

2017 年钢铁行业分析及展望

一、主要观点

2016~2017 年，国内钢铁行业累计压减产能 1.15 亿吨，已经初步完成“十三五”去产能目标。2017 年 1~11 月，在考虑地条钢产能出清的条件下，全国口径粗钢产量增幅有限；同时，粗钢产量的增幅显著的低于表观消费量的增幅。2014~2016 年，国内钢材社会库存出现显著下降；行业景气度持续上行、钢材价格大幅上涨的背景下，2017 年，钢材社会库存有所增加。2017 年，钢铁行业盈利水平和经营活动现金流的大幅好转，带动资产负债率和带息债务资本化比率显著下行，去杠杆效果开始显现。未来，去杠杆工作有赖于行业稳定盈利以及兼并重组等多方面因素支撑；从这个侧面，我们推测供给侧改革力度不会减小，钢铁行业未来盈利将保持稳定。行业景气度下行促使钢铁企业不断压减成本，但由于钢材价格下行导致的收入规模下降，钢铁行业费用收入比于 2016 年开始下行。近年来，钢铁企业持续强化管理费用控制能力，员工安置对钢铁企业管理成本的压缩起到良好的推动作用。财务成本方面，行业盈利的持续改善带动钢铁企业主动压缩债务负担降低了其利息支出规模；同时，钢铁行业利差下行导致钢铁上市企业融资成本亦呈现好转。

2017 年，铁矿石价格波动下行；国外主流矿山扩产，高品位、低成本铁矿石的持续供应系铁矿石价格下行的根本原因；短期内，政策落地、钢材价格以及钢铁企业开工率系铁矿石价格呈现大幅波动的诱因。2018 年，主流矿山的扩产，国内港口库存持续上升将对铁矿石价格形成较大压力，国内钢铁企业仍将面临宽松的铁矿石供应环境。

2018 年，钢铁相关行业增速表现分化。房地产四季度补库需求旺盛，预计 2018 年房地产行业用钢需求将继续保持稳定。财政收紧及 PPP 加强监管下，基建投资小幅走弱但整体仍然稳健。工程机械增幅收窄，机械用钢小幅微跌。2018 年汽车购置税减免政策取消，明年汽车消费增速或小幅回落。综上，预计 2018 年，国内钢材需求将有小幅回落。

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 2017 年 1~11 月债券发行规模有所下降。级别调整方面，2017 年初以来，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。从级别调整观点来看，除行业景气程度回升以外，上市公司定向增发、资本实力提升、政府或股东支持力度显著提升、产业链条延伸和产品结构多元化系级别调整的主要原因。

未来展望方面，考虑到供给侧改革对钢材供应的控制强度将超过钢材需求的回落，钢材价格将维持高位。2018 年，钢铁行业将保持较高毛利水平，现金流状况持续向好；行业信用风险将明显下降。

二、“三去一降一补”情况

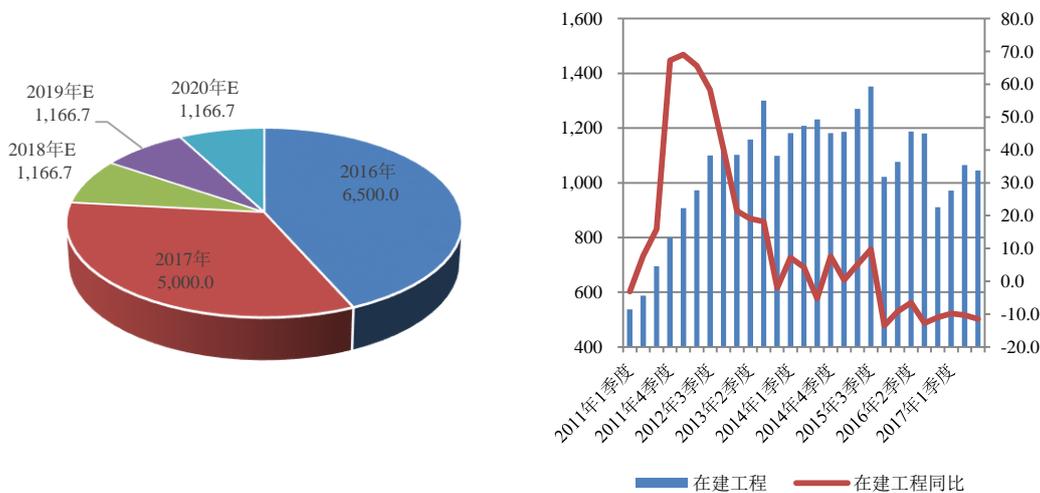
去产能：2016~2017 年，国内钢铁行业累计压减产能 1.15 亿吨，已经初步完成“十三五”去产能目标。如果考虑地条钢产能，近两年，钢铁行业去产能整体规模将超过 2.2 亿吨。在建工程规模的下行，从另一个侧面说明钢铁行业扩张的步伐明显减缓。

2017 年，供给侧改革持续深化，“十三五”去产能目标初步完成。工信部部长苗圩在十

九大期间表示，截至 2017 年 8 月底，国内已提前完成 2017 年全年去产能 5,000 万吨的总目标（不包括地条钢），2016 年以来累计去产能 1.15 亿吨，已初步完成“十三五”压减 1~1.5 亿吨产能的目标。如果考虑地条钢产能，2017 年，去产能规模将超过 1.7 亿吨；2016 年以来，去产能整体规模将超过 2.2 亿吨，已远远超出了 3~5 年减少 1.5 亿吨钢铁产能的目标上限。

从另一个侧面，上市钢铁企业在建工程角度来看：截至 2015 年 3 季度末，上市钢铁企业在建工程规模达到了 1,352.47 亿元的历史高点，在建工程结束了周期性的增长趋势。2015 年 4 季度以来，上市钢铁企业在建工程规模同比持续下行；截至 2017 年 3 季度末，上市钢铁企业在建工程规模为 1,045.05 亿元，同比减少 11.47%。考虑部分钢铁企业在建工程推迟转固的问题，实际在建工程规模还将更小。

图 1 近年来钢铁行业去产能以及上市公司在建工程情况（单位：万吨，亿元，%）

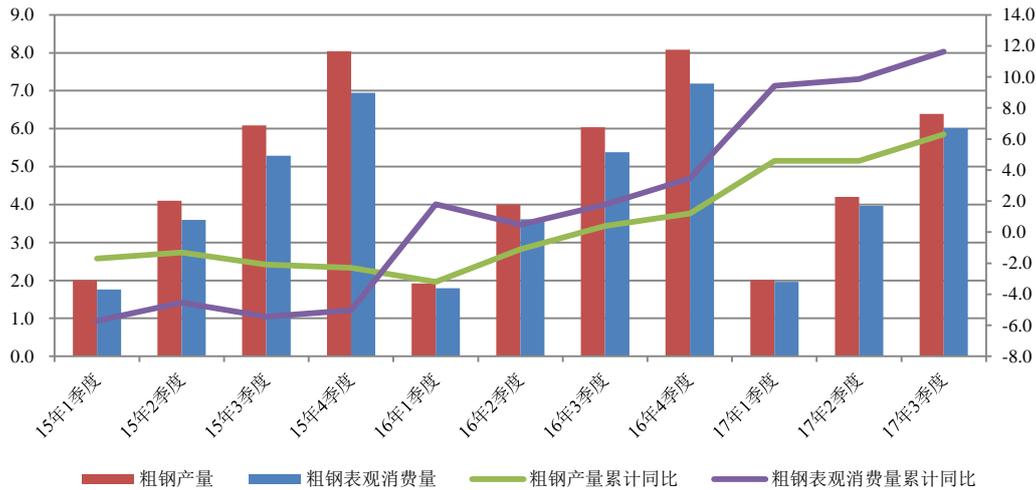


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

去库存：2017 年 1~11 月，在考虑地条钢产能出清的条件下，全国口径粗钢产量增幅有限；同时，粗钢产量的增幅显著的低于表观消费量的增幅。2014~2016 年，国内钢材社会库存出现显著下降；行业景气度持续上行、钢材价格大幅上涨的背景下，2017 年，钢材社会库存有所增加。上市公司库存水平亦称持续下行态势，存货占总资产比例显著下降。

2017 年 1~11 月，国内生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 60,296.5 万吨，70,950 万吨和 90,272.6 万吨，累计同比分别增长了 2.7%、6.1%和 1.1%。数据上看，虽然官方统计口径粗钢产量增幅明显，但考虑到本年度被严打的地条钢产量大幅收缩（地条钢产量未纳入官方统计口径）；2017 年，全国口径粗钢产量增幅有限。

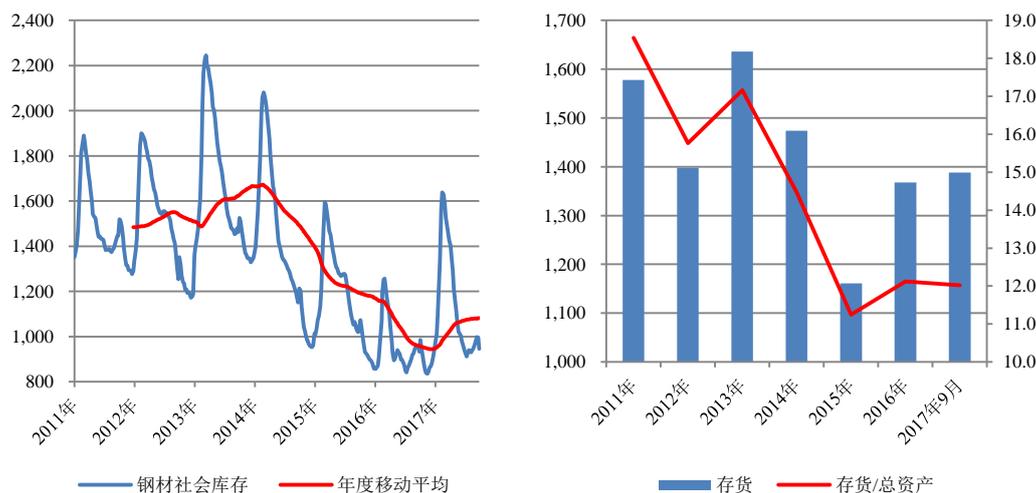
图 2 2015~2017 年 9 月粗钢产量和表观消费量情况（单位：亿吨、%）



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

社会库存方面，由于钢材社会库存具有显著的季节性，我们使用年度移动平均可以很好的展示社会库存的压缩。国内钢材社会库存于 2013~2014 年达到历史高点，2013 年和 2014 年初，国内钢材库存最高分别达到 2,244.63 万吨和 2,081.54 万吨；随着钢铁行业景气程度的持续下滑，国内钢材社会库存出现显著下降。到 2016 年初，钢材社会库存的高点下行约 50% 至 1,257.31 万吨。更重要的是企业库存，截至 2017 年 9 月底，申万钢铁企业存货规模为 1,388.15 亿元，较 2016 年底增长 1.51%，较 2015 年底增长 19.57%；但考虑到近两年来，国内钢材价格上涨幅度远超过 20%，因此我们认为申万钢铁企业实物存货是有所下降的。从存货/总资产情况来看，截至 2017 年 9 月底，申万钢铁企业存货/总资产为 12.02%，虽然较 2015 年底的 11.25% 有所上行，但较 2014 年之前以呈现显著下降。

图 3 2011~2017 年 9 月底钢材社会库存以及企业库存情况（单位：万吨、亿元、%）



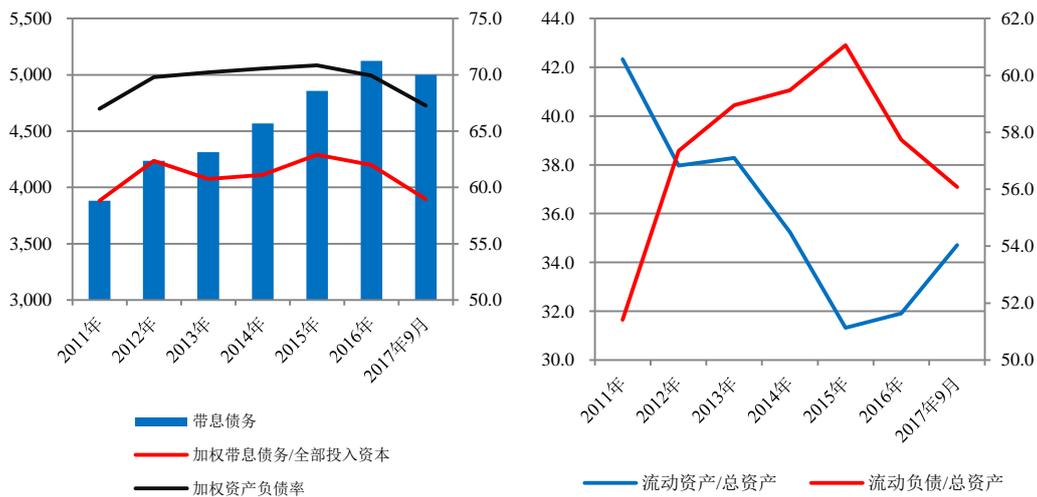
资料来源：Wind，联合评级整理。

去杠杆：2017 年，钢铁行业盈利水平和经营活动现金流的大幅好转，带动资产负债率和带息债务资本化比率显著下行，去杠杆效果开始显现。未来，去杠杆工作行业有赖于行业稳定盈利以及兼并重组等多方面因素支撑；从这个侧面，我们推测供给侧改革力度不会减小，钢铁行业未来盈利将保持稳定。

2011 年以来，上市钢铁企业带息债务处于持续上行通道；截至 2016 年底，上市钢铁企业带息债务合计 5,123.73 亿元，年均复合增长 5.71%。值得注意的是，2016 年，上市钢企带息债务规模的上升主要受到首钢股份的影响；截至 2016 年底，首钢股份带息债务为 563.18 亿元，较 2015 年增长 396.68 亿元；因此，如果剔除首钢股份的影响，2016 年，上市钢铁企业的带息债务规模已经呈现下降态势。截至 2017 年 9 月底，上市钢铁企业带息债务合计 4,999.11 亿元，带息债务规模由升转降。通过观测资产负债率和带息债务资本化比率，我们可以更清晰的看出近两年来上市钢铁企业去杠杆的成效。截至 2017 年 9 月底，上市钢铁企业加权资产负债率和加权带息债务资本化比率分别为 67.26% 和 58.96%，已经降至 2012 年以前的水平，较历史高点的 2015 年，分别下降 3.57 和 3.95 个百分点。

此外，由于钢铁行业属于重资产行业，其资产构成以固定资产为核心，行业财务结构始终处于不合理范畴。但自 2016 年以来，该现象也出现一定程度的改观，截至 2017 年 9 月底，上市钢铁企业流动资产/总资产和流动负债/总资产分别为 34.72% 和 56.07%，两者间差距为 21.36 个百分点，较 2015 年底的 29.73 个百分点显著下降。我们认为，除因钢材价格上升导致的存货账面价值上升以外，二者差额下降的另一个原因也系流动负债的减少。

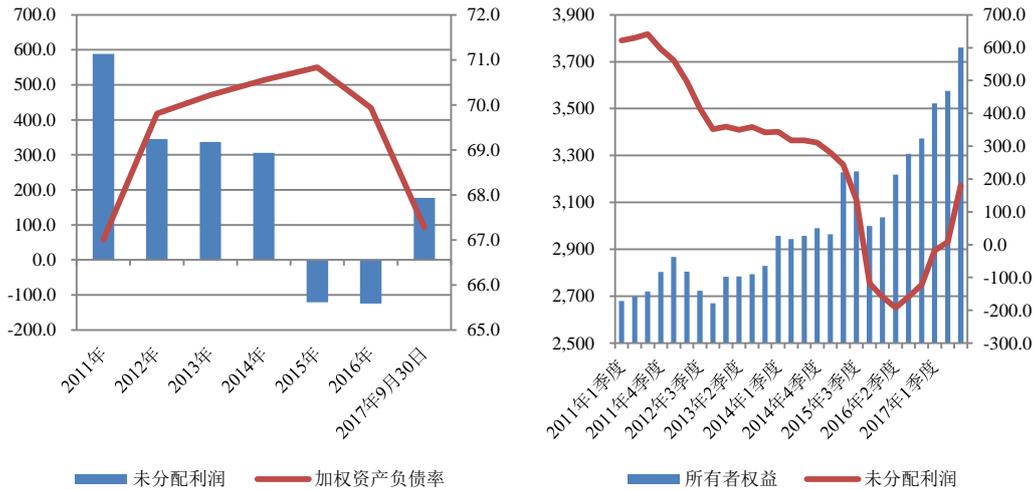
图 4 2011~2017 年 9 月底企业财务结构、资本结构和债务情况（单位：%、亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理。

2017 年 1~9 月，钢铁企业盈利水平大幅提升。截至 2017 年 9 月底，钢铁行业上市公司未分配利润规模大幅上涨至 179.32 亿元，较上年同期增加 338.10 亿元；目前钢铁行业透过行业盈利实现所有者权益修复，并达到修复经营杠杆的目的。目前，上市钢铁企业加权资产负债率为 67.26%，较 60% 的目标尚有一段距离，如果单纯依靠行业盈利对经营杠杆持续修复的难度较大。未来，钢铁行业去杠杆工作取决于一下两个方面：行业稳定盈利，以及行业内的兼并重组（包括债务重组、债转股）等工作。

图 5 2011~2017 年 9 月底钢铁企业资产负债率和所有者权益情况（单位：%、亿元）

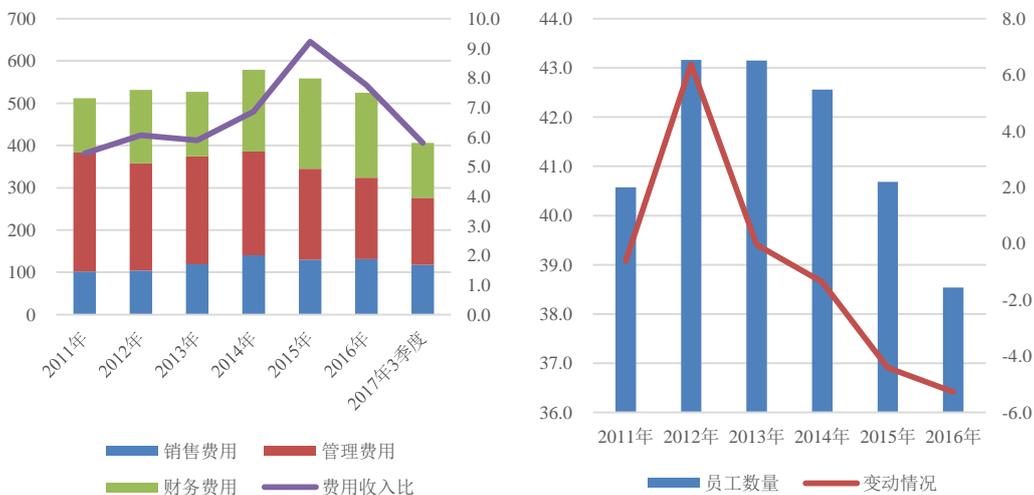


资料来源：Wind，联合评级整理。

降成本：行业景气度下行促使钢铁企业不断压减成本，但由于钢材价格下行导致的收入规模下降，钢铁行业费用收入比于 2016 年开始下行。近年来，钢铁企业持续强化管理费用控制能力，员工安置对钢铁企业管理成本的压缩起到良好的推动作用。财务成本方面，行业盈利的持续改善带动钢铁企业主动压缩债务负担降低了其利息支出规模；同时，钢铁行业利差下行导致钢铁上市企业融资成本亦呈现好转。

对于降成本层面，考验企业成本控制能力，主要在于三费控制能力，但由于销售费用往往和销售情况密切相关，运费在其中占有不小的比例，具有天然的顺周期特征，销售费用不做特别关注，三费控制能力重点考核管理费用和财务费用。2014~2015 年，随着钢材价格大幅下降，2015 年上市公司营业收入总额大幅下降，钢铁行业费用收入比大幅提升。2015 年钢铁行业费用收入比 9.12%，达到 2011 年以来的最高点；其中，销售费率、管理费率 and 财务费率分别为 2.24%、3.94% 和 2.94%。随着 2016 年三季度以来，钢材价格大幅上涨，上市公司营业收入总额大幅上涨，2016 年钢铁行业费用收入比 8.38%，同比小幅下降 0.75 个百分点。2017 年 1~9 月，行业费用收入比 8.63%，较上年同期下降 1.77% 个百分点。从费用收入比的历史区间来看，目前上市公司的费用收入比已降至 2012 年到 2013 年的区间水平。

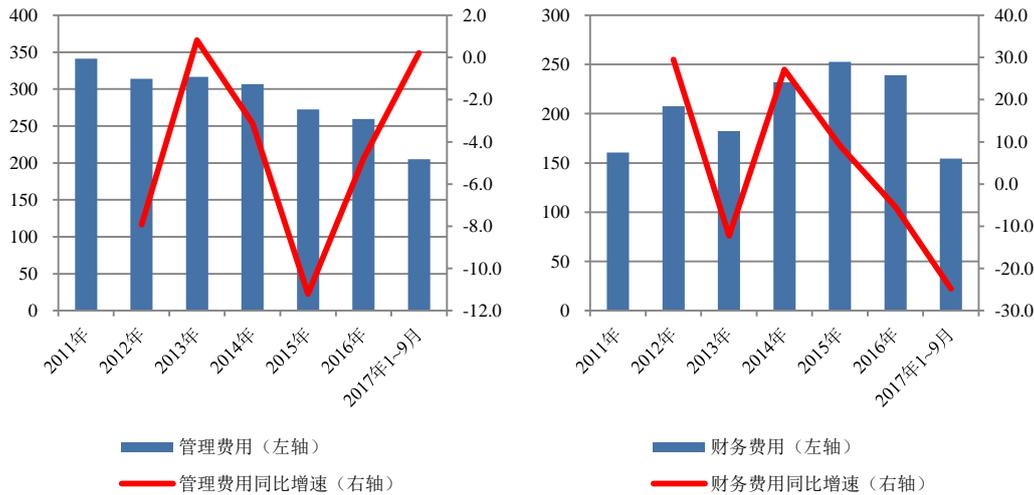
图 6 2011~2017 年三季度钢铁企业期间费用总额和员工数量情况（单位：亿元、%、万人）



资料来源: wind

近年来,钢铁企业持续强化管理费用控制能力;在行业景气度的持续下行的 2012~2015 年,行业内上市公司管理费用得到持续压缩。2017 年 1~9 月,钢铁上市企业管理费用合计 205.18 亿元,同比减少 0.22%;考虑到管理费用具备一定顺周期性,盈利修复的背景下管理费用降幅显著收窄但仍保持下行态势,从一个侧面说明成本控制依然为钢铁企业管理的核心之一。

图 7 钢铁企业管理费用和财务费用情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理。

在财务费用方面,2013~2015 年,多因素导致的行业产能过剩凸显,使钢铁行业出现大面积亏损情况;风险溢价上行以及债务规模的升高导致上市钢铁企业财务费用显著增长。2015 年,上市公司费用总额达 252.77 亿元,系 2011 年以来的最高点;伴随着钢铁行业供给侧结构性改革的推进,行业供需改善明显,2016 年,上市钢铁企业财务费用为 239.18 亿元,同比下降 5.38%。2017 年以来,随着行业盈利的持续改善,钢铁企业主动压缩债务负担;同时,钢铁行业利差下行导致钢铁上市企业融资环境显著好转。2017 年 1~9 月,上市钢铁企业财务费用合计 154.29 亿元,同比大幅减少 24.97%。

补短板: 2016 年,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。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,中钢协也明确后续以兼并重组为重点的行业发展方向。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。

国内钢铁行业短板之一为行业集中度,2015 年,钢铁行业产业集中度下滑至 34.29%;经国务院批准后,宝钢和武钢于 2016 年 12 月举行了中国宝武钢铁集团成立大会;2016 年,国内钢铁企业行业集中度回升至 35.87%;预计完成合并后的宝武钢铁将使得钢铁行业 2017 年行业集中度提升至 37~39% 以上。根据《钢铁工业调整升级规划(2016~2020 年)》(本节以下简称“规划”),到 2020 年,钢铁行业 CR10 将达到 60%，“十三五”期间累计提高行业集中度 25 个百分点。同时,考虑到中央对钢铁行业“多兼并重组,少破产清算”治理方案

不变，行业集中度的提高主要依赖于大型钢铁企业的兼并重组。

表 1 2017 年钢铁行业重大重整案例

宝钢集团 武钢集团	经报国务院批准，宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）公司实施联合重组，组建“中国宝武钢铁集团有限公司”，武钢集团股权将无偿划转至中国宝武集团，宝钢股份向武钢股份全体换股股东发行 A 股股票，换股吸收合并武钢股份，换股比例 1:0.56。
沈文荣 本钢板材 东北特钢	沙钢股份实际控制人沈文荣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钢集团的破产重整，锦程沙洲将出资近 45 亿元进行投资，占重整后东北特钢集团约 43% 的股权；此外，本钢板材拟以自有资金对东北特钢集团进行增资，占重整后东北特钢集团约 10% 的股权。2017 年 8 月，东北特钢集团召开债权人会议，审议通过了本次重整计划，大连中级人民法院裁定通过本次重整计划；9 月，国防科工局批复同意本次重整的军工事项审查；12 月，商务部反垄断局回函通过本次重整的反垄断审查。截至目前，东北特钢集团破产重组实施顺利，方案将进入最后的执行阶段。
四源合基金 重庆钢铁	重庆钢铁发布公告称，四源合基金与重庆战新基金看好重庆钢铁司法重整后的发展前景，拟共同出资设立钢铁平台公司作为投资人参与重庆钢铁的破产重整。四源合基金成立于 2017 年 4 月，发起股东中国宝武集团、美国 WL 罗斯公司、中美绿色基金、招商局金融集团持股比例分别为 25%、26%、25%、24%。
建龙集团 北满特钢	9 月 28 日，东北特钢集团北满特殊钢有限责任公司、齐齐哈尔北兴特殊钢有限责任公司、齐齐哈尔北方锻钢制造有限责任公司（统称北满特钢）的重整计划草案获得一次性表决通过，建龙集团正式入主北满特钢，成为实际控制人并进入重整计划执行。

资料来源：联合评级根据公开资料整理。

三、行业主要上下游情况

铁矿石：2017 年，铁矿石价格波动下行；国外主流矿山扩产，高品位、低成本铁矿石的持续供应系铁矿石价格下行的根本原因；短期内，政策落地、钢材价格以及钢铁企业开工率系铁矿石价格呈现大幅波动的诱因。2018 年，主流矿山的扩产，国内港口库存持续上升将对铁矿石价格形成较大压力，国内钢铁企业仍将面临宽松的铁矿石供应环境。

2017 年，铁矿石价格运行特征表现为：整体下行，波动剧烈。进口 62% 铁矿石为例，截至 2017 年底，铁矿石含税价为 569.23 元/吨，较年初下跌约 100 元/吨，跌幅为 14.46%；2017 年年内最大价差约为 325 元/吨，波动幅度达到了 50%。我们认为港口库存的稳定攀升系铁矿石价格下行的主要原因之一，而铁矿石价格的大幅波动则很大程度上受行业政策、钢材利润、钢材库存等因素影响。

图 8 2016~2017 年国产和进口铁矿石价格情况（单位：元/吨）

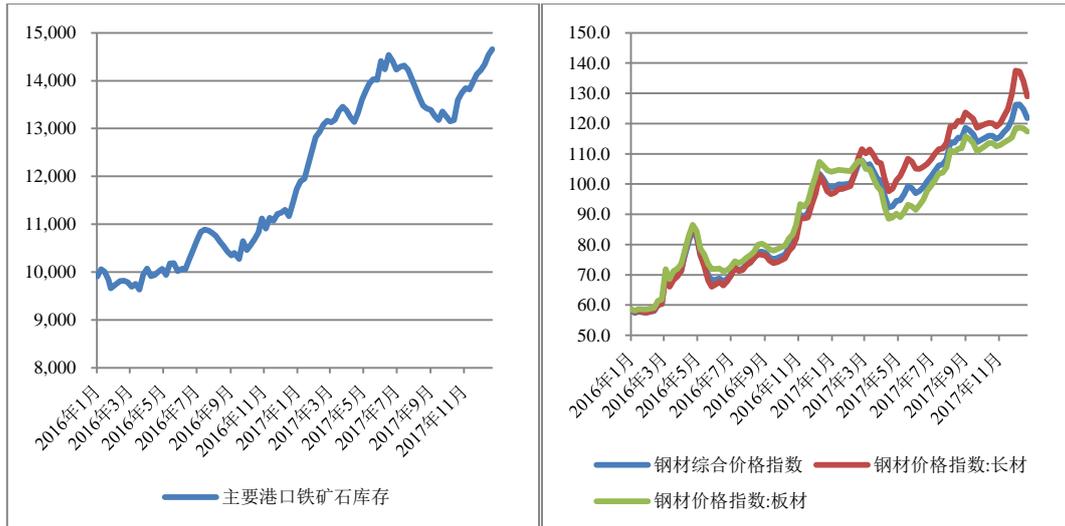


资料来源: 中国钢铁工业协会, 联合评级整理。

2016~2017 年, 主要港口铁矿石库存整体呈持续上升态势; 截至 2017 年底, 主要港口铁矿石库存上升至 14,655.10 万吨, 较年初上升 47.94%。近两年, 铁矿石库存上升和下游钢铁行业景气度回升, 港口主动补库存不无关系; 但我们认为, 目前, 铁矿石港口库存持续高企主要系进口铁矿石对国内铁矿石的替代。更进一步的, 国际主流矿山处于持续扩产通道, 低成本矿山达产系铁矿石价格下行的核心。

每年年初系澳洲和巴西发货的年内低谷; 同时, 伴随着 2017 年 1 季度钢材价格的快速上行, 粗钢利润走高, 钢铁企业开工率持续回升, 带动铁矿石需求回暖。2017 年 1 季度, 钢材综合价格指数均值为 102.80 点, 较 2016 年 4 季度上升 13.55%; 同期, 铁矿石价格亦于 3 月中旬上行至 754.15 元/吨的年内高点。2017 年 2 季度, 房地产调控政策加码导致的市场悲观情绪, 以及需求不及预期等因素导致钢材价格下跌, 高炉开工率也随之下行; 港口铁矿石库存大幅攀升, 最终导致铁矿石价格从年内高点大幅下跌 41.44% 至 458.80 元/吨。2017 年 3~4 季度, 地条钢彻底取缔、年度去产能工作提前完成、各类督查 (包括环保) 陆续开展以及需求托底, 上述原因共同导致钢材价格大幅上行; 2017 年 12 月, 钢材综合价格指数均值上行至 124.05 点, 较 2 季度均值提高 27.95%。铁矿石价格虽仍存波动, 但波动幅度显著收窄; 截至 2017 年底, 铁矿石含税价为 569.23 元/吨, 较年中低点反弹 24.07%。

图 9 2016~2017 年国产和进口铁矿石价格情况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 中国钢铁工业协会, 联合评级整理。

就目前主流矿山所披露产量计划来看:2018 年,淡水河谷的 S11D 项目将继续释放产能,保守估计将比 2017 年增产 3,000 万吨;力拓的 Silvergrass 项目 2018 年年产量预计也可达到 1,000 万吨;此外,必和必拓的将有 1,000 万吨的产能扩张预期。基于此,我们预计,2018 年主流矿上铁矿石供应量将进一步提升至 11.80 亿吨,较 2017 年增长 4.42%。同时,从主流矿山达产项目来看,低成本、高品位将主导短期内的铁矿石供应。

表 2 2017 年主要矿山扩产计划(单位:亿吨,%)

矿山	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 E	2018 年 E
RIO-Pilbara	2.88	3.25	3.35	3.4	3.5
BHP-WAIO	2.04	2.33	2.27	2.6	2.7
FMG	1.24	1.65	1.65	1.65	1.65
Vale	3.32	3.4	3.45	3.65	3.95
合计	9.48	10.63	10.72	11.30	11.80
变动	17.76	12.13	0.85	5.41	4.42

资料来源:公开资料,联合评级整理。

2018 年,钢铁相关行业增速表现分化。房地产四季度补库需求旺盛,预计 2018 年房地产行业用钢需求将继续保持稳定。财政收紧及 PPP 加强监管下,基建投资小幅走弱但整体仍然稳健。工程机械增幅收窄,机械用钢小幅微跌。2018 年汽车购置税减免政策取消,明年汽车消费增速或小幅回落。

表 3 2010~2017 年 10 月主要下游增速情况(单位:%、百分点)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	同比	1~10 月	同比
地产投资完成额	22.06	20.28	11.10	2.50	6.80	4.3	7.8	1.2
基建投资完成额	13.70	21.21	20.29	17.29	15.71	-1.6	15.8	1.7
挖掘机产量	-34.36	1.40	-13.82	-23.40	19.40	42.8	65.8	54.40
汽车产量	6.30	18.40	7.10	2.70	13.10	10.4	5.3	-7.4
空调产量	4.90	11.63	11.50	0.00	4.50	4.5	13.5	-5.7
电冰箱产量	-3.10	10.63	-1.00	-1.90	4.60	6.5	13.7	11.4

洗衣机产量	1.40	8.16	-3.30	0.70	4.90	4.2	3.9	--0.1
-------	------	------	-------	------	------	-----	-----	-------

资料来源：公开资料，国家统计局，联合评级整理。

2017 年，全国铁路行业完成固定资产投资 8,010 亿元，新开工项目 35 个，投产新线 3,038 公里；除投产新线大幅超出 2,100 公里的年初目标以外，2017 年，全国铁路发展基本符合年初目标。中国铁路总公司于 2018 年 1 月 2 日召开工作会议指出，2018 年全国铁路固定资产投资计划为 7,320 亿元，投产新线计划为 4,000 公里。本次会议强调了 2020 年全国铁路营业里程要达到 15 万公里左右的目标，根据目前的通车里程和 2018 年的规划测算，2019~2020 年均铁路通车里程需达到 9,500 公里左右，建设压力较大，2018 年实际投资有超预期的可能。预计铁路建设收入温和降速，新签订单将维持稳健。

受 2016 年房地产调控影响，2017 年，市场对房地产投资增速普遍预期不足。在商品房低库存的背景下，房屋新开工温和增长，对地产投资端起到了支撑。考虑到四季度房企补库存需求依然旺盛，投资端仍将维持强韧性。此外，今年热点一二线城市土地成交量至少增加 30%，且租赁住房建设将进一步提振一二线城市新开工增速 10 个百分点以上，2018 年全国房地产新开工面积同比增速有望大幅提升。

2017 年 1~10 月，基建投资同比增长 15.9%；2017 年 10 月，单月基建投资保持强劲，从上月的 14.7% 继续攀升至 15.7%。由于 PPP 项目占比较低，基建投资增速受 PPP 管控加强影响较小，监管趋严不改基建投资稳健增长。展望 2018 年，由于财政赤字目标将维持今年占国内生产总值 3% 的水平，但地方政府债净发行继续减速；明年名义基建投资增速预计从今年 25% 降至 15~20%。

机械行业今年同样受益于房地产和基建投资回升及去年低基数效应，2017 年 1~10 月，电气机械及器材制造业、通用设备制造业和运输设备制造业累计同比增幅分别达到 10.7%、11.1% 和 5.2%，增速明显高于去年同期。工程机械今年在新增需求和替换需求的双重驱动下迎来久违的繁荣局面，截至 2017 年 9 月底，主要企业起重机累计同比增长 120.47%；挖掘机销量累计同比增 100.15%，当月同比已经连续 6 月维持在 90% 以上。并且，由于 2008~2011 年机械设备销售高峰时期出售的设备在 2017~2019 年将集中迎来替换期，预期工程机械的销量增长将具备韧性，为板材的销售提供支撑。

2017 年初以来，汽车产销增速明显放缓，1~10 月，全国汽车产销量分别达到 1,955.3 万辆和 1,950.2 万辆，同比增长 2.34% 和 2.13%；且 10 月产量当月同比已经转负，销量当月同比下滑至低位，需求稍显疲弱。汽车购置税政策 2018 年 1 月 1 日起将退出的消息刺激今年销售，可能透支了部分销售需求，明年预计销售将继续走弱。

四、债市回顾

1. 2017 年债券发行情况

截至 2017 年 12 月 20 日，钢铁行业 2017 年共发行各类型债券 87 只，发债总额 1,520.40 亿元。从债券类型来看，超短期融资债券 35 只（合计 617.00 亿元），一般短期融资债券 15 只（合计 260.00 亿元），一般中期票据 27 只（合计 485.00 亿元），私募债券 2 只（合计 43.00 亿元），可交换公司债 2 只（合计 60.00 亿元）。从发债主体级别情况来看，2017 年，钢铁行业发债主体共 16 家；其中，AAA 主体 10 家（占 62.50%），AA+ 主体 4 家（占 25.00%），AA 主体 2 家（占 12.50%）。

2. 2017 年债券到期兑付情况

2017 年，钢铁行业共计 84 只债券到期，到期债券金额合计 1,690.70 亿元；截至 2017 年 12 月 20 日，上述债券均已完成兑付。值得注意的是，此前主体级别被下调至 CC 的中国中钢股份有限公司结束了其“10 中钢债”长达 22 个月的回售登记申请，并于 2017 年 10 月 20 日完成全部 20 亿元债券的回售工作。

3. 2017 年级别迁移情况

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。

截至 2017 年 9 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 1~9 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 4 钢铁行业主体信用等级迁移情况

		截至 2017 年 9 月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，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（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 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、一高线升级改造工程项目、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条回 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条回 AA，维持评级展望为稳定，维持上述债券信用等级为 AA。

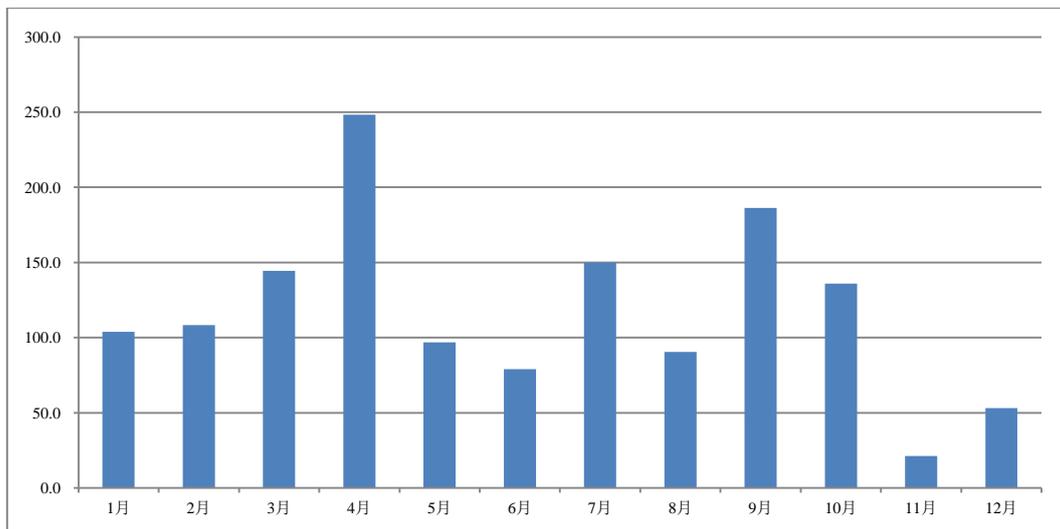
点评：

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。

4. 2018 年债券到期情况

2018 年，钢铁行业到期债券数量为 89 只，合计到期总额为 1,418.30 亿元，涉及到期债券主体 29 个。从期限分布情况来看，1~4 月，钢铁行业债券到期集中度较高。从各主体情况来看，山东钢铁集团有限公司、首钢集团有限公司、河钢集团有限公司以及鞍山钢铁集团有限公司到期债权规模较大，分别为 290 亿元、285 亿元、189 亿元和 130 亿元。

图 10 2018 年债券到期兑付情况



资料来源：Wind，公开资料，联合评级整理。

五、2018 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。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。

总体看，随着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

2018 年，钢铁相关行业增速表现分化。房地产四季度补库需求旺盛，预计 2018 年房地产行业用钢需求将继续保持稳定。财政收紧及 PPP 加强监管下，基建投资小幅走弱但整体仍然稳健。工程机械增幅收窄，机械用钢小幅微跌。2018 年汽车购置税减免政策取消，明年汽车消费增速或小幅回落。

总体看，中短期内地产、基建投资将整体保持稳定，并继续发挥托底作用。预计 2018 年，国内钢材需求将有小幅回落。

3. 钢铁企业盈利展望

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 1~11 月钢铁企业所取得的经营成果将得到保障。2018 年，受整体库存水平较低，需求放缓两方面因素影响，国内钢材价格将保持高位震荡态势。考虑到 2017 年以来，较高的产品价格大幅提升了行业毛利边际；因此，钢铁行业在 2018 年仍将保持良好的经营业绩，行业盈利规模仍将维持高位；但行业盈利规模的增幅有限。

总体看，2017 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；2017 年，钢铁企业的盈利水平将较 2016 年呈现显著改善。2018 年，受供需平衡以及持续推进的供给侧改革影响，国内钢铁行业仍将保持良好的经营业绩，盈利规模仍将维持高位。

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。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。2018 年，钢铁行业将保持较高利润水平，现金流状况持续向好；行业信用风险将继续大幅下降。

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。