

钢铁企业该如何熬过寒冬

2024 年 5 月 31 日

要点

- 标普信评发现，受需求不足、供给刚性、原材料价格居高不下等因素影响，钢铁行业景气程度低迷，钢铁企业利润在低位徘徊，财务杠杆承压。
- 样本钢企整体财务韧性强于供给侧改革前夕，但企业间存在分化。宝钢股份和中信特钢的财务韧性持续保持在行业内的优秀水平；湖南钢铁和鞍山钢铁盈利能力和债务负担均较供给侧改革前夕有明显改善；而安阳钢铁、凌源钢铁、柳钢集团及柳钢股份等部分企业盈利能力不佳，且自身债务负担较重，在周期下行过程中财务压力陡增。多数样本企业短期流动性压力可控，但部分企业存在较大的到期压力。
- 我们预计，钢铁行业 2024 年的需求复苏仍不乐观，利润修复有赖于更加节制的供给，幅度或仍不明显。行业的生存发展仍然以成本管控为基本面，但未来竞争的着眼点将更多地向技术创新、产品性能提升等方面转移，能够不断提升产品力的钢铁企业将在行业发展中展现出更强的韧性。
- 国务院《节能降碳行动方案》发布，钢铁结构性优化调整方向进一步明确和强化。我们预计在本轮下行周期中，缺乏成本和产品优势、设备规模小、环保不达标的中小型钢铁企业将面临加速淘汰风险，行业产能进一步出清。更具规模和资金优势的头部企业会开展更多兼并重组动作，行业集中度仍会继续上升，有利于提高头部企业的竞争力以及行业整体的议价能力。

分析师

焦迪

北京

+86-10 6516 6039

dj.jiao@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86-10 6516 6038

lei.wang@spgchinaratings.cn

2024 年 5 月 29 日，国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》的通知，文件指出到 2025 年底钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出，全国 80% 以上钢铁产能完成超低排放改造，钢铁结构性优化调整方向进一步明确和强化。

受到地产行业深度下行等因素的影响，近年来国内钢铁需求连续下滑，钢价整体走弱。同时，原材料成本依然高企，不断挤压行业利润空间，行业利润已跌落至供给侧改革前夕水平，钢铁企业经营面临严峻的挑战，行业整体“过冬”。本文通过分析钢铁行业的现状，结合 20 余家样本企业（名录请参阅附录）的相关表现，探究样本钢铁企业的财务压力情况，并对钢铁行业的后续发展进行展望。

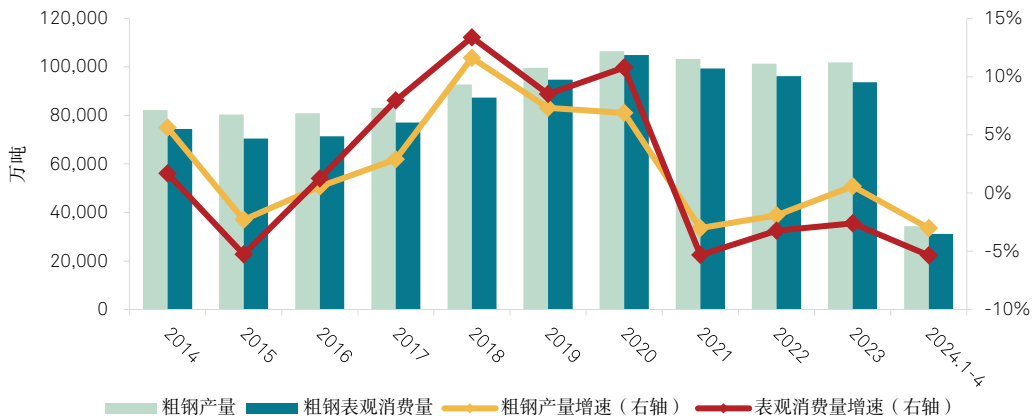
现状：供需双弱，行业景气程度低迷，财务杠杆承压

钢铁行业作为国民经济的重要基础产业，其需求强弱与宏观经济环境和主要下游行业的景气程度息息相关。受到地产行业深度下行等因素的影响，近年来国内钢铁需求连续下滑，粗钢表观消费量在 2020 年达到顶峰后持续回落。与需求相较，行业供给则表现出一定的刚性，虽然钢铁行业经历了大

规模的去产能阶段，但国内钢铁产能仍然过剩，且经过多年的更新置换，存量产能整体的生产效率也更高，行业整体呈现供过于求局面。

图1

钢铁消费量近年呈下降趋势，而产量仍具一定刚性

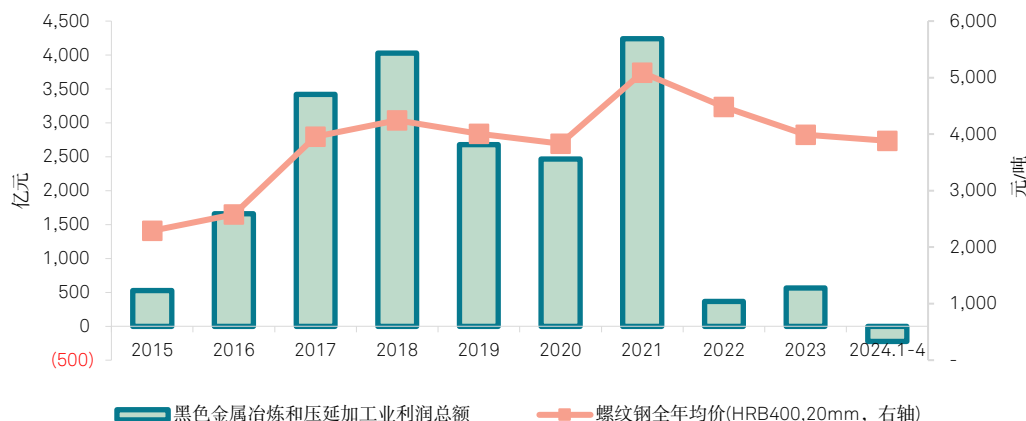


资料来源: Wind, 标普信评。
 版权©2024标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

受需求不足、供给刚性、原材料价格居高不下等因素影响，钢铁行业景气程度低迷，钢铁企业利润在低位徘徊，财务杠杆承压。钢价自2021年的高位回落，2024年螺纹钢已降至行业历史中枢水平附近，而包括铁矿石和双焦在内的原材料价格仍处于明显高于历史平均水平。根据国家统计局数据，黑色金属冶炼和压延加工业利润总额自2022年起大幅下行，已接近供给侧改革前夕的低位，行业整体亏损面扩大。受此影响，钢铁企业财务杠杆明显上升，2023年样本企业财务杠杆已处于过去十年的相对高位。

图2

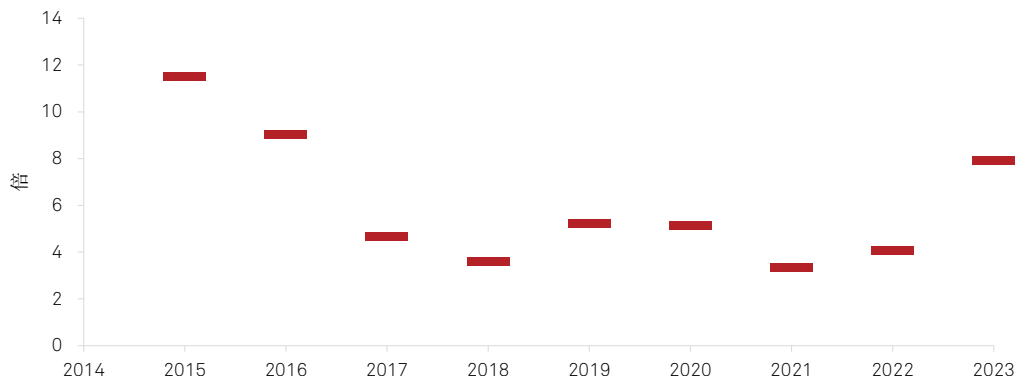
钢价回落，行业利润低位徘徊



资料来源: Wind, 国家统计局, 标普信评。
 版权©2024标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

图3

钢铁行业财务杠杆承压



注：图中数据为钢铁样本企业经调整债务/EBITDA中位数。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

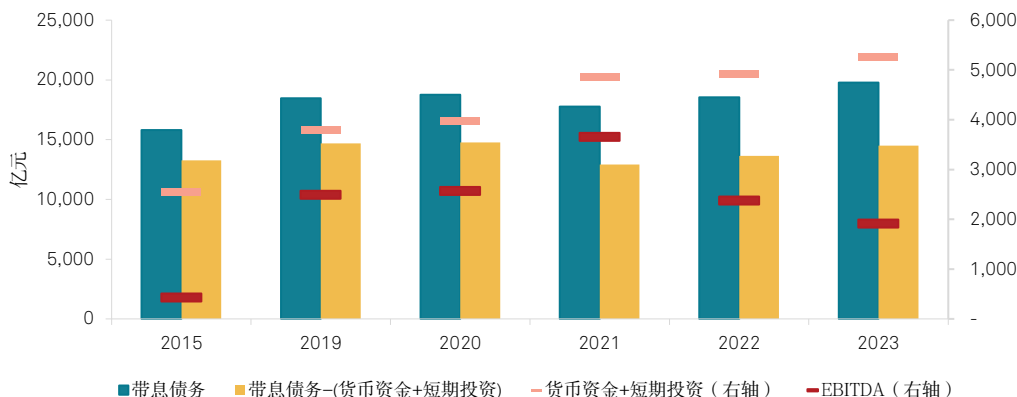
头部钢企更具财务抗压能力，部分钢企则承压明显

整体财务韧性强于供给侧改革前夕

我们认为，样本钢企整体的财务韧性仍强于供给侧改革前夕，这得益于样本钢企普遍具有更强的规模效应、管理能力和金融资源等。我们观察到，虽然2023年全行业的整体利润已接近2015年水平，但样本企业的利润总额占行业利润的127%，反映出钢铁产业具有较明显的头部效应，亏损主体更多集中于非发债的中小企业。同时，样本钢企EBITDA生成能力强于2015年，企业的在手资金也明显高于供给侧改革前夕，我们认为这主要源自于行业产能置换升级、成本管理和效率改善、资源的进一步整合，以及在景气周期过程中的积累等多重因素。

图4

行业EBITDA和在手资金好于供给侧改革前夕



资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

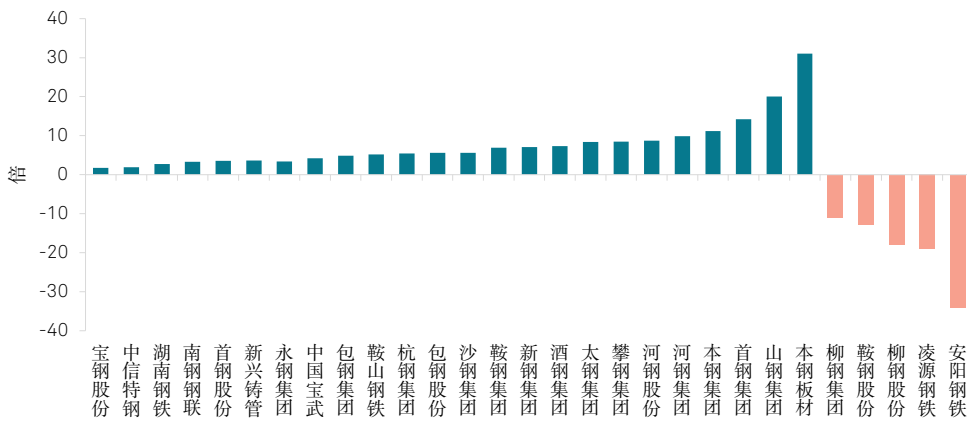
企业间财务压力存在分化

在样本企业中，宝钢股份、中信特钢的财务杠杆保持在行业低位，这源于这两家企业在 EBITDA 生成能力和维持低水平的债务规模方面表现优秀。宝钢股份和中信特钢均具有较高的产品附加值，且人员负担不重，运营效率良好，在经历周期波动时的财务韧性更强。从上轮周期底部的变化情况看，部分企业盈利能力和债务负担均较供给侧改革前夕有显著改善，财务韧性较上轮低谷时期明显增强，如湖南钢铁和鞍山钢铁等。

然而，部分企业盈利能力不佳，且自身债务负担较重，在周期下行过程中 EBITDA 和财务杠杆波动剧烈，财务压力陡增，如安阳钢铁、凌源钢铁、柳钢集团及柳钢股份等。也有一些企业因开展产能搬迁、升级改造等大规模资本支出，在前期行业景气过程中降杠杆速度较慢，或债务规模进一步抬升，使得其在本轮周期波动中财务杠杆承压明显，如河钢集团及河钢股份、首钢集团和山钢集团等。

图5

2021-2023年钢铁企业三年平均债务/EBITDA



资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

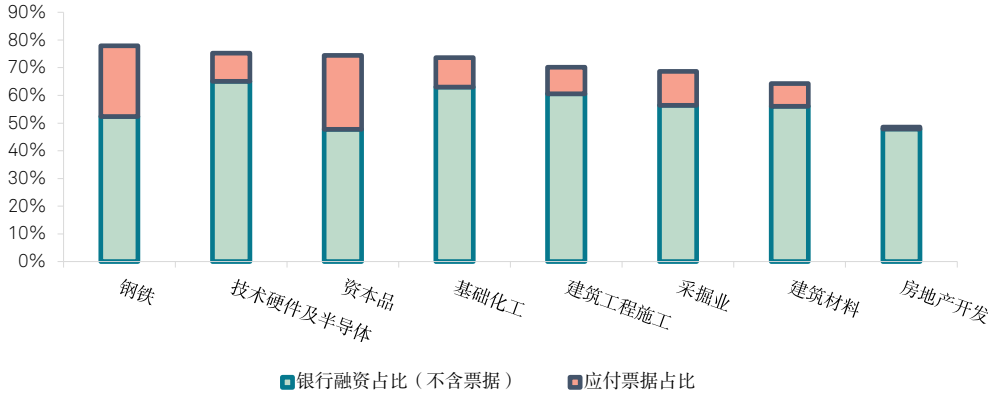
银行融资占比高，债务融资稳定性良好

我们认为，较高比例的银行融资有利于钢铁企业保持债务融资的持续性和稳定性。我们观察到，截至2023年末，样本钢铁企业债务结构中银行融资占比约为78%，在标普信评周期性行业样本企业中处于较高水平，对债券和非标等融资形式依赖度不高。作为重要的基础性工业行业，钢铁产业对地方经济、税收、就业等方面普遍具有正面支持作用，且样本钢铁企业以国有背景居多，一般情况下在区域内具备良好的规模优势，虽然周期性显著，但金融机构对区域内重点钢企的信贷支持较为稳定。在这样的债务结构下，我们认为债券市场波动对钢铁企业整体再融资稳定性的影响相对温和。

但我们也观察到，与其他周期性行业相比，钢铁企业票据融资在债务结构中的占比较高，在带息债务中的平均比例约为26%。票据融资具有成本低、灵活性高等优点，能够满足钢铁企业降低融资成本、拉长付款周期等需求，但票据融资也兼具短期性、存在管理成本等特征，这也对钢铁企业的营运资金管理提出了一定的挑战。

图6

钢铁企业银行融资（含票据）占比较高



注：数据为2023年周期性行业样本企业银行融资（含票据）在带息负债中的占比平均值。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

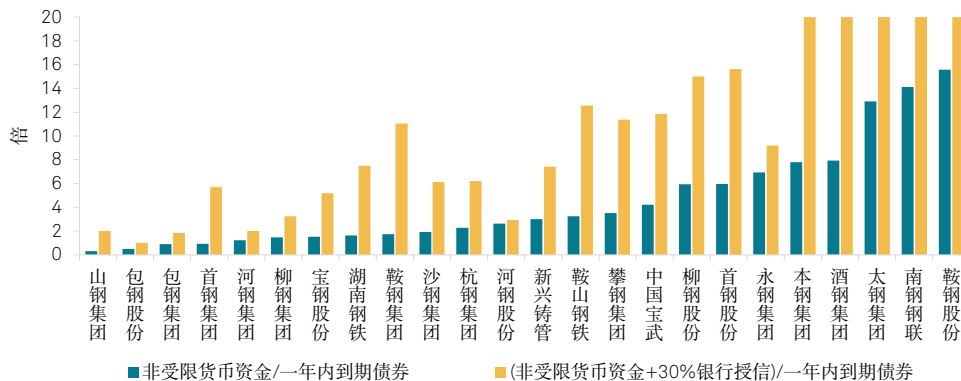
多数企业短期流动性压力可控，但部分企业存在较大的到期压力

钢铁行业整体的债务期限结构偏短，长期融资比例较低，这与钢铁生产销售回款运营周期较短，且新增产能受限、长期性的资本开支强度尚可等因素有关。虽然这种债务期限结构的健康程度不及以长期融资为主的行业，但考虑到钢铁企业银行融资占比较高且相对稳定，我们认为企业的再融资压力更多体现在公开市场债券融资方面，这部分资金较易受到市场波动、投资者情绪等因素的影响。

我们测算了样本企业非受限货币资金对一年内到期债券的覆盖情况，多数样本企业可以超过1倍，但山钢集团、包钢股份及包钢集团、首钢集团短期债券到期规模大，资金覆盖程度不足1倍。考虑30%的银行剩余授信额度后，山钢集团、包钢集团和首钢集团可以达到1.5倍以上，但包钢股份仍然仅在1倍附近，面临较大的再融资压力。

图7

钢铁企业短期公开市场债券到期压力



注：非受限货币资金截至2024年3月末，一年内债券到期截至2024年5月7日，部分样本企业无一年内到期债券；大于20倍的覆盖情况不再详细展示。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望：利润修复仍不明显，行业长期发展依靠提质增效

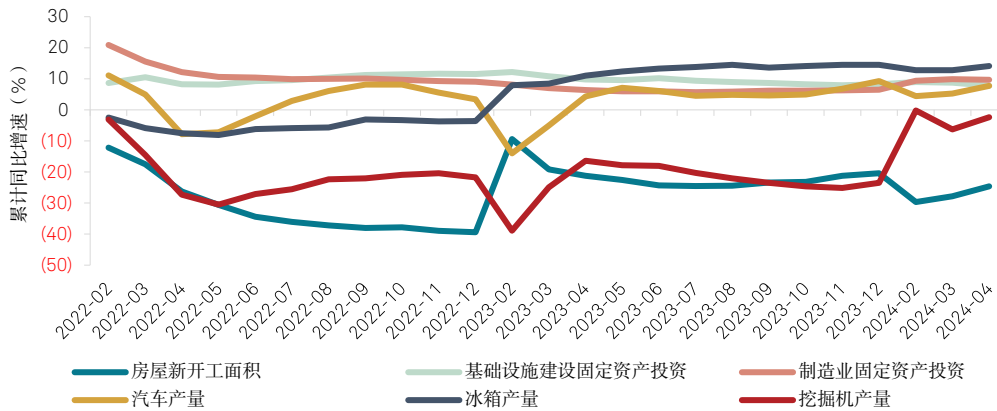
需求复苏前景不明朗，利润修复有赖于更加节制的供给

我们预计，2024 年钢铁行业需求在地产的拖累下仍不乐观，但拖累效应有所减弱。2024 年 1-4 月，钢铁行业的主要下游表现中，房地产新开工面积和挖掘机产量分别下滑 24.6% 和 2.4%，其中挖掘机产量降幅较上年明显收窄。基建固定资产投资、制造业固定资产投资和汽车产量同比增速分别为 7.8%、9.7% 和 7.7%。此外，尽管内需不足，但钢铁行业出口延续上年的较高水平，1-4 月钢材出口量同比增长 27%，对钢铁整体需求构成重要补充。

我们认为，房地产行业刺激政策的释放对稳定钢材需求具有积极意义，但政策从销售端传导至建设端的链条和周期较长，需先经历踩稳销售额、扩充土地储备等阶段，开、施工端或才能有望企稳，而房地产行业销售复苏前景仍不明朗，短期内地产用钢量或仍呈下滑趋势。但乐观的因素是，由于近年地产用钢量持续下滑，房建用钢比重已较前期高位明显下降，而基建和制造业的贡献持续上升，我们预计这或将逐步对冲地产用钢需求疲弱的影响。

图8

房地产仍有拖累，基建、制造业需求稳步增长



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

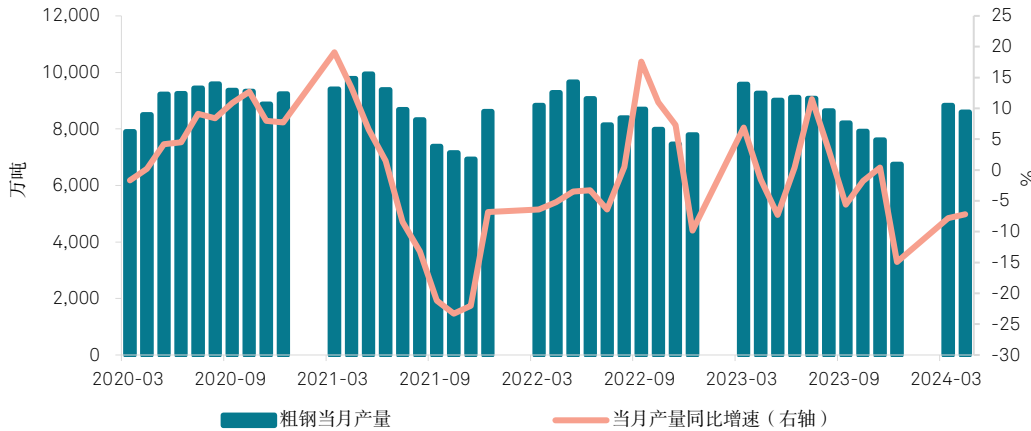
我们认为，从需求、供给、成本三个维度来看，供给是行业利润修复更为关键之所在。这是因为，需求复苏的过程可能较为漫长，成本端深受全球市场波动的影响，其定价机制复杂多变，而供给端的自我约束一方面有助于缓解供过于求的局面，另一方面对于原材料价格有一定的抑制作用。然而，我们观察到，钢铁产量整体上易增难减，原因涉及多个方面，如钢铁企业往往是地方经济的重要支柱，减产的影响面较广；长流程高炉的启停成本高且伴随较高的安全生产风险；维持产量有利于保持自身的市场份额、摊薄单位固定成本；企业力争在周期低谷中成为行业的幸存者，淘汰其他竞争力不足的企业等。

我们预计，在需求不足、产能依然过剩的背景下，产能产量双控政策将常态化发挥指导作用，利润下行压力驱动自律性减产力度加强。行业供给的调节主要依靠两个手段，即行政性手段和自律性减产。行政性手段主要涉及产能和产量双重控制。供给侧改革实施以来，行业新增产能受到严格限制，产能需通过减量置换形式进行更新。产量方面，2021-2022 年国家发改委、工信部对于全国粗钢产量进行了减量部署，这两年粗钢产量分别减少 3% 和 2.1%，2023 年并无国家层面的行政控产文件出台，当年钢铁产量基本与上年持平。2024 年 4 月，国家发展改革委、工业和信息化部等部门就 2024 年粗钢产量调控工作进行研究部署，调控从方向上来看更加精细化，不单纯只是产量压减，而是更重视结构性的优化调整。2024 年 5 月国务院发布的《2024—2025 年节能降碳行动方案》则进一步明确和强化了钢铁结构性优化调整的政策方向。

2024年受到行业利润深度下行因素影响，今年以来行业自律性控产力度有明显加大，2024年3月和4月全国粗钢单月产量同比分别下降7.8%和7.2%。我们预计，在双产量调节手段的共同作用下，2024年全年行业供给收缩幅度或将超过2021和2022年水平。螺纹钢全年均价预计在3,800-4,000元/吨的水平，供需双弱局面使钢铁企业利润修复仍不明显，行业财务杠杆料将继续承压。

图9

自律性减产力度上升，2024年粗钢产量回落



资料来源：Wind，国家统计局，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

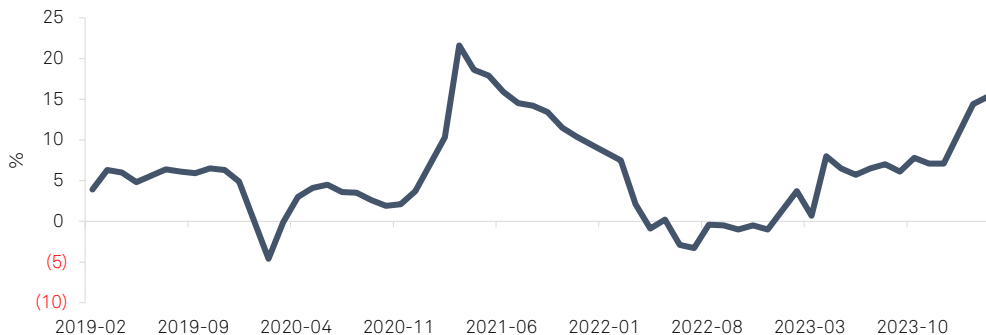
行业长期发展依靠提质增效

我们认为，行业同质化较强的特点使得成本依然是钢铁产业生存发展的基本盘。中国钢铁行业具备明显的同质化特征，整体仍以普钢生产为主，特钢和高附加值产品占比仍有较大的提升空间，钢铁企业普遍是价格的接受者，因此生产成本的高低和运营效率的良莠是企业能否穿越周期的关键因素。然而，中国对海外铁矿石采购依存度很高，且铁矿生产企业行业集中度高，原材料持续对行业形成较强的掣肘。中国钢铁行业在采取各类必要手段以对抗原材料掌控力较弱的局面，包括加大国内矿山的开发力度、增加对海外矿山的投资等，2023年以来国内铁矿石产量呈现良好的增长趋势。

此外，我们也观察到，部分钢铁企业随着社会职能的剥离，更加精细化地进行成本管理，生产经营效率有所改善。关于标普信评如何评价钢铁企业的生产效率，以及样本企业在行业中的表现如何，请参阅我们于2023年10月17日发布的研究报告《钢铁行业发债企业信用分析》。

图10

国内铁矿石产量增速

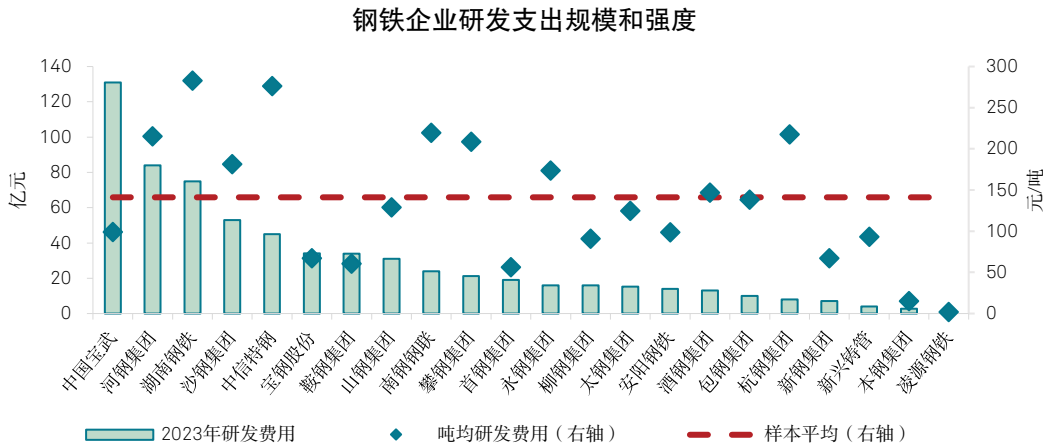


资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，在下游需求动能趋缓、结构调整步伐加快的背景下，未来钢铁企业竞争的着眼点将更多地向技术创新、产品性能等方面转移，能够不断提升产品力的钢铁企业将在行业发展中展现更强的韧性。钢铁行业下游需求面临地产行业寻求新平衡、城镇化进程趋缓等多重挑战，但同时我国制造业的蓬勃发展也赋予了钢铁行业新的发展机遇。随着制造业向高端化、智能化转型，料将对高品质钢材有更大的需求。此外，在全球绿色低碳转型的背景下，应用清洁能源、提高能效、开发绿色产品等趋势也对钢铁企业提出新要求。

我们观察到，样本钢铁企业的研发支出规模和强度存在较大差异，其中中国宝武、河钢集团和湖南钢铁的研发投入绝对规模处于行业前列；从投入强度来看，湖南钢铁、中信特钢的吨均研发支出超过270元/吨，明显领先于样本平均水平。我们认为，上述能够积极布局创新研发，致力于提高产品附加值水平和性能的钢铁企业在激烈的市场竞争中或能占据更有利的位置。

图11

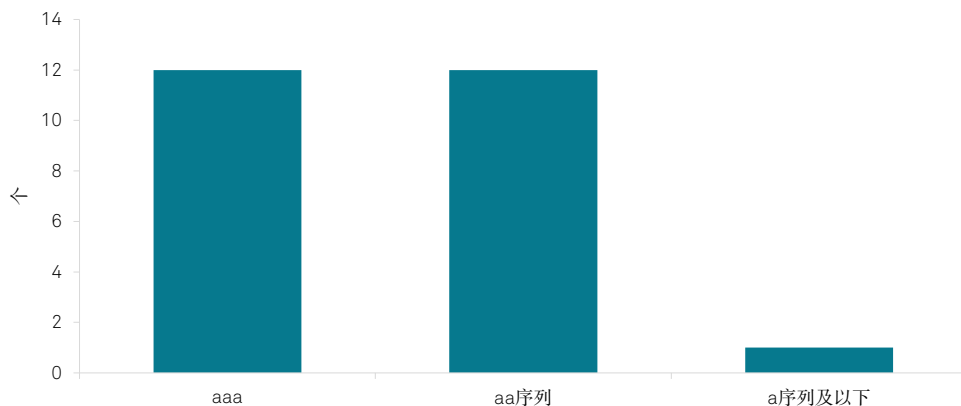


注：吨均研发支出=样本企业2023年研发支出/2022年粗钢产量；
 研发支出=研发费用+(内部开发支出-计入当期损益部分)，未包括试制产品对外销售发生的成本。
 资料来源：Wind，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

综上所述，我们认为在本轮下行周期中，缺乏成本和产品优势、设备规模小、环保不达标的中小型钢铁企业将面临加速淘汰风险，行业产能进一步出清。更具规模和资金优势的头部企业会开展更多兼并重组动作，行业集中度仍会继续上升，有利于提高头部企业的竞争力以及行业整体的议价能力。

附录

部分样本企业信用评估结果分布



资料来源：标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

样本钢铁企业名单

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	鞍钢集团有限公司	鞍钢集团	中央国有企业
2	鞍钢股份有限公司	鞍钢股份	中央国有企业
3	鞍山钢铁集团有限公司	鞍山钢铁	中央国有企业
4	安阳钢铁集团有限责任公司	安阳钢铁	地方国有企业
5	宝山钢铁股份有限公司	宝钢股份	中央国有企业
6	包头钢铁(集团)有限责任公司	包钢集团	地方国有企业
7	北京首钢股份有限公司	首钢股份	地方国有企业
8	本钢集团有限公司	本钢集团	中央国有企业
9	本钢板材股份有限公司	本钢板材	中央国有企业
10	广西柳州钢铁集团有限公司	柳钢集团	地方国有企业
11	杭州钢铁集团有限公司	杭钢集团	地方国有企业
12	河钢集团有限公司	河钢集团	地方国有企业
13	河钢股份有限公司	河钢股份	地方国有企业
14	湖南钢铁集团有限公司	湖南钢铁	地方国有企业
15	江苏沙钢集团有限公司	沙钢集团	民营企业
16	江苏永钢集团有限公司	永钢集团	民营企业
17	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	酒钢集团	地方国有企业
18	凌源钢铁股份有限公司	凌源钢铁	地方国有企业
19	柳州钢铁股份有限公司	柳钢股份	地方国有企业

20	南京南钢钢铁联合有限公司	南钢钢联	中央国有企业
21	内蒙古包钢钢联股份有限公司	包钢股份	地方国有企业
22	攀钢集团有限公司	攀钢集团	中央国有企业
23	山东钢铁集团有限公司	山钢集团	地方国有企业
24	首钢集团有限公司	首钢集团	地方国有企业
25	太原钢铁(集团)有限公司	太钢集团	中央国有企业
26	新兴铸管股份有限公司	新兴铸管	中央国有企业
27	新余钢铁集团有限公司	新钢集团	中央国有企业
28	中国宝武钢铁集团有限公司	中国宝武	中央国有企业
29	中信泰富特钢集团股份有限公司	中信特钢	中央国有企业

注：上述企业按拼音排序。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。