

# “钢”开始 or “钢”结束？

## ——钢铁行业总结与展望

一、主要观点 .....	2
二、2017 年上半年钢铁企业债券市场回顾 .....	2
1. 上半年债券发行情况 .....	2
2. 上半年级别迁移情况 .....	2
3. 下半年债券到期情况 .....	5
三、影响上半年钢铁行业内企业信用表现的重要相关动态信息 .....	6
1. 供给 .....	6
2. 需求 .....	7
3. 原材料价格展望 .....	8
4. 产品盈利情况 .....	10
四、上半年钢铁行业重大事件点评 .....	11
1. 中国地条钢产能已全部停产 .....	11
2. 钢铁企业财务目标“去杠杆” .....	11
3. 钢铁行业兼并重组有望提速 .....	12
五、2017 年下半年钢铁行业信用风险展望 .....	13
1. 供给展望 .....	13
2. 需求展望 .....	13
3. 钢铁企业盈利展望 .....	13
4. 整体信用风险展望 .....	14

## 一、主要观点

2017 年上半年，国内钢材产量显著增长；产能压缩与产量上行的逻辑矛盾主要系统计口径外违规产能受到良好控制。此外，钢材库存持续较低导致的钢材价格攀升亦为钢材产量释放的重要原因之一。地条钢这一扰乱钢铁行业正常运行的顽疾在得到良好遏制；2017 年上半年，对地条钢的打击行动对本轮钢铁行业去产能起到显著的推动作用。需求端，国内钢材需求回暖，钢材表观消费量呈增长态势；在供给收缩销量扩张的情况下，钢铁行业整体产销率大幅回升。钢铁下游行业出现一定分化，受政策以及周期性影响，建筑行业投资增速同比整体下行；而制造业除汽车产量显著回调以外，其他产业景气度整体上行。

由于 2016 年以来钢铁行业景气度显著回升，钢铁企业盈利情况较好，现金流充裕，钢铁企业上半年债券发行规模有所下降。级别调整方面，2017 年以来，主体级别发生变动的钢铁企业共 7 家；其中，主体级别上调的钢铁企业 6 家，主体级别下调的钢铁企业 1 家；此外，单纯出现主体评级展望调整的钢铁企业共 6 家；从级别调整观点来看，除行业景气程度回升以外，发债主体作为上市公司定向增发、资本实力提升、政府/股东支持力度显著提升、产业链条延伸、产品结构多元化系级别调整的主要原因。

未来展望方面，考虑到冬季限产影响，钢铁行业景气程度将维持较高水平，钢材价格将维持高位。至 2018 年初，钢铁行业将保持较高毛利水平，现金流状况持续向好；行业信用风险将大幅下降。

## 二、2017 年上半年钢铁企业债券市场回顾

### 1. 上半年债券发行情况

2017 年 1~6 月，钢铁行业共发行各类型债券 41 只，发债总额 848.00 亿元。由于钢铁企业经营环境、财务状况逐步改善，且市场融资成本处于高位；上半年发债数量及发债总额分别较上年同期下降明显，分别下降 18.00% 和 22.50%。

从发债主体级别情况来看，2017 年 1~6 月，钢铁行业发债主体共 12 家，其中，AAA 主体 9 家（占 75.00%），AA+ 主体 3 家（占 25.00%）。从债券类型来看，上半年钢铁企业所发行的 41 只债券中包括：超短期融资债券 17 只（合计 332.00 亿元），一般短期融资债券 8 只（合计 175.00 亿元），一般中期票据 15 只（合计 305.00 亿元），可交换公司债券 1 只（合计 36.00 亿元）；以超短期融资债券和一般中期票据为主。

总体看，由于 2016 年以来钢铁行业景气度显著回升，钢铁企业盈利情况较好，现金流充裕；供给侧改革以来，钢铁行业内大型资本投入减少，融资需求下降；行业内企业考虑到未来资金相对宽裕，钢铁企业上半年债券发行规模有所下降。

### 2. 上半年级别迁移情况

截至 2017 年 6 月底，钢铁行业存在有效级别的发行主体共 54 家，其中 AAA 级主体 13 家（占 24.07%），AA+ 级主体 16 家（占 29.63%），AA 级主体 13 家（25.93%），AA- 级主体 7 家（占 12.96%），BBB+ 级、BBB 级、CC 级和 C 级主体各 1 家（均占 1.85%）。2017 年 1~6 月，主体级别发生变动的钢铁企业共 7 家；其中，主体级别上调的钢铁企业 6 家，主体级别下调的钢铁企业 1 家；此外，单纯出现主体评级展望调整的钢铁企业共 6 家。

表 1 钢铁行业主体信用等级迁移情况

		截至 2017 年 6 月底底发行主体信用等级								
		AAA	AA+	AA	AA-	BBB+	BBB	CC	C	合计
截至 2016 年底发行主体信用等级	AAA	12								12
	AA+	1	15							16
	AA		1	10						11
	AA-			4	7		1			12
	BBB+					1				1
	BBB						0			0
	CC							1		1
	C								1	1
	合计	13	16	14	7	1	1	1	1	54

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

(1) 酒泉钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“酒钢集团”）

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）于 2017 年 6 月 30 日，对酒钢集团发行的“15 酒钢 MTN001”进行了跟踪评级；联合资信将酒钢集团主体信用等级上调回 AA+，维持评级展望为稳定，上述债券信用等级上调回 AAA。

**点评：**

从评级观点上看，酒钢集团电解铝板块的具有 175 万吨的原铝生产能力生产规模较大；自备电厂装机容量达 336 万千瓦，电力供应较为充足，且受益于较低的煤炭成本，酒钢集团自备电厂的发电成本较低、在 0.19 元/度左右，而外购电价格为 0.34 元/度（含税）；酒钢集团电解铝已与钢铁板块形成双主业驱动，降低了单一行业周期性波动风险。此外，酒钢集团支付了 20.08 亿元海外收购了俄罗斯铝业牙买加阿尔帕特氧化铝厂，延伸了电解铝产业链，突破了原材料瓶颈制约；该厂复产工程规划投资额为 34.05 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 1.96 亿元，复产工作预计于 2017 年 10 月完成，2017 年底正式投产；同时公司计划在 2018 年开始进行扩产改造工作。

(2) 南京钢铁股份有限公司（以下简称“南钢股份”）

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“上海新世纪”）于 2017 年 4 月 26 日，对南钢股份发行的“11 南钢债”进行了跟踪评级；上海新世纪将南钢股份主体信用等级上调回 AA，维持评级展望为稳定，维持上述债券信用等级为 AAA。

**点评：**

从评级观点上看，2017 年 3 月，南钢股份下属子公司南京南钢产业发展有限公司分别收到建信投资和南京钢联支付的 30 亿元和 7.50 亿元增资，合计 37.50 亿元。资本实力增强（2016 年所有者权益大幅增至 111.04 亿元），负债经营程度下降（归还部分股东的无息借款约 10 亿元、到期偿付公司发行的短期融资券 16 亿元、回售部分公司债券）。此外，南钢股份非公开发行股票议案已经获得中国证监会批准，本次非公开发行股票的数量不超过 5.53 亿股，拟募集资金总额不超过 17.88 亿元；南钢股份拟将使用部分募集资金用于高效利用煤气发电项目，大幅提升发电效率，有利于降低生产成本，提升盈利能力。

(3) 北京首钢股份有限公司（以下简称“首钢股份”）

大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）于 2017 年 6 月 23 日，对首钢股份发行的“15 京首钢 MTN001”、“15 京首钢 MTN002”、“16 首钢 MTN001”和“16 首钢

MTN002”进行了跟踪评级；大公国际将首钢股份主体信用等级上调为 AAA，维持评级展望为稳定，维持上述债券信用等级为 AAA。

**点评：**

从评级观点上看，首钢股份控股股东首钢集团有限公司（以下简称“首钢集团”）实力雄厚，在原料供应、产品销售和融资等方面对首钢股份的支持力度较大；目前，首钢矿业公司铁矿石资源丰富，为公司的原材料供应提供了很强的保障；首钢集团未来拟将首钢矿业公司的置入将进一步提升首钢股份整体实力。此外，2015 年 4 月，首钢股份和首钢集团启动首钢京唐钢铁联合有限责任公司（以下简称“京唐钢铁”）的并购重组工作；2016 年，首钢股份合并范围增加京唐钢铁，随着对京唐钢铁战略置入的完成，首钢股份产销研资源整合的协同效应大幅增强，整体竞争力进一步提升。

(4) 福建三钢闽光股份有限公司（以下简称“三钢闽光”）

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）于 2017 年 5 月 25 日，对三钢闽光发行的“11 三钢 01”和“11 三钢 02”进行了跟踪评级；中诚信证评将三钢闽光主体信用等级上调回 AA，维持评级展望为稳定，维持上述债券信用等级为 AA。

**点评：**

从评级观点上看，2016 年，三钢闽光启动重大资产重组，包括发行股份及支付现金方式购买福建省三钢（集团）有限责任公司（以下简称“三钢集团”）拟转让标的资产包，本次交易完成后，标的资产为三钢闽光现有业务提供配套工程的中板、动能、铁路运输业务将整体进入三钢闽光层面，使得产业链布局更加完善。此外，三钢闽光还通过发行股份方式购买福建三钢（集团）三明化工有限责任公司（以下简称“三明化工”）持有的土地使用权，以及向特定投资人非公开发行股份募集配套资金用于三钢闽光物联云商项目、部分交易价款的现金支付、一高线升级改造项目、65MW 高炉煤气高效发电工程项目、偿还银行借款和补充流动资金。交易标的资产于 2016 年 4 月 11 日完成相关交割及过户手续，8 月 30 日募集配套资金（募集资金净额 29.60 亿元）全部到账。三钢闽光发行股票募集配套资金净额 29.60 亿元，推动资产规模增长，自有资本实力得到大幅提升，当年末公司总资产及所有者权益较 2015 年分别增长 76.52 和 342.57%。

(5) 西宁特殊钢集团有限责任公司（以下简称“西钢集团”）、西宁特殊钢股份有限公司（以下简称“西宁特钢”）

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）于 2017 年 6 月 23 日，对西钢集团发行的“14 西宁特钢 MTN001”进行了跟踪评级；联合资信将西钢集团主体信用等级上调回 AA，维持评级展望为稳定，维持上述债券信用等级为 AA。

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）于 2017 年 6 月 9 日，对西宁特钢发行的“11 西钢债”和“12 西钢债”进行了跟踪评级；联合评级将西宁特钢主体信用等级上调回 AA，维持评级展望为稳定，维持上述债券信用等级为 AA。

**点评：**

从评级观点上看，2016 年，公司第一大股东青海省国有资产投资管理有限公司及其子公司合计为公司提供长短期委托借款 44.70 亿元，有力保证了公司到期债务的顺利偿付，此外，青海省国资委通过下属多家子公司认购西钢股份非公开发行股票，以充实公司资本及缓解资金压力。2017 年以来，青海省银监局和省金融办开会要求各银行业金融机构通过联合授信、收回再贷、展期续贷、差别化信贷、市场化债转股等方案继续支持公司融资需求，支持公司实现脱困发展。

(6) 重庆钢铁股份有限公司（以下简称“重钢股份”）

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）于 2017 年 5 月 26 日，对重钢股份发行的“重债暂停”进行了跟踪评级；中诚信证评将重钢股份主体信用等级下调为 BBB，并将重钢股份列入信用评级观察名单，维持上述债券信用等级为 AAA。

**点评：**

从评级观点上看，2017 年 4 月，重钢股份发布《关于<股票实施退市风险警示的公告>的更正公告》，因重钢股份 2015 年度、2016 年度经审计的净利润均为负值，且 2016 年度经审计的期末净资产为负值，根据《上海证券交易所股票上市规则》第 13.2.1 条第（一）项的规定，重钢股份股票将被实施退市风险警示。同样在 4 月，重钢股份发布《关于“10 重钢债”暂停上市的公告》，根据上海证券交易所《关于对重庆钢铁股份有限公司 2010 年公司债券实施暂停上市的决定》，重钢股份的“10 重钢债”自 2017 年 4 月 13 日起暂停上市，债券简称由“10 重钢债”更名为“重债暂停”，债券代码不变。

经营层面来看，2017 年起，重钢股份主要通过重庆千信国际贸易有限公司的购销合作维持生产，存在单一客户风险，且该问题短期内难以缓解；在该生产模式下重钢股份产量约为 20 万吨/月，大量设备处于闲置状态，产能利用率低。2017 年 4 月 24 日，重庆来去源商贸有限公司以公司不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务为由，向重庆市第一中级人民法院申请对公司进行重整。重钢股份未来债务清偿的不确定性大幅上升。此外，从重钢股份 2016 年年报来看，重钢股份已出现资不抵债的情况。截至 2017 年 3 月底重钢股份所有者权益减至-7.00 亿元，重钢股份长期债务和短期债务分别为 89.40 亿元和 107.63 亿元，偿债压力很大。同时，截至 2016 年底，重钢股份涉及诉讼案件 250 起，涉诉金额 38 亿元，未决诉讼标的金额约 24.30 亿元。重钢股份涉及的未决诉讼规模大，或将进一步加大公司的债务偿还压力。

总体看，除行业景气程度回升以外，2017 年，钢铁企业主体信用等级调整的要素可以分类为：上市公司定向增发，资本实力提升；政府/股东支持力度显著提升；产业链条延伸，产品结构多元化。

3. 下半年债券到期情况

2017 年 7~12 月，钢铁行业到期债券数量 49 只，到期债券总额 907.20 亿元，涉及到期债券主体 23 个。从期限分布情况来看，7、8 月份为钢铁行业到期债券金额的高峰；2016 年上半年以来，钢材价格大幅上涨，钢铁企业盈利能力和经营获现情况良好，有利于到期债券的及时兑付。2017 年 7~9 月，为钢铁行业到期债券金额的高峰。从债券到期兑付情况看，除东北特钢因经营困难和破产重整等因素影响出现违约以外，其他钢铁企业均顺利完成债券的到期兑付。目前，钢铁企业经营获现情况良好的背景下，钢铁企业到期及时兑付的压力较轻。

表 2 2017 年 7~12 月债券到期兑付情况

月份	到期规模合计	兑付情况
7 月合计	208.70	除“15 东特钢 PPN002”合计金额 8.70 亿元未能到期兑付；其余债券均到期完成兑付
8 月合计	243.00	到期完成兑付
9 月合计	140.00	到期完成兑付

10 月合计	169.00	--
11 月合计	70.00	--
12 月合计	55.00	--

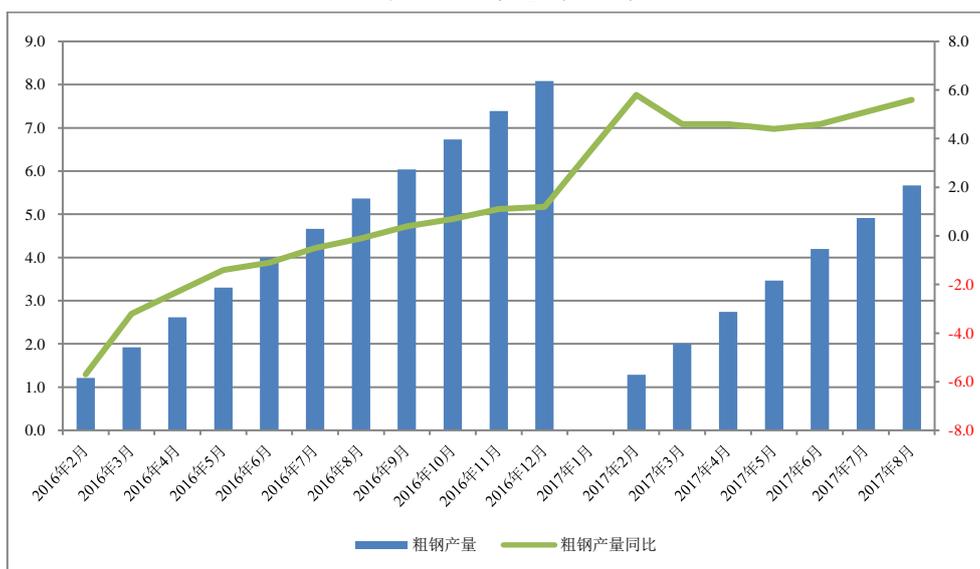
资料来源：Wind 资讯，公开资料，联合评级整理。

### 三、影响上半年钢铁行业内企业信用表现的重要相关动态信息

#### 1. 供给

2016 年，国内经济整体平稳运行性；全年固定资产投资完成额 59.65 亿元，同比增长 8.14%；虽然增速下滑 1.90 个百分点，但规模和增速上均维持较高水平。对钢铁行业需求拉动明显的房地产行业表现突出，2016 年，房地产行业固定资产投资完成额为 13.53 亿元，同比增长 6.80%，增速较上年大幅提高 4.30 个百分点。2016 年，全国粗钢产量 8.08 亿吨，较 2015 年小幅增长 0.56%，扭转了 2015 年以来的负增长态势。2017 年以来，全面打击地条钢行动导致钢材市场供不应求，行业效益攀升刺激钢铁企业扩产，粗钢和钢材产量显著增长。2017 年 1~8 月，全国粗钢产量达 4.20 亿吨，同比增长 5.05%，增速提高 7.59 个百分点。

图 1 2016~2017 年 8 月粗钢产量情况（单位：亿吨、%）



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

2017 年 1 月，中国钢铁工业协会召开 2017 年理事（扩大）会议主题报告中明确：2017 年，钢铁行业去产能仍然是一项重点工作，要彻底清除地条钢等落后产能；截至到 6 月底，“地条钢”必须彻底出清，这是一项政治任务。“地条钢”的出清使得市场竞争环境进一步改善，结束了国内钢材市场上“劣币驱逐良币”的现象，使得原来归属于“地条钢”的利润流向正规钢企。根据国家发改委和工信部消息，2017 年 1~6 月，国内共取缔“地条钢”企业 600 余家，涉及产能 1.2 亿吨。假设“地条钢”生产企业产能利用率为 60%（实际可能更高）；1.2 亿吨产能合计折算产量为 7,200 万吨。

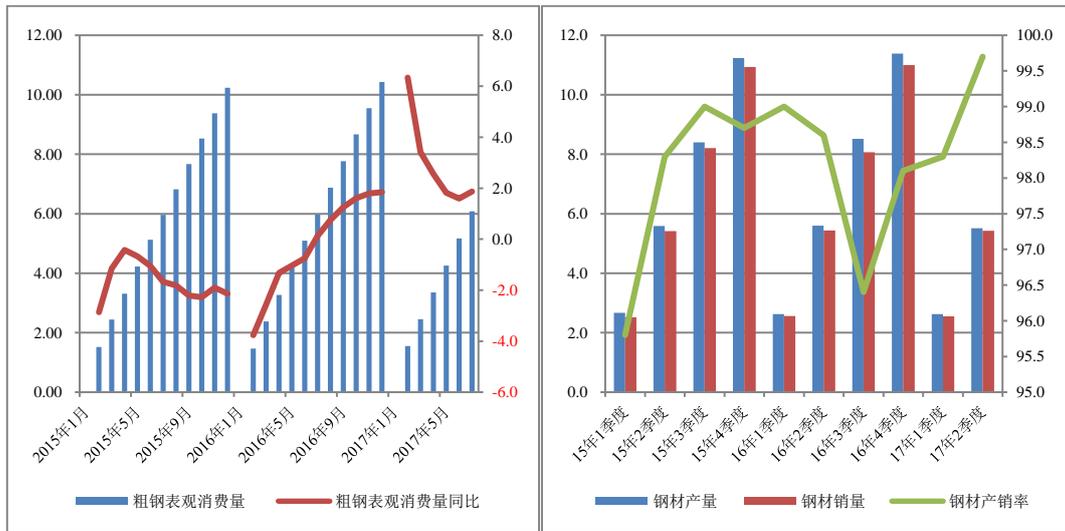
总体看，2017 年上半年，国内粗钢和钢材产量显著增长；产能压缩与产量上行的逻辑矛盾主要系统统计口径外违规产能受到良好控制。此外，钢材库存持续较低导致的钢材价格攀升亦为 1~8 月钢材产量释放的重要原因之一。地条钢这一扰乱钢铁行业正常运行的顽疾在得到良好遏制；2017 年上半年，对地条钢的打击行动对本轮钢铁行业去产能起到良好的推动

作用。后续，仍需要关注对地条钢的持续打击，以免死灰复燃。

## 2. 需求

2016年，国内钢材表观消费量为10.43亿吨，较上年增长1.84%，增幅提高3.98个百分点；2017年1~7月，钢材表观消费量为6.08亿吨，同比增长1.87%，增速提升1.74个百分点。剔除异常波动来看，钢材表观消费量呈增长态势，但增速有所放缓。产销口径来看，2016年下半年以来，国内钢材产销率呈稳步上升态势。2017年2季度，国内钢材产量和销量分别达到5.52亿吨和5.43亿吨，同比均呈现小幅下滑；但产销率提升1.10个百分点至99.70%，系近五年以来的最高值。

图2 2015~2017年7月钢材表观消费量以及产销情况(单位:亿吨、%)



资料来源：公开资料，国家统计局，联合评级整理。

2016年，钢铁相关行业增速表现分化。建筑业内，房地产行业强于基础设施建设，主要系去库存力度较大导致房地产行业在销售尚可以及土地供应宽松情况下投资增速上行。制造业方面，受购置税政策以及需求复苏等因素影响，汽车和工程机械产量增速亮眼；白色家电增速虽有提升，但远不及汽车与工程机械。2017年1~8月，受政策调控影响，房地产投资完成额增速显著下滑；同时，逆周期调控的基础设施建设投资增速在经济回暖的背景下一步下行；从整体投资规模层面看，基建规模仍高于地产。汽车产量因购置税优惠力度下降而增速明显回调，而工程机械等建筑相关领域延续高增速。

表3 2010~2017年8月主要下游增速情况(单位:%)

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	同比	1~8月	同比
地产投资完成额	22.06	20.28	11.10	2.50	6.80	4.3	5.10	-0.9
基建投资完成额	13.70	21.21	20.29	17.29	15.71	-1.6	16.09	-2.2
挖掘机产量	-34.36	1.40	-13.82	-23.40	19.40	42.8	68.30	63.5
汽车产量	6.30	18.40	7.10	2.70	13.10	10.4	5.90	-4.1
空调产量	4.90	11.63	11.50	0.00	4.50	4.5	18.70	19.8
电冰箱产量	-3.10	10.63	-1.00	-1.90	4.60	6.5	11.60	12.7
洗衣机产量	1.40	8.16	-3.30	0.70	4.90	4.2	3.20	-2.6

资料来源：公开资料，国家统计局，联合评级整理。

基础设施建设，国内固定资产投资完成额增速有所放缓，但规模仍然很大。从上市公司数据来看，2017 年上半年，从事基础设施建设的企业新承接订单较上年同期显著增长，且增幅较上年同期显著提升。加之，地方政府对基建投资有较高热情，基建投资规模和用钢需求将对钢材销售提供良好支撑。房地产层面，受“930”政策调控影响，虽然开发商投资热情整体偏高，但开发商建筑工程投资完成额增速显著低于其他费用投资完成额增速；一定程度上体现出地产行业囤地意愿较强而开工意愿相对逊色的行业发展窘境。不过，购地量的提升为长期内建筑用钢需求提供了较好的支撑。受汽车行业由于前期消费透支等因素影响，2017 年，国内汽车市场需求不足。目前，国内汽车库存数量较高，“金九银十”和年底传统旺季或将对库存消化产生一定积极影响；但预期下半年国内汽车产量仍将保持较低增速或短期下降，一定程度上对板材产品的销售形成一定冲击主要受到下游需求回暖影响，国内制造业景气度有所上行。此外，白色家电行业受 2016 年地产市场旺盛影响需求显著上行。中国仍为全球钢材第一出口国，但出口消耗国内过剩钢材产量的逻辑得到明显修复。出口区域多为东南亚新兴经济体，发展迅速，用钢需求较大结构以低端为主；因此，东南亚经济体的稳定发展仍将成为国内钢材消化的重要支撑。

总体看，国内钢材需求回暖，钢材表观消费量呈增长态势。此外，在供给收缩销量扩张的情况下，钢铁行业整体产销率大幅回升。钢铁下游行业出现一定分化，受政策以及周期性影响，2017 年 1~8 月，建筑行业投资增速同比整体下行；而制造业除汽车产量显著回调以外，其他产业景气度整体上行。

### 3. 原材料价格

#### (1) 铁矿石

目前，铁矿石价格需要关注供给端扩产情况。从四大矿山财报来看，2016 年，淡水河谷铁矿石产量为 3.49 亿吨、力拓为 2.81 亿吨、必和必拓为 2.26 亿吨，FMG 为 1.69 亿吨，合计总产量为 10.25 亿吨；占全球铁矿石产量的 51.10%，集中度偏高。从扩产计划统计来看，2017 年，各主要矿山新增 6,500 万吨产能的铁矿石品位均在 62% 左右；因此，2017 年是高品位铁矿石集中供应的一年，铁矿石结构性短缺的情况将不会再出现。目前力拓、必和必拓和 FMG 扩产的产能释放已经接近尾声，罗伊山(RoyHill)也已经完成扩产的产能释放，目前正在突破发货瓶颈。

表 4 2017 年主要矿山扩产计划 (单位: 亿吨, %)

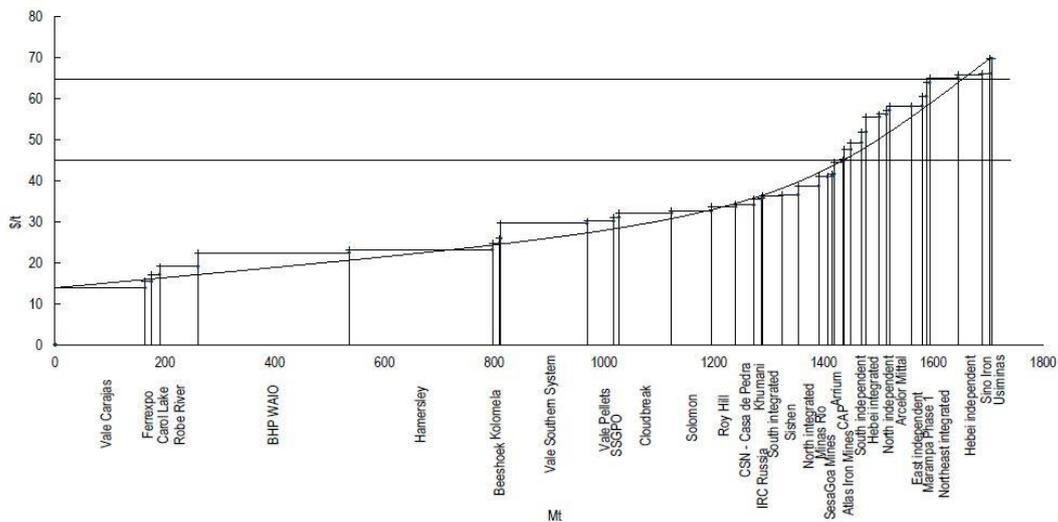
矿山	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 E
RIO-Pilbara	2.44	2.88	3.25	3.35	3.40
BHP-WAIO	1.70	2.04	2.33	2.27	2.32
FMG	0.81	1.24	1.65	1.65	1.65
Atlas	--	0.11	0.12	0.15	0.15
RoyHill	--	--	0.13	0.20	0.40
Vale	3.10	3.32	3.40	3.45	3.65
英美资源	0.42	0.55	0.53	0.56	0.60
印度	--	--	0.03	0.15	0.25
<b>合计</b>	<b>8.47</b>	<b>10.14</b>	<b>11.44</b>	<b>11.78</b>	<b>12.42</b>
变动	--	19.72	12.82	2.97	5.43

资料来源：公开资料，联合评级整理。

受低成本矿山达产影响，目前现货价格下行不会影响主要矿山的铁矿石供应。从花旗集团绘制的铁矿石成本曲线来看，如果价格下滑至 50 美元/吨左右，才会导致俄罗斯、加拿大、乌克兰等矿山产量被挤出市场；当铁矿石现货成本价格跌破 45 美元左右时，高成本的澳洲和巴西矿山供给才会出现成本倒挂等问题；铁矿石现货价格进一步跌破 45 美元/吨才会出现大规模的铁矿石供应萎缩。此外，短期内，高成本矿山还可以通过压缩不必要的资本支出、提高生产效率甚至压缩剥采比来控制成本；因此短期来看，铁矿石价格上涨动力不足。考虑到，2017~2018 年，全球铁矿石需求或将在 17.00~18.00 亿吨之间；据此，铁矿石价格中枢应该位于 60~70 美元/吨之间。

图 3 2017 年铁矿石供应成本曲线（纵轴单位：美元/吨，横轴单位：百万吨）

Figure 15. Citi global iron ore cost curve 2017\*



资料来源：花旗集团研究报告；“Iron Ore: The Bear Is Coming”

总体看，虽然主流矿山扩产力度已经显著下降，但受投资惯性影响，主流矿山依旧处于扩产通道。预计 2017 年，产能将进一步增加至 12.42 亿吨。受低成本矿山达产影响，铁矿石价格仍将面临持续下行压力。短期内，铁矿石价格下行压力有助于国内钢铁企业改善经营效益。

## （2）煤炭

根据季节性规律，7~11 月焦炭产量往往稳中有降，主要是下半年下游钢材消费强度弱于二季度，这段时间钢厂会增加检修以减少供应；此外，四季度环保压力一般较大，这会影 响企业生产，因此，预计下半年焦炭产量环比二季度将有所下降。从价格层面来看，2015~2016 年三季度，焦煤价格在低位徘徊，库存保持在高位；2017 年上半年，受煤炭淡季、春节期间库存积压以及主产地煤矿陆续复工复产、执行 330 个工作日生产影响，焦煤价格在 2016 年底的快速上涨后呈现小幅回落的趋势。

图 4 2016~2017 年 8 月国内炼焦煤价格情况 (单位: 元/吨)



资料来源: wind 资讯, 联合评级整理

2017 年 1~3 月, 受部分煤矿复工复产、焦炭环保督察压制、以及澳洲飓风对炼焦煤进口的影响, 国内主要地区炼焦煤均价 1,217.56 元/吨, 环比下降 0.68%, 同比上升 127.39%。焦煤价格高位徘徊, 使得钢厂、焦化厂降低炼焦库存以维持资金运作; 同时 2017 年春节假期, 炼焦煤供给端正常生产, 但终端需求处于停滞状态, 库存累计速度加快, 钢厂及焦化厂焦煤库存主动补库, 但相较于往年水平仍不高。

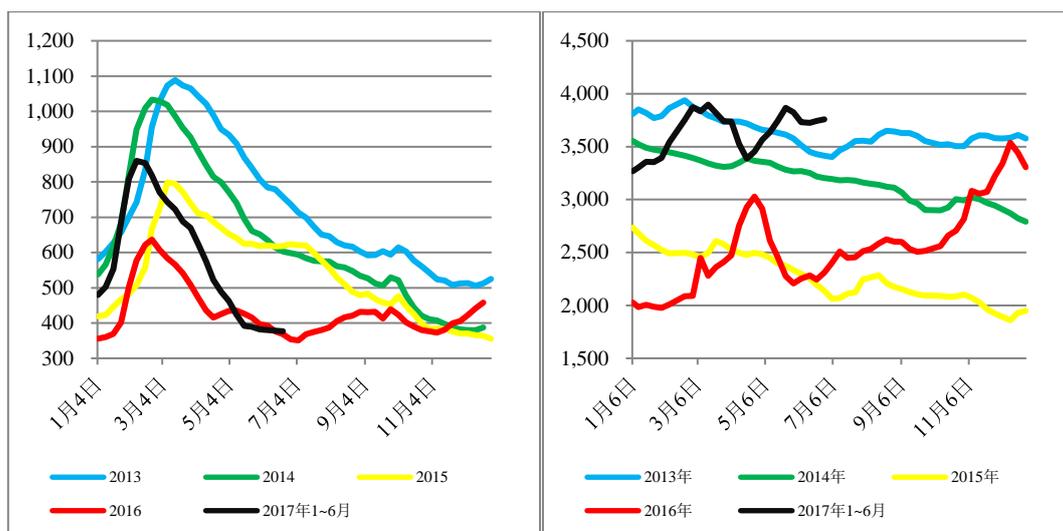
2017 年 4~6 月, 受下游钢铁淡季影响, 炼焦煤价格持续下降, 虽然环保因素导致独立焦化企业在 5 月份大幅限产, 但钢厂、焦化厂仍然开始补充库存, 6 月炼焦煤均价 1,088.41 元/吨, 环比下降 4.15%, 同比上升 75.89%, 与上年 11 月初价格水平相近。经过此前连续补库, 炼焦煤中间环节库存 (即钢厂、焦化厂库存) 仍然不高, 尤其是钢厂焦煤库存仍为历史最低水平, 仍存在继续补充库存动力; 上游库存持续向中下游转移, 需求驱动库存自上而下转移即中下游的主动补库存, 对炼焦煤价格形成明显支撑, 但同时煤焦供应宽松使得在钢价下跌时期钢厂可以通过打压煤焦价格以维持高利润。

总体看, 受供给侧改革影响, 2017 年以来, 焦煤供需平衡情况良好。冬季限产以及冬储的临近可能会季节性拉高焦煤价格; 短期内, 将对钢材企业用焦成本构成一定冲击。

#### 4. 产品盈利情况

受行业悲观气氛浓厚影响, 2016 年初, 国内钢铁企业高炉开工率处于历史低位。2016 年 1~3 月, 高炉开工率均值为 75.17%, 较 2015 年同期下降 12.26 个百分点。受此影响, 国内钢铁企业日均产量处于历史低位。但 2016 年上半年, 地产以及基建需求的意外增长, 导致主要产品库存迅速下滑, 国内螺纹钢价企稳回升。虽然国内高炉开工率仍处于低位, 但受 2016 年年末库存翘尾影响, 2017 年年初, 螺纹钢库存在短暂上升后迅速下降; 至 5 月中旬, 螺纹钢库存下滑至 2016 年同期水平。受上述库存逻辑影响, 螺纹钢价格整体呈报复性反弹态势。2016 年全年, 螺纹钢价格上涨 71.06%; 2017 年 1~6 月, 螺纹钢价格上行 12.13 个百分点至 3890.77 元/吨。螺纹钢吨钢毛利润方面, 2016 年上半年, 受供需错配影响价格上升导致螺纹钢毛利润大幅反弹; 但 2016 年下半年, 受供给侧改革大幅推高煤价、冶金焦价格影响, 螺纹钢毛利润一度受挫。2017 年, 煤炭行业价格震荡回落导致螺纹钢毛利冲上 2015 年以来高位。

图 5 2013~2017 年 6 月螺纹钢库存和价格情况 (单位: 万吨、元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 中钢协, 联合评级整理。

总体看, 受资金短缺、产量下滑, 2016 年, 钢铁行业内供需相对紧张; 建筑需求导致螺纹钢库存显著下滑导致价格大幅攀升。2017 年以来, 地条钢整顿压减低质建材用钢供应量导致螺纹钢价大幅增长, 吨钢毛利显著增长。同时, 也导致 2017 年以来螺纹钢毛利的大幅上升, 其他主要钢材产品的盈利情况和螺纹钢类似。

#### 四、上半年钢铁行业重大事件点评

##### 1. 中国地条钢产能已全部停产

6 月 15 日, 国家发改委在新闻发布会上透露, 截至 5 月底, 全国已压减粗钢产能 4,239 万吨, 完成年度目标任务 84.8%。对于“地条钢”, 国家发改委表示, 5 月 2 日至 26 日, 钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议组成 8 个督查组, 赴各地开展取缔“地条钢”专项督查。目前, 各地排查发现的“地条钢”产能已全部停产、断水断电, 正按照“四个彻底拆除”的要求将“地条钢”取缔到位。我国钢铁煤炭去产能正稳步推进, 国民经济延续了稳中向好的局面。

##### 点评:

整治清理“地条钢”是钢铁行业淘汰落后产能、调整供给结构的重要举措。一方面导致废钢供应偏松、价格大幅下跌, 又对铁矿石形成替代、矿价受到压制, 钢铁业效益状况将持续好转; 另一方面使得钢铁行业去产能实际效果更加明显, 对改善行业供需关系、提升业内企业盈利能力有较大的积极影响。

##### 2. 钢铁企业财务目标“去杠杆”

2016 年, 我国钢铁行业主流企业平均负债率为 69.60%, 远超国外同等规模企业水平。3 月, 银监会、中国钢铁工业协会 (以下简称“中钢协”)、银行代表以及国内主流钢铁企业的负责人参与关于钢铁行业“去杠杆”的非公开座谈会, 确定下一步财务目标是 3~5 年内将钢铁行业的平均资产负债率降到 60% 以下。目前, 已有一批符合债转股条件的钢铁企业, 如中钢集团、鞍钢集团、马钢集团、南钢集团以及酒钢集团等已与银行签订债转股合约。本

轮债转股主要针对资产负债率高的大中型国企或者地方龙头企业，这类企业应是陷入暂时性债务危机，但存在重整可能性、能恢复正常经营并可脱困。僵尸企业不可能直接参与债转股。

### 点评：

通过债转股方式，有助于降低钢铁企业债务风险，尤其是帮助国有大型骨干钢铁企业改革和脱困。同时，与钢铁企业签订债转股合约有助于银行降低不良贷款，降低系统性金融风险。大部分钢铁企业，在银行贷款展期或借新还旧上问题并不大。值得关注的是，钢铁企业在公开市场债务上压力较大，在公开市场上借新还旧较难，发债成本较高。转股主要是针对银行贷款，而债券尤其是公募债券债转股成本大、协调难度大，推行的可能性并不大。

### 3. 钢铁行业兼并重组有望提速

根据江苏沙钢股份有限公司（以下简称“沙钢股份”）发布的《关于公司实际控制人重大事项的公告》（编号：临 2017-062）披露：沙钢股份接到实际控制人沈文荣先生的通知，其控制的宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司（以下简称“锦程沙洲”）拟作为主要投资人参与东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“东北特钢集团”）及其子公司东北特钢集团大连特殊钢有限责任公司、东北特钢集团大连高合金棒线材有限责任公司的破产重整，预计在破产重整完成后将成为东北特钢集团第一大股东。根据本钢板材股份有限公司（以下简称“本钢板材”）发布的《关于签订东北特钢等三家公司破产重整之投资框架协议的公告》（编号：2017-030）披露：本钢板材以自有资金 10.38 亿元对东北特钢集团进行增资，占重整后东北特钢注册资本的 10%。

对比之下，在韶钢和重钢之后，早前已经获得有条件通过的“\*ST 华菱重大资产重组事项”在 6 月 28 日晚间终止。“\*ST 华菱”6 月 28 日发布公告称停牌期间，公司、交易对手方就重大资产重组事项进行了多次协商，预计难以继续实施原重组方案，目前正在就终止实施本次重大资产重组事项进行协商。这是自去年 6 月份以来，第三家因连续亏损而陷入退市预警的上市钢企“钢铁换金融”重组方案终止的案例。

中国宝武钢铁集团总经理、党委副书记陈德荣 20 日表示，宝武集团目前正在接触几家地方国资钢企，不排除后续会对这些企业进行兼并重组。业内人士表示，目前钢铁行业优化布局、兼并重组的工作还仅局限于个别企业，没有形成整体突破，今后区域性重组整合或拉开帷幕。从监管部门的近期表态来看，行业下一步发展方向是提高集中度。发改委、中钢协均指出钢铁业下一阶段主要任务是兼并重组。

### 点评：

2016 年的国企改革中，国企壳的主要处置方式是将同一国资委控制下的未上市公司资产注入上市公司，置出产能过剩的亏损资产，从而实现转型。而其中大部分置入的资产均为大体量的金融类资产。由于该置换方案不涉及发行股票，适合应用于产能过剩的重资产行业。但需注意的是，即使“钢铁换金融”方案成功实施，钢铁企业置出的钢铁业务仍未发生实质性变化。事实上，各钢铁企业拟置出的钢铁资产业绩已大幅改善，提质增效和结构调整取得积极进展，终止重组更有利于保护公司和投资者利益。同时，终止重组后，拟置出的钢铁资产继续保留在公司，有利于公司利用资本市场实现钢铁业务转型升级，更加符合国家关于大力振兴实体经济的政策导向。目前钢铁行业优化布局、兼并重组的工作还仅局限于个别企业，没有形成整体突破，今后区域性重组整合或拉开帷幕。从监管部门的近期表态来看，行业下一步发展方向是提高集中度。继发改委发文强调后，中钢协也同时发声明确后续钢铁行业的兼并重组的行业发展方向。这意味着行业内的兼并重组已经正在逐步妥善的有效推进中，预

计接下来区域性的兼并重组将拉开帷幕，在整体上形成突破。

## 五、2017 年下半年钢铁行业信用风险展望

### 1. 供给展望

供给侧改革重点由淘汰落后产能转向钢铁企业兼并重组后，2017 年 1~6 月，国内钢材供给的决定变量转向环保限产政策。下半年，京津冀及周边地区“2+26”个城市的“环境保护史上最大规模行动”将对钢材供给产生较大冲击。此外，国务院安委会 7~10 月间在全国范围内开展安全生产大检查，关闭取缔一批违法违规和不符合安全生产条件的企业行动亦将一定程度上影响钢材供给。十九大的召开也将强化新一轮环保强化工作，进一步的加大钢铁企业限产力度。

总体看，随着下半年各项督查措施和限产力度加大，钢铁行业供给侧环境继续改善。

### 2. 需求展望

2017 年 1~6 月，我国经济运行延续了稳中向好的发展态势，稳的基础更加巩固，好的态势更加明显，新动能进一步发挥作用，经济增长质量进一步提高，总体形势好于预期。2017 年下半年，房地产业在限购限贷的调控下投资、施工等各项关键指标或将出现下滑；目前，基建投资对钢材需求的拉动作用已超过房地产行业，下半年基建投资将继续发挥托底作用。其中，铁路建设、公路、水运也将在下半年发力，据中国铁路总公司统计数据显示：2017 年 1~6 月，全国累计完成铁路固定资产投资 3,125.45 亿元，而全年计划为 8,000 亿元，下半年将有 4,874 亿元铁路投资释放据交通运输部数据显示，2017 年上半年，我国完成公路水路投资共计 9,672.7 亿元，而全年计划为 1.8 万亿元，则下半年将有 8,327 亿元投资释放。此外，下半年 PPP 项目落地加速以及重大工程项目建设推进，都将带动钢铁需求，因此预计下半年钢材市场需求将继续保持平稳释放。

总体看，中短期内基建投资将继续发挥托底作用；铁路、公路、水路建设使得用钢需求在下半年将平稳释放。

### 3. 钢铁企业盈利展望

目前，铁矿石供给过剩压力仍较为显著，除限产和产能压缩导致的用矿需求下降；取缔“地条钢”以来，废钢价格优势显现，钢企废钢应用比例有所提升，铁矿石需求面临进一步下滑局面。预计未来随着废钢比的提升，以及短期内“2+26”限产，铁矿石的过剩程度将进一步加大，进而对铁矿石价格产生抑制。与此同时，环保紧约束将导致钢材社会库存持续处于低位的态势得以维系；需求端，中短期内基建投资将继续发挥托底作用；铁路、公路、水路建设导致的用钢需求在下半年将平稳释放；综上因素，当前的行业和政策形势有望对钢材价格形成有力支撑。虽然，限产一定程度上会对钢铁企业的盈利水平进一步的提高构成障碍，但 2017 年上半年钢铁企业所取得的经营成果将得到保障。考虑到目前钢铁企业毛利边际较厚，2017 年全年，钢铁企业的盈利水平将较 2016 年呈现显著改善。

总体看，下半年用钢需求平稳释放，供给侧的进一步改善将对钢材价格的稳定形成较大保障。预计 2017 年全年，钢铁企业的盈利水平将较 2016 年呈现显著改善。

#### 4. 整体信用风险展望

2017 年，受供给侧改革影响，钢材价格大幅回升；钢铁企业盈利水平、现金流质量和偿债能力指标出现明显改善，行业信用水平显著回升。展望下半年，考虑到冬季限产影响，钢铁行业景气程度将维持较高水平，钢材价格可能维持高位。至 2018 年初，钢铁行业将保持较高毛利水平，现金流状况持续向好；行业信用风险将大幅下降。

## 研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级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评级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。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级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。

本研究报告版权为联合评级所有，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“联合信用评级有限公司”，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，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。