

## 特别评论

2024年09月

## 2024年钢铁行业：凛冬已至，孰能星河长明？

钢铁行业2024年以来延续供需两弱的格局，钢企盈利情况明显分化，对外部融资依赖度升高。但得益于资金面较为宽松的大背景，上半年债券发行和银行融资渠道较为通畅，目前流动性压力可控。考虑到行业景气度复苏仍然存在较大不确定性，现阶段产品结构一般、成本控制能力弱、债务期限结构不合理或在在建拟建项目投资规模大的钢企面临的流动性压力或将进一步加大。

## 要点

- 2024年以来，钢铁行业主要下游消费领域需求仍整体处于“弱复苏”状态，主要原燃料成本虽震荡下降，但相较于钢价，原燃料价格仍较为坚挺，且需求不及预期和原燃料价格下降均对钢价产生负面影响，上半年钢材价格出现进一步下跌，钢铁行业供需两端所承压力未减。
- 受行业景气度持续低迷影响，2024年以来钢铁企业经营压力普遍进一步加剧，亏损面有所扩大，利润表现和经营获现水平均出现分化；自身造血能力的弱化导致钢企对外部融资依赖性提高，债务期限结构小幅恶化，现金流和货币资金对债务偿还的支撑能力下降；虽然多数钢企仍能维持相对较好的经营性净流入水平，但是未来需要重点关注连续亏损对部分产品结构一般、成本管控欠佳、资源优势不明显或债务负担较重的钢企可能带来的流动性风险。
- 钢企对外融资力度的加大以及资金面相对宽松使得2024年以来钢铁行业信用债发行数、量齐升，上半年行业主要发行人债券融资较为畅通，流动性尚可，但仍需持续关注钢企未来可能面临的流动性压力情况；钢铁行业信用债发行利差大幅收窄，但仍处于产业类发行人中偏高水平。

## 目录

要点	1
主要关注因素	2
结论	6

## 联络人

## 作者

## 企业评级部

刘莹

010-66428877

yliu02@ccxi.com.cn

## 其他联络人

刘洋

010-66428877

yliu01@ccxi.com.cn

## 主要关注因素

2024 年以来，钢铁行业主要下游消费领域需求仍整体处于“弱复苏”状态，主要原燃料成本虽震荡下降，但相较于钢价，原燃料价格仍较为坚挺，且需求不及预期和原燃料价格下降均对钢价产生负面影响，上半年钢材价格出现进一步下跌，钢铁行业供需两端所承压力未减。

2024 年以来，钢铁行业主要下游需求领域房地产、基建、工程机械等需求仍走弱，虽然船舶、汽车等板材消费行业的需求对钢材销量起到拉动作用，但仍难以完全抵消整体下游需求复苏情况不及预期的负面影响。钢铁行业自 2022 年进入本轮下行周期后，主要钢材品种价格在经历两年的震荡下跌后，在 2024 年上半年仍表现出进一步下跌的走势，且延续了“板强长弱”的趋势。

钢铁行业的低景气度亦反向传导至上游原燃料领域。2024 年上半年，虽然铁矿石和焦煤、焦炭价格在一季度末出现阶段性回升，但整体表现为震荡下跌的价格走势，废钢价格亦呈同趋势变动。整体来看，钢企生产成本压力有所缓解，但原燃料价格的下跌对钢价产生负向影响，并且同时期内原燃料成本的降幅不及钢价跌幅，在供销两端双弱的挤压下，当期吨钢利润持续承压。

图 1：近年来国内钢材表观消费量（万吨）

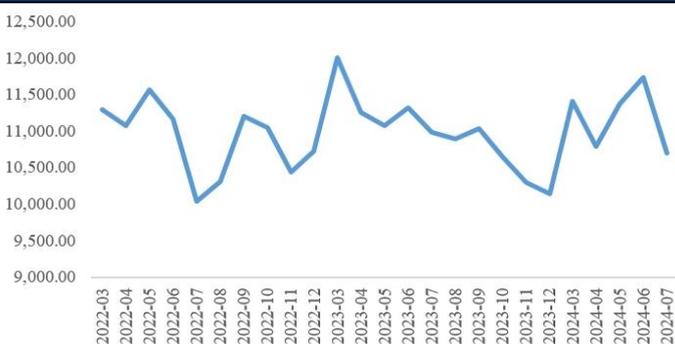


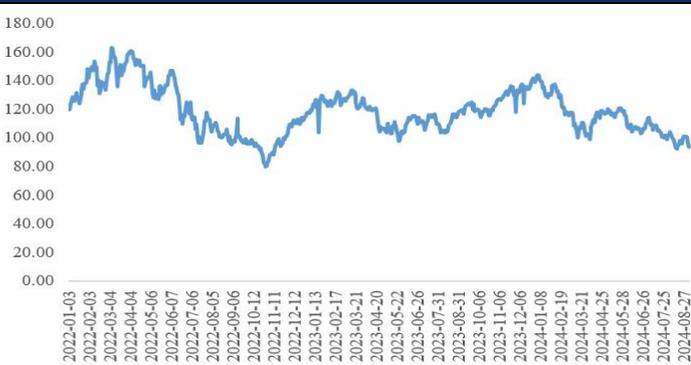
图 2：近年来主要钢材品种价格（元/吨）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

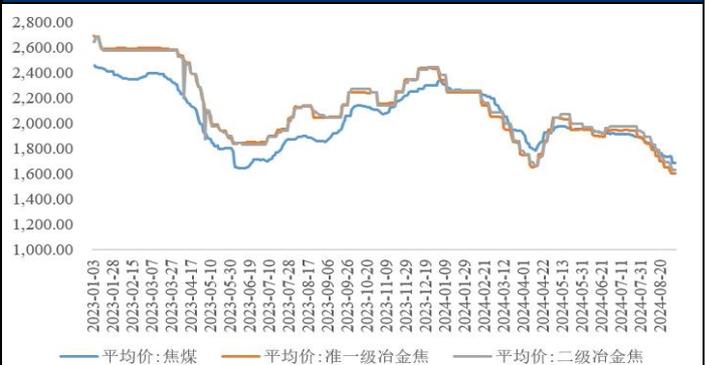
数据来源：Choice 及国家发改委，中诚信国际整理

图 3：近年来 62% 普氏铁矿石指数情况（美元/吨）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

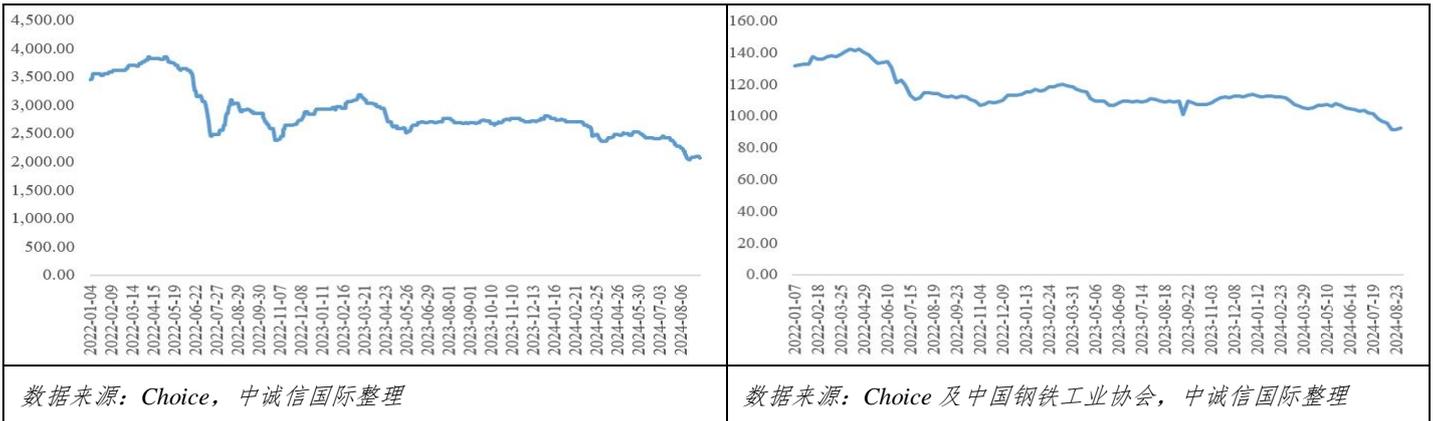
图 4：近年来焦煤及焦炭价格情况（元/吨）



数据来源：Choice，中诚信国际整理

图 5：近年来废钢价格变化情况（元/吨）

图 6：近年来中国钢材综合价格指数变化情况



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

数据来源: Choice 及中国钢铁工业协会, 中诚信国际整理

受行业景气度持续低迷影响，2024 年以来钢铁企业经营压力普遍进一步加剧，亏损面有所扩大，利润表现和经营获现水平均出现分化；自身造血能力的弱化导致钢企对外部融资依赖性提高，债务期限结构小幅恶化，现金流和货币资金对债务偿还的支撑能力下降；虽然多数钢企仍能维持相对较好的经营性净流入水平，但是未来需要重点关注连续亏损对部分产品结构一般、成本管控欠佳、资源优势不明显或债务负担较重的钢企可能带来的流动性风险。

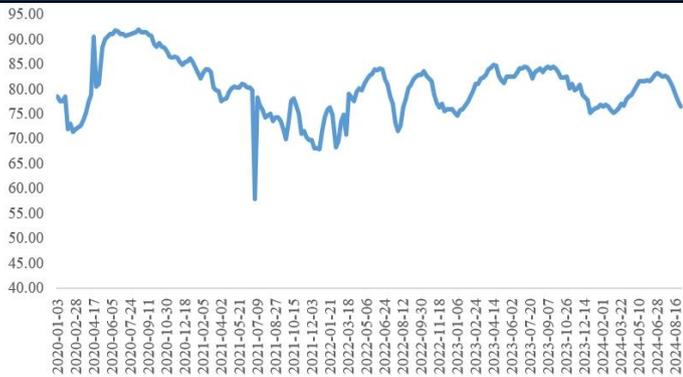
中诚信国际整理了钢铁行业协会粗钢产量排名国内前 35 名且公开发行业债券或上市的 20 家钢铁企业（以下简称“样本企业”）数据，以反映在需求端及原燃料价格端同时走弱的背景下，行业整体盈利水平、获现能力和偿债压力等方面的变化。样本企业基本覆盖国内主要大型钢铁企业，具有较高的行业代表性。

2024 年上半年，受钢价继续下跌以及铁矿石、煤炭等原燃料价格整体有所回落的共同影响，样本企业合计营业总收入及营业成本分别同比下降 5.85% 和 5.70%，成本的降幅仍低于收入，导致样本企业毛利率均延续下滑态势，当期样本企业平均毛利率水平较上年同期下降 0.71 个百分点、较上年全年下降 0.69 个百分点，但降幅同比有所收窄，可以看出行业周期进入了缓速下行的区间。虽然钢铁企业持续通过降低铁前成本、精细化管理推动工序降本、压降期间费用、加强库存管理等方式抵御持续下行周期的影响，但行业盈利能力在 2024 年上半年仍然进一步弱化，样本企业合计净利润同比减少约 32%，行业内企业面临的经营压力上升。

钢铁行业内企业的收入及利润变动方向虽然趋同，但不同企业的利润水平表现出现分化。从样本企业亏损数量来看，2024 年上半年有 9 家企业净利润出现不同程度的亏损，其中 8 家在 2023 年上半年、2023 年全年及 2024 年上半年连续亏损、1 家同比由盈转亏；亏损金额方面，上述 9 家中有 6 家的净利润亏损面同比扩大，且有 2/3 的企业半年度亏损规模已经接近 2023 年全年亏损金额。具体来看，宝钢股份能够依靠显著的产品高端化优势和明显的成本控制优势保持盈利；部分钢企拥有控股或参股矿山，或布局其他优质非钢产业，业务结构多元化程度较高，因此得以弥补钢铁板块亏损缺口、实现盈利，如包钢股份、攀钢集团、湖南钢铁、首钢集团、鞍山钢铁、沙钢集团、河钢集团；其他部分钢企产品以非普碳钢为主，比如新兴铸管和太钢集团，其盈利水平优于普钢企业。而通过分析样本企业的利润表现和产能产量规模可以看出，在采销两端“剪刀差”的挤压下，行业在一定程度上表现出了“生产越多、亏损越多”的悖论，虽然钢铁行业是一个具有规模优势的行业，但上半年部分产量规模相对较小的钢企的利润表现反而比产能规模更为突出的钢企更优，在这个背景下，众多钢企选择安排大修、检修等来调节生产节奏、减少产量，高炉开工

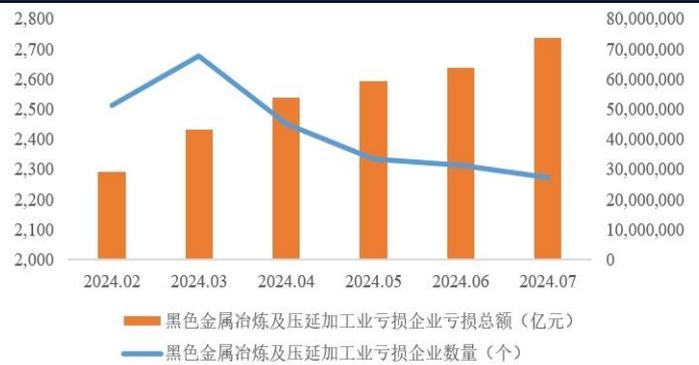
率波动下行。整体来看，拥有上述特征的企业抵御周期性波动的能力更强，而缺少资源或区位优势、钢铁主业占比大的企业则在本轮下行周期中更为被动，产品结构以建筑材为主的企业受到的不利影响也更大，在本轮下行周期中相比其他企业更早产生大幅亏损。

图 7：2020 年以来我国钢铁企业高炉开工率情况 (%)



数据来源: Choice, 中诚信国际整理

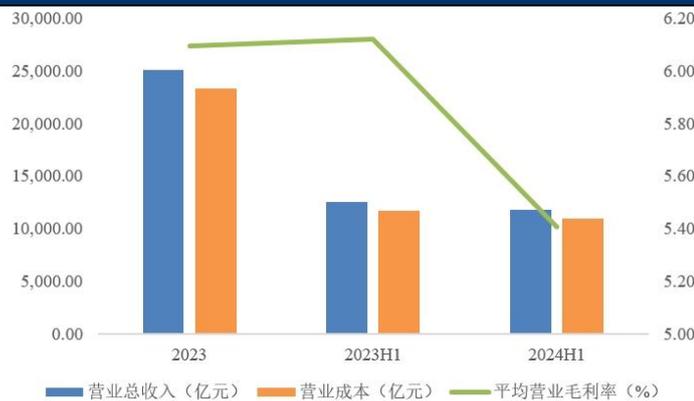
图 8：黑色金属冶炼及压延加工业亏损企业亏损情况



数据来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

受收入下滑、盈利空间被挤压的影响，2024 年上半年行业内经营获现情况也呈现下降态势，样本企业合计经营活动净现金流同比下滑 10.74%。但得益于钢材销售模式仍然以现款现货为主，对少量战略客户给予的信用账期也通常在三个月以内，加之营业成本中折旧占比高，在行业低迷时期，多数样本企业仍然能够保持远好于同期净利润的经营获现水平，相对充裕的现金流为正常经营及债务到期偿还提供一定支撑；但仍需注意到，经营净现金流表现也出现了较大差异，有 5 家样本企业本期经营性净现金流为负，其中既有本期由正转负的情况，也存在上期已表现为净流出、本期净流出缺口扩大的情况，这些企业亦更可能面临更高的现金流压力。

图 9：样本企业收入、成本及毛利率情况



数据来源: 公开数据, 中诚信国际整理

图 10：样本企业净利润及经营活动净现金流情况



注: 2023H1 和 2024H1 的存货周转率均经年化处理。

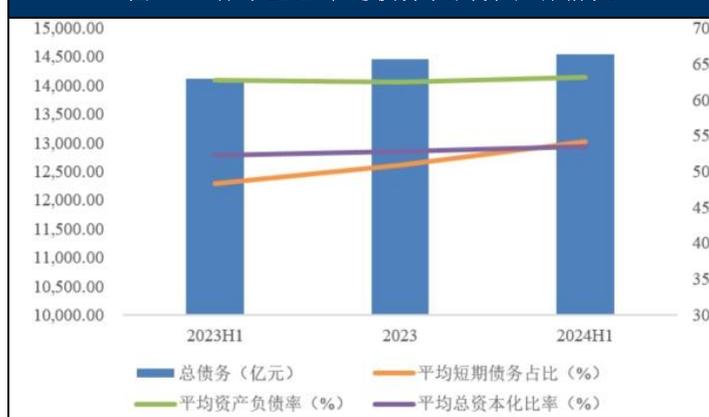
数据来源: 公开数据, 中诚信国际整理

投融资活动方面，由于各大钢企大规模的产能搬迁已接近尾声，同时受盈利及经营获现水平弱化影响，钢企普遍选择尽量缩减投资支出、将更多的资金用于生产经营，投资支出主要用于紧迫性较高的产能置换、设备升级及超低排放改造等项目；但 2024 年上半年样本企业合计投资活动现金净流出规模仍呈现出同比增长，主要有以下两个原因：第一，部分企业因战略发展需要或在行业低谷期调整经营布局，当期进行对外收购或参股投资，例如宝钢股份参股山钢日照；第二，样本企业的对外投资标的主要系产业链上下游的延

伸或其他的钢企，全行业盈利弱化、亏损扩大的态势对上下游有所传导，样本企业当期收回的投资现金亦有所减少，导致投资活动现金流出缺口扩大。虽然主流钢企整体上仍然延续控制有息债务<sup>1</sup>的趋势，2024年6月末样本企业财务杠杆水平变化不大，整体来看资本结构未因经营情况的走弱而明显恶化；但在当前经营获现弱化且投资缺口扩大的背景下，钢企对外部融资的需求回升，使用短期债务来辅助进行经营周转和债务接续的力度也有所加大，2024年6月末平均短期债务占比超过了50%。此外，还需要注意到，2024年6月末样本企业中资产负债率超过70%的企业有6家，绝大多数为2023年6月末以来持续亏损的企业。

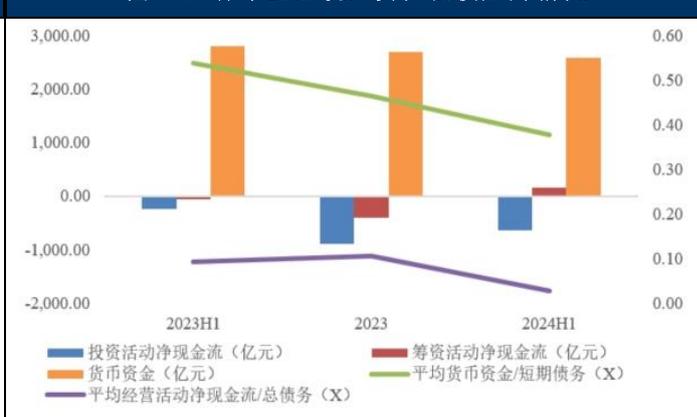
随着样本企业合计经营活动净现金流的下降，2024年以来其对总债务的保障能力进一步弱化；虽然前期的行业高景气度为钢企普遍带来了较为充裕的资金储备，但进入下行周期以来尤其是2023年以来，钢企更多消耗自有资金用于经营周转和债务偿还，2024年6月末样本企业账面货币资金总额较2023年6月末减少约8.00%、较2023年末减少约4.49%，加之债务期限结构趋短，货币资金对短期债务的覆盖倍数明显下降，整体来看行业内企业面临的偿债压力持续上升。

图 11：样本企业带息债务及财务杠杆情况



数据来源：公开数据，中诚信国际整理

图 12：样本企业投融资及偿债压力情况



注：2023H1 和 2024H1 经营活动净现金流/总债务均经年化处理。  
数据来源：公开数据，中诚信国际整理

钢企对外融资力度的加大以及资金面相对宽松使得2024年以来钢铁行业信用债发行数、量齐升，上半年行业主要发行人债券融资较为畅通，流动性尚可，但未来面临的流动性压力或将进一步加大；钢铁行业信用债发行利差大幅收窄，但仍处于产业类发行人中偏高水平。

从全行业企业的债券发行情况来看，随着钢企自身造血能力减弱、对外融资依赖度上升，加之融资面相对宽松，2024年以来信用债发行只数和规模均呈明显的同比上升态势，净融资规模由负转正。可以看出，当前钢铁行业发行人的债券融资渠道仍较为畅通，发债成本仍然处于较优水平，且新发债主要用于到期债务置换；同时，考虑到目前样本企业以央企和地方国企为主，大多拥有充足的可用银行授信及较畅通的融资渠道，外部流动性来源较为可靠，目前流动性表现尚可，短期来看钢企的债务周转和接续压力较为可控。不过考虑到2024年下半年行业景气度的复苏前景仍不乐观，主要下游钢铁消费行业现状仍呈现“弱复苏”或筑底状态，钢企面临的流动性压力或将进一步上升。

从全行业信用债发行利差<sup>2</sup>情况来看，2023年以来钢铁行业发债利差快速收窄，且2024年以来整体保

<sup>1</sup> 未进行调整的有息债务=短期借款+应付票据+拆入资金+衍生金融负债+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债+其他权益工具中的永续债。

<sup>2</sup> 为保证结果的稳定性，中诚信国际在分行业、分类别进行行业利差分析时，选取的是各级别中样本量不小于5的行业，包括农林牧渔、房地产、医药、建筑、装备

持下行趋势。但值得关注的是，在产业类的发行人中，钢铁行业的信用债利差仍然偏高，2024年6月和7月的发行利差中位数分别为41bp和39bp，从7月份发债情况来看利差在全部产业类行业中按发债利差从低到高排在后1/3。整体来看，钢铁企业发债利差下行一定程度上受益于资金面逐步转向宽松、利率下行以及“资产荒”的大背景，但由于钢企持续承受供需两端的压力，盈利表现恶化，钢铁行业信用债表现及其反应的发行主体信用风险变化情况、对债券融资的影响仍需密切关注。

图 13：钢铁企业信用债发行及偿还情况

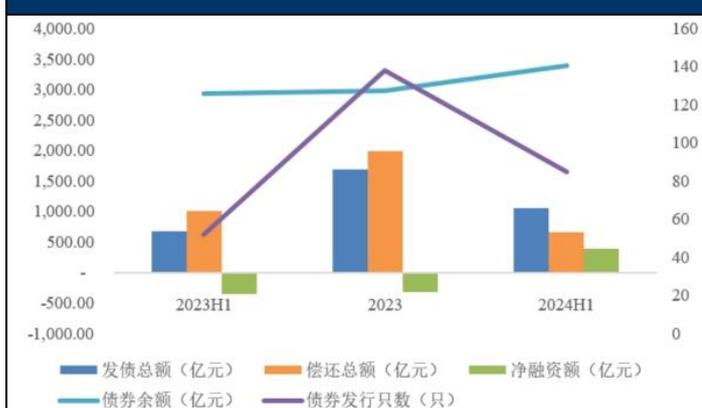
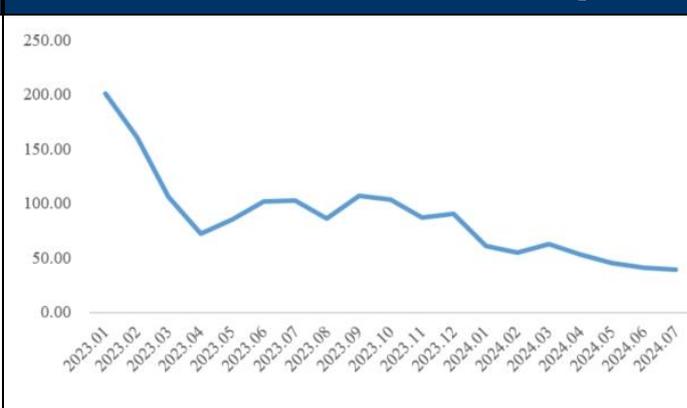


图 14：钢铁企业信用债发行利差情况 (bp)



注：数据口径均采用“中诚信国际—钢铁冶炼”分类。

数据来源：Wind，中诚信国际整理

## 结论

2024年以来，主要下游需求复苏不及预期，上游主要原燃料价格震荡下跌但降幅仍相对有限，钢铁行业面临供需两弱的格局，导致同期主要钢材产品价格出现进一步下降。在此背景下，2024年上半年行业整体财务表现进一步弱化，样本企业净利润亏损扩大、经营获现水平下降，但高端产品占比高、拥有资源和区位优势的企业降幅相对小、抵抗周期性波动的能力更优。钢企自身流动性和经营获现水平的弱化使得对外部融资依赖度升高，同时受益于资金面较为宽松的大背景，上半年债券发行和银行融资渠道较为通畅，目前流动性压力可控，但偿债能力指标出现恶化。由于未来行业景气度复苏程度仍然存在较大不确定性，在现阶段亏损面持续扩大的情况下，需重点关注产品结构一般、成本控制能力弱、债务期限结构不合理或在在建项目规模大的钢企可能面临的外部融资波动及流动性冲击风险。

附表 1：样本企业基本情况

企业名称	简称	2023 年粗钢产量 (万吨)	2023 年钢铁业务收入占比 (%)	非钢业务构成
宝山钢铁股份有限公司	宝钢股份	5,283	78.86	信息技术、炭材、金融
河钢集团有限公司	河钢集团	4,134	40.95	贸易、矿产资源、化工
首钢集团有限公司	首钢集团	3,358	70.65	矿产资源、基础设施建设
江苏沙钢集团有限公司	沙钢集团	2,850	69.35	贸易
山东钢铁集团有限公司	山钢集团	1,945	53.65	机械制造、金融、建筑
鞍山钢铁集团有限公司	鞍山钢铁	2,659	89.94	铁矿石
湖南钢铁集团有限责任公司	湖南钢铁	2,594	52.61	贸易、物流、金融
马鞍山钢铁股份有限公司	马钢股份	2,097	94.75	--
广西柳州钢铁集团有限公司	柳钢集团	1,815	68.75	贸易、能源化工、房地产
本钢集团有限公司	本钢集团	1,765	93.68	--
内蒙古包钢钢联股份有限公司	包钢股份	1,520	80.87	稀土、焦化副产品
太原钢铁(集团)有限公司	太钢集团	1,391	89.11	贸易、金融、新材料
南京钢铁股份有限公司	南钢股份	1,040	66.62	贸易、环境、焦炭
福建三钢闽光股份有限公司	三钢闽光	1,124	92.74	--
攀钢集团有限公司	攀钢集团	1,018	61.35	贸易、钒钛制品、铁矿石
新余钢铁集团有限公司	新余钢铁	1,086	63.38	贸易、资源开发、工程
安阳钢铁股份有限公司	安阳钢铁	993	97.91	--
甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司	酒钢宏兴	901	92.28	矿产资源、焦化、动力
新兴铸管股份有限公司	新兴铸管	425	78.46	物流、水务、城市管廊
凌源钢铁股份有限公司	凌源钢铁	541	94.14	--

注：为避免重复计算，钢铁企业集团采用集团口径或核心钢铁子公司口径；湖南钢铁、新余钢铁和安阳钢铁未披露粗钢产量，故使用钢材产量。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

附表 2：样本企业主要财务数据

公司简称	净利润 (亿元)		经营活动净现金流 (亿元)		筹资活动净现金流 (亿元)		资产负债率 (%)	
	2023	2024.1~6	2023	2024.1~6	2023	2024.1~6	2023	2024.6
包钢股份	0.30	0.15	-9.89	1.66	23.24	19.43	59.50	60.23
宝钢股份	137.41	52.42	253.02	57.38	-56.81	32.08	41.46	40.39
凌源钢铁	-6.81	-5.22	17.15	-3.80	2.40	-5.12	54.90	53.75
南钢股份	22.45	12.32	26.75	11.07	-9.35	6.68	61.28	60.56
新兴铸管	14.12	3.95	19.14	-25.93	-14.88	-9.85	48.71	48.18
新余钢铁	6.06	-0.63	-2.63	2.98	-25.80	1.62	47.76	47.46
攀钢集团	4.09	8.18	12.82	22.16	27.61	-4.12	65.36	64.78
湖南钢铁	103.84	44.39	62.74	28.09	38.00	129.61	53.74	57.49
大钢集团	13.92	13.36	104.92	21.60	-31.87	-10.09	51.12	50.20
首钢集团	32.99	27.19	178.76	83.61	-144.53	-80.27	67.84	66.28
鞍山钢铁	20.90	11.91	105.58	31.59	-167.44	2.05	50.97	50.92
柳州集团	-49.56	-13.72	-10.79	5.23	37.27	23.84	73.80	74.93
沙钢集团	21.26	7.21	145.61	67.94	-70.30	-5.52	57.50	55.97
山钢集团	-24.06	-20.94	15.09	3.81	-1.27	14.95	83.53	84.95
河钢集团	31.96	12.95	172.73	75.59	-1.87	-0.82	74.93	74.92
本钢集团	-20.40	-22.03	39.34	37.94	-17.00	-14.19	79.17	81.14
马钢股份	-16.40	-13.12	19.92	12.28	-13.61	3.30	61.82	62.95
三钢闽光	-6.59	-2.30	12.50	-12.01	6.48	44.84	57.40	61.36
安阳钢铁	-15.78	-13.38	25.37	-1.80	-5.80	2.59	82.98	86.63
酒钢宏兴	-10.50	-9.69	5.04	-9.80	30.49	12.03	77.14	79.97
<b>合计/平均值</b>	<b>259.21</b>	<b>93.00</b>	<b>1,193.17</b>	<b>409.58</b>	<b>-395.06</b>	<b>163.07</b>	<b>62.55</b>	<b>63.15</b>

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

作者	部门	职称
刘莹	企业评级部	资深分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区南竹杆胡同2号  
银河 SOHO 5 号楼  
邮编：100010  
电话：(86010) 66428877  
传真：(86010) 66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD  
ADD:Building 5,Galaxy SOHO.  
No.2 Nanzhuagan Lane, Chaoyangmennei Avenue,  
Doncheng District, Beijing,PRC.100010  
TEL: (86010) 66428877  
FAX: (86010) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>