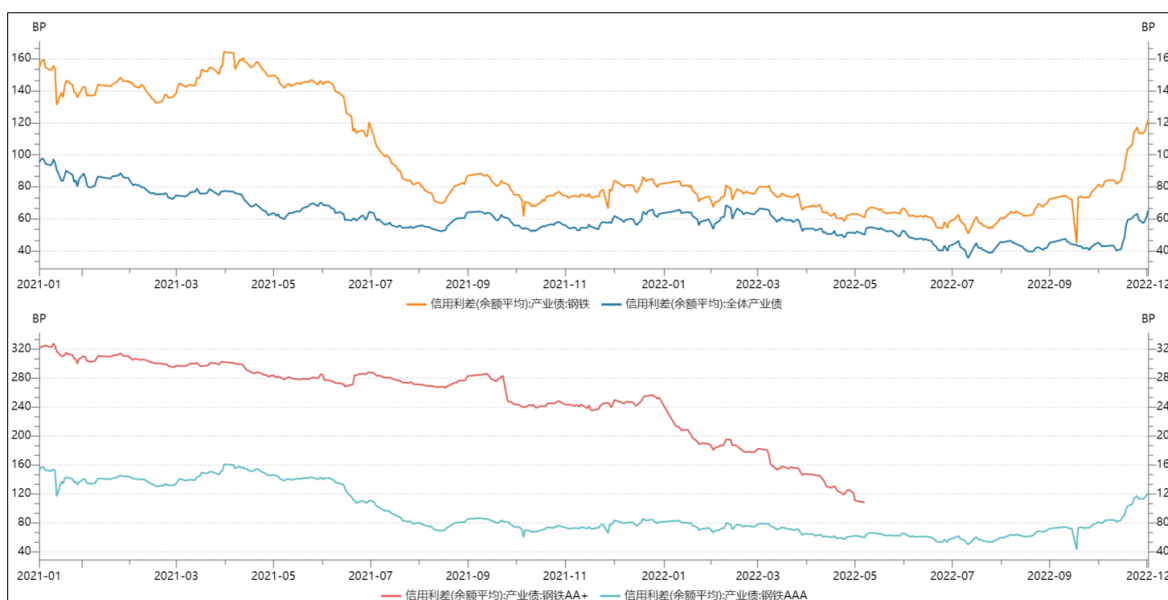
图9 2022年1-11月钢铁企业发债期限和类别情况(规模占比)



资料来源: Wind

从发行成本来看,2022年以来钢铁债券信用利差走势分两个阶段,上半年,在信用债结构性资产荒的背景下,钢铁债券信用利差持续走低;下半年,随着行业利润不断下降,投资者对钢铁债券的风险偏好有所减弱,导致其信用利差明显走扩。

图10 2021年以来钢铁与产业债信用利差走势



资料来源: Wind

## 2. 钢铁企业财务表现

截至2022年11月底,有存续债券的钢铁企业共计37家。按最新主体级别划分

<sup>2</sup>，AAA 级别 24 家，AA<sup>+</sup>级别 11 家，AA 级别 2 家。按企业性质划分，中央国有企业 14 家，地方国有企业 17 家，民营企业 6 家。

由于发债的钢铁企业中存在较多母子关系，为避免重复计算，我们选取了数据可得且剔除合并关系影响的 22 家企业作为样本企业进行财务分析。从财务指标来看，2022 年前三季度，样本企业资产规模保持稳定，但流动资产占比和总资产周转率均有所下降。受成本高企和需求偏弱影响，样本企业盈利指标同比和环比均大幅下降，且有 5 家样本企业营业利润出现亏损。受盈利下降影响，样本企业经营活动现金流净额同比有所下降，且样本企业缩减对外投资规模；受山东钢铁集团有限公司、本钢集团有限公司和首钢集团有限公司筹资活动现金流大额净流出影响，样本企业的平均筹资活动现金流仍以净流出为主，若剔除上述三家企业影响，筹资活动现金流同比由净流出转为净流入，大部分钢铁企业的融资力度有所加大，且融资渠道以银行借款为主。由于盈利下降、债务负担上升，样本企业偿债能力指标也相应降低。钢铁企业财务表现整体符合钢铁行业变动趋势。

表 2 钢铁样本企业主要财务指标情况

指标		2021 年三季报		2021 年年报		2022 年半年报		2022 年三季报	
		中位数	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数
资产质量	资产总额（亿元）	1115.52	1649.97	1049.13	1569.80	1139.24	1717.14	1129.13	1701.88
	流动资产占比（%）	44.74	43.96	38.57	39.80	39.73	40.22	39.48	38.96
	总资产周转率（次）	0.82	0.92	1.03	1.20	0.49	0.55	0.70	0.79
盈利能力	营业总收入（亿元）	811.42	1149.30	1066.87	1528.30	555.48	732.30	836.94	1056.92
	利润总额（亿元）	61.40	68.23	67.22	85.00	22.06	24.27	22.84	20.89
	营业利润率（%）	7.05	6.98	5.89	5.91	3.90	3.42	1.98	1.80
	净资产收益率（%）	13.26	11.55	12.42	13.03	4.10	5.11	3.22	2.40
现金流	经营活动现金流净额（亿元）	83.87	94.74	96.71	128.95	41.40	50.20	60.91	70.84
	现金收入比（%）	98.71	97.45	97.05	97.41	95.81	98.01	97.51	101.10
	投资活动现金流净额（亿元）	-24.53	-47.16	-46.68	-73.72	-9.99	-4.46	-16.46	-20.68
	筹资活动现金流净额（亿元）	-18.46	-25.28	-29.75	-45.20	-7.83	-23.30	-3.40	-28.00
资本结构	所有者权益（亿元）	438.89	556.77	368.07	589.61	379.76	564.20	374.16	559.77
	全部债务资本化比率（%）	33.82	39.61	32.21	37.74	37.15	42.79	38.61	43.74
	资产负债率（%）	56.96	59.96	56.19	58.18	61.19	61.92	59.49	62.32
偿债能力	货币资金/短期债务（倍）	0.38	0.52	0.42	0.54	0.41	0.50	0.42	0.53
	流动比率（%）	1.05	0.98	0.94	0.92	0.93	0.91	0.96	0.92
	经营现金流动负债比（%）	0.12	0.14	0.17	0.21	0.07	0.07	0.10	0.11
	全部债务/经营现金流量净额（倍）	4.17	9.28	3.13	4.20	8.14	17.21	8.17	12.77

注：上表指标均未进行年化处理

<sup>2</sup> 两家企业存在不同级别的评级结果，均按其最高级别来划分。

资料来源：Wind

### 3. 钢铁企业债券到期情况

截至 2022 年 11 月底，钢铁企业存续债券余额合计 3397.14 亿元，其中一年内到期债券余额合计 1556.79 亿元，受钢铁债券发行期限偏短影响，一年内到期债券规模较大。考虑到钢铁企业发债用途以借新还旧为主，且发债企业主要为高信用等级的央企和地方国企，行业整体偿债压力较小。

## 五、2023 年钢铁行业信用风险展望

供给方面，在“双碳”目标下，钢铁行业产能产量双控政策仍将延续，钢铁供给存在天花板；同时若吨钢毛利仍无明显提升，钢铁企业的生产意愿将维持低位，预计 2023 年钢铁供给端同比持平或小幅下降。

需求方面，随着全国防疫政策逐步放开以及房地产利好政策的不断释放，2023 年年经济环境趋势向好，对钢材需求形成一定支撑。但仍需关注相关利好政策落地情况以及房地产行业修复周期。

价格方面，在需求增强供给持平的假设下，钢材价格有望筑底反弹。同时，考虑到目前铁矿石和焦炭在持续累库，原燃料价格存在下行空间，钢铁企业的经营效益或将有所好转。

信用风险方面，钢铁发债企业以高信用等级为主，融资渠道畅通，行业整体信用风险可控。在下游需求偏弱、原燃料价格高位震荡和环保趋严的背景下，钢铁企业的产品结构、成本管控能力和环保水平将对企业的盈利能力和偿债能力产生重大影响。

综合来看，联合资信对钢铁行业的展望为稳定。

## 联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。