

从信用评级数据看钢铁行业供给侧结构性改革

联合资信评估有限公司 唐岩

2017年10月23日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

从信用评级数据看钢铁行业供给侧结构性改革

近年来，随着我国国内经济增速放缓，钢铁行业下游需求下降，钢铁行业发展环境日趋恶化，产能过剩矛盾逐步凸显。行业内企业生产经营困难加剧，财务状况恶化。2016年是供给侧结构性改革元年，为化解过剩产能矛盾，推动行业健康发展，中央和各地方政府相继出台政策文件，供给侧结构性改革工作稳步进行。

一、结构性改革主要措施与基本效果

2016年2月4日，国务院发布《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发【2016】6号），作为钢铁行业供给侧结构性改革纲领性文件，首次明确了从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨的工作目标。2016年11月14日，工业和信息化部印发《钢铁工业调整升级规划（2016~2020年）》（工信部规【2016】358号），从化解产能、创新驱动、绿色发展、智能制造、品种质量等5方面提出了引导性的调整升级目标。2016年12月30日，国家发展改革委和工业和信息化部联合出台《关于运用价格手段促进钢铁行业供给侧结构性改革有关事项的通知》，决定自2017年1月1日起，对钢铁行业实行更加严格的差别电价政策和推行阶梯电价政策。

表1 “十三五”时期钢铁工业调整升级主要指标

序号	指标	2015年	2020年	“十三五”累计增加
1	工业增加值增速（%）	5.4	6.0左右（年均增速）	/
2	粗钢产能（亿吨）	11.3	10以下	净减少1-1.5
3	产能利用率（%）	70	80	10个百分点
4	产业集中度（前10家）（%）	34.2	60	25个百分点以上
5	钢铁智能制造示范试点（家）	2	10	8
6	主业劳动生产率（吨钢/人·年）	514	1000以上	486以上
7	能源消耗总量	/	/	下降10%以上
8	吨钢综合能耗（千克标煤）	572	≤560	降低12以上
9	吨钢耗新水量（立方米）	3.25	≤3.2	降低0.05以上
10	污染物排放总量	/	/	下降15%以上

11	吨钢二氧化硫排放量（千克）	0.85	≤0.68	降低 0.17 以上
12	钢铁冶炼渣综合利用率（%）	79	90 以上	11 个百分点以上
13	研发投入占主营业务收入比重（%）	1	≥1.5	0.5 个百分点以上
14	钢结构用钢占建筑用钢比例（%）	10	≥25	15 个百分点以上

资料来源：《钢铁工业调整升级规划（2016~2020 年）》

从实际执行效果上来看，根据工业和信息化部数据，2016年全国共化解粗钢产能超过6500万吨，超额完成2016年化解4500万吨粗钢产能的目标任务；2016年钢材价格止跌回升，钢材综合价格指数由年初的56.37点上涨到99.51点，上涨43.14点，涨幅76.5%。钢铁行业实现扭亏为盈，重点统计钢铁企业实现销售收入2.8万亿元，同比下降1.8%，累计盈利303.78亿元，上年同期为亏损779.38亿元，利润增长超过1000亿元。根据国家发展改革委数据，截至2017年5月底全国共压减粗钢产能4239万吨，完成年度任务5000万吨的84.8%；截至6月底，“地条钢”按计划出清，即将就此开展督查。总体来看，供给侧改革成效显著。

二、钢铁发债企业信用等级迁移

得益于供给侧改革实施，钢材价格大幅回升，整体行业景气度有所回暖。大部分钢铁发债企业2016年扭亏为盈，信用品质有所改善。

从主体信用等级迁移情况来看，相较2016年底，2017年以来，主体信用等级发生迁移的钢铁企业共8家，其中6家被上调主体信用等级，2家被下调主体信用等级。具体来看，北京首钢股份有限公司由AA+调整为AAA，酒泉钢铁（集团）有限责任公司由AA调整为AA+，西宁特殊钢股份有限公司、西宁特殊钢集团有限责任公司、南京钢铁股份有限公司和福建三钢闽光股份有限公司均由AA-调整为AA；重庆钢铁股份有限公司由AA-调整为BBB，宝钢集团新疆八一钢铁有限公司由AA-调整为A+。

主体信用等级未发生变化但评级展望由“负面”调整为“稳定”的主体共8家，分别为包头钢铁（集团）有限责任公司、湖南华菱钢铁集团有限责任公司、本钢板材股份有限公司、柳州钢铁股份有限公司、内蒙古包钢钢联股份有限公司、安阳钢铁股份有限公司、马鞍山钢铁股份有限公司、宝钢集团广东韶关钢铁有限公司。

其中西宁特殊钢股份有限公司、西宁特殊钢集团有限责任公司同时上调主体信用等级和评级展望，均由AA-/负面调整为AA/稳定。

表 2 2017 年钢铁行业发债企业信用等级迁移情况

2017年 2016年	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+及以下	总计
AAA	14								14
AA+	1	11							12
AA		1	7						8
AA-			4	3	1			1	9
A+									
A									
A-									
BBB+及以下								1	1
总计	15	12	11	3	1			2	44

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

注：样本企业共 43 家，其中江苏沙钢集团有限公司联合资信评级为 AAA/稳定，中诚信国际和大公国际评级为 AA+/稳定，上表中 AAA 及 AA+ 均纳入统计，故企业总计数为 44 家。

表 3 2017 年以来钢铁发债企业主体信用等级调整情况

企业名称	期初评级			期末评级			评级机构	调整情况
	等级	展望	评级日	等级	展望	评级日		
包头钢铁（集团） 有限责任公司	AA+	负面	2016-08-23	AA+	稳定	2017-06-22	大公国际	上调展望
北京首钢股份有限 公司	AA+	稳定	2016-09-30	AA A	稳定	2017-06-23	大公国际	上调级别
湖南华菱钢铁集团 有限责任公司	AA	负面	2016-12-08	AA	稳定	2017-06-22	大公国际	上调展望
本钢板材股份有限 公司	AA+	负面	2016-06-28	AA+	稳定	2017-05-26	联合信用	上调展望
西宁特殊钢股份有 限公司	AA-	负面	2016-06-28	AA	稳定	2017-06-09	联合信用	上调级别 +展望
柳州钢铁股份有限 公司	AA	负面	2016-06-24	AA	稳定	2017-06-26	联合信用	上调展望
内蒙古包钢钢联股 份有限公司	AA+	负面	2016-07-19	AA+	稳定	2017-07-18	联合资信	上调展望
酒泉钢铁（集团）有 限责任公司	AA	稳定	2016-06-16	AA+	稳定	2017-06-30	联合资信	上调级别
安阳钢铁股份有限 公司	AA-	负面	2016-06-03	AA-	稳定	2017-06-05	联合资信	上调展望
西宁特殊钢集团有 限责任公司	AA-	负面	2016-06-16	AA	稳定	2017-06-23	联合资信	上调级别 +展望
南京钢铁股份有限 公司	AA-	稳定	2016-06-16	AA	稳定	2017-04-26	上海新世纪	上调级别
马鞍山钢铁股份有 限公司	AA+	负面	2016-06-28	AA+	稳定	2017-06-28	中诚信国际	上调展望

宝钢集团广东韶关钢铁有限公司	AA-	负面	2016-07-26	AA-	稳定	2017-07-11	中诚信国际	上调展望
宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	AA-	负面	2016-07-21	A+		2017-07-28	中诚信国际	下调级别
福建三钢闽光股份有限公司	AA-	稳定	2016-05-24	AA	稳定	2017-05-25	中诚信证评	上调级别
重庆钢铁股份有限公司	AA-	负面	2016-04-29	BBB		2017-05-26	中诚信证评	下调级别

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

注：内蒙古包钢钢联股份有限公司 2016 年及 2017 年联合评级均评定 AA+/稳定；马鞍山钢铁股份有限公司 2016 年及 2017 年联合资信均评定 AA+/稳定。

三、钢铁发债企业财务状况

得益于供给侧结构性改革的实施，钢铁行业景气度转暖，2016年尤其是下半年以来，钢铁发债企业财务状况相较2015年大幅改善。以下分析主要根据钢铁发债企业披露的2015年及2016年财务报告。剔除2家BBB及以下的企业（新疆金特钢铁股份有限公司和重庆钢铁股份有限公司）及1家未披露年报的企业（莱芜钢铁集团有限公司），我们选取剩余40家钢铁发债企业为分析样本。

1、盈利水平和现金流

营业收入方面，2016年样本企业营业收入合计25625.15亿元，较2015年（24197.18亿元）同比增长5.90%；营业利润率方面，2016年样本企业平均值为10.02%，较2015年（2.35%）同比增长7.67个百分点；利润总额方面，2016年样本企业利润总额合计254.24亿元，较2015年（-1015.86亿元）大幅好转；盈利面方面，2016年样本企业中32家利润总额实现盈利，盈利面为80.00%，而2015年仅15家利润总额实现盈利，盈利面仅为37.50%。对比2015年盈利情况，13家企业实现续赢，19家企业实现扭亏，2家企业为转亏，6家企业为续亏。其中鞍钢集团公司、重庆钢铁股份有限公司、包头钢铁（集团）有限责任公司、宝钢集团新疆八一钢铁有限公司和鞍山钢铁集团有限公司等企业仍亏损严重，山东钢铁集团有限公司和山东钢铁股份有限公司由盈转亏。

从费用控制情况来看，为应对行业低迷，提升企业竞争力，钢铁企业纷纷开展降本增效工作，毛利和期间费用控制水平均有所提升，样本企业2016年期间费用率平均数为10.02%，较2015年（10.94%）同比下降0.92个百分点，中位数为8.54%，较2015年（9.78%）同比下降1.24个百分点。

从经营活动现金流情况来看，2016年，样本企业中38家企业经营活动现金流量呈净流入，其中30家企业经营活动现金流量净额同比增加。样本企业2016年经营活动现金流量净额合计为1977.42亿元，较2015年（1397.18亿元）同比增长41.53%，经营获现能力大幅改善。

2、债务负担和债务期限结构

从债务负担情况来看，样本企业全部债务规模同比小幅提升，但得益于盈利改善，利润增厚所有者权益，企业债务负担有所下降。有息债务方面，样本企业2016年全部债务规模为22181.18亿元，较2015年（21384.81亿元）同比增长3.72%。资产负债率方面，2016年较2015年变化不大，样本企业截至2016年底平均值为70.18%，仍处于较高水平，其中安阳钢铁股份有限公司、宝钢集团新疆八一钢铁有限公司、本溪钢铁（集团）有限责任公司、湖南华菱钢铁集团有限责任公司、南京钢铁股份有限公司、山东钢铁集团有限公司、西宁特殊钢股份有限公司资产负债率超过80%。得益于权益规模增长，全部债务资本化比率有所下降，样本企业2016年平均值为60.73%，较2015年（65.60%）下降4.87个百分点，样本企业杠杆水平有所改善。

从债务期限结构情况来看，样本企业债务短期化明显。截至2016年底，样本企业短期债务/全部债务中位数为78.74%，较2015年底（79.17%）小幅下降0.43个百分点。短期债务占比超过70%的企业为24家，占样本总数的67.50%，其中宝钢集团新疆八一钢铁有限公司短期债务占比超过90%，为92.23%。

四、债券发行和信用利差

从债券发行情况来看，2016年钢铁行业发债主体共22家，且全部为存续主体。发行主体信用等级主要集中在AAA（14家）。2016年10月28日，上海证券交易所向债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，将产能过剩行业采取“产业政策+综合指标评价”的分类监管标准，钢铁企业公司债券发行政策趋严。2017年以来，钢铁行业债券发行主体共12家，AAA企业9家，AA+企业3家。钢铁行业发债主体数量下降，一方面归因于债券市场融资成本上行，另一方面也归因于市场对发债主体信用品质要求提升，钢企债券融资环境有所趋紧。

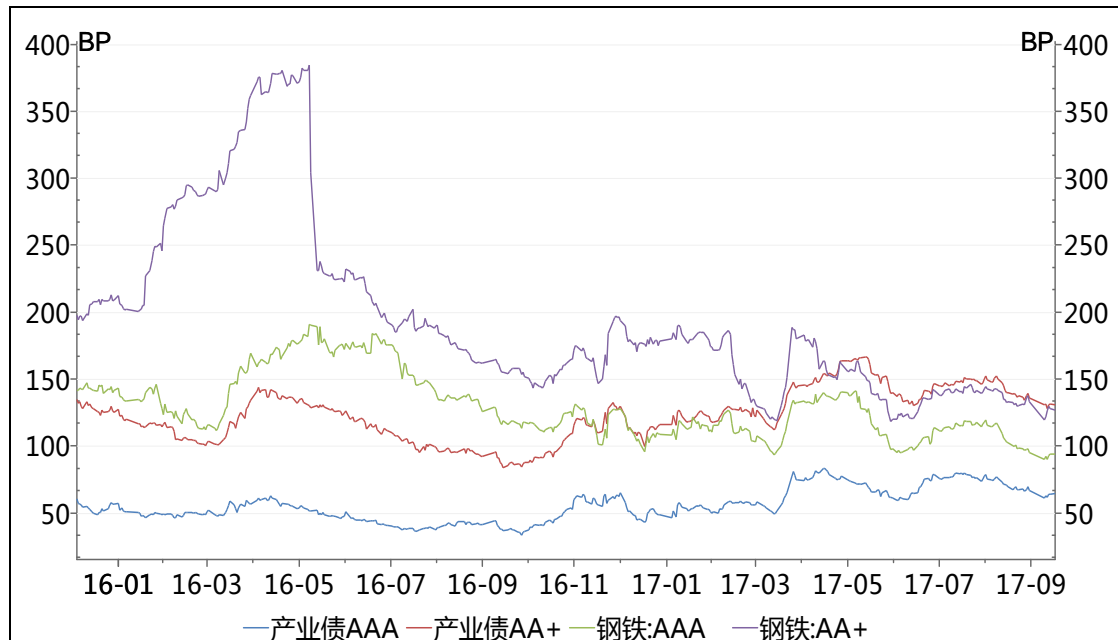
从信用利差情况来看，根据兴业研究信用债利差指数，2016年，钢铁企业AAA主体的信用利差区间为100.66bp~190.78bp，均值为142.47bp；AA+主体的信用利差区间为143.49bp~384.72bp，均值为227.28bp。2017年以来（截至2017年10月16日），钢铁企业AAA主体的信用利差区间为89.78bp~140.88bp，均值为113.18bp；AA+主体的信用利差区间为118.47bp~190.44bp，均值为151.60bp。2016年下半年以来，产业债与钢铁信用债利差整体来看逐步缩小。总体来看，钢铁信用债利差远高于同级别产业债利差水平，说明投资者对钢铁行业要求的信用风险溢价高。钢铁企业债券融资成本高，在一定程度上加重企业经营负担，企业财务成本高企，两极分化加剧。

表 4 产业债及钢铁信用债利差情况（单位：BP）

年份	主体信用等级	产业债		钢铁企业	
		区间	平均值	区间	平均值
2016年	AAA	[33.16,65.18]	48.67	[100.66,190.78]	142.47
	AA+	[83.74,143.69]	113.01	[143.49,384.72]	227.28
2017年	AAA	[42.93,83.34]	64.93	[89.78, 140.88]	113.18
	AA+	[99.88, 166.64]	136.23	[118.47, 190.44]	151.60

资料来源：兴业研究信用债利差指数、联合资信根据Wind资讯整理

图 1 产业债及钢铁信用债利差情况



资料来源：兴业研究信用债利差指数、联合资信根据Wind资讯整理

五、其他方面

债转股方面，国务院于10月10日正式公布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发【2016】54号）及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》。一方面，债转股政策的推行有望降低钢企资产负债率，改善财务报表结构，但从目前实际实施效果上来看，多数债转股为“明股实债”，并未真正意义上达到转股目的，降低企业债务负担，且后期配套政策及退出机制仍有待完善。另一方面，债转股的实施实际上是一种债务“展期”安排，让债务高企、经营不佳的企业短期内能够有所“喘息”，或将延缓落后企业淘汰。

总体来看，供给侧结构性改革实施成效显著，钢铁行业景气度回升，钢材价格止跌反弹，钢铁企业盈利状况大幅改善。但是钢铁企业债务负担重、杠杆水平高等情况依然严峻，供给侧结构性改革中存在的问题尚需解决。首先，要真正淘汰落后产能。2016年去除的粗钢产能主要为无效产能，但是实际产量未减反增，为确保去产能工作落到实处，应加强后续督查力度，确保落后产能不复产。其次，钢铁企业融资成本高企，融资渠道收紧，利息支出对经营利润侵蚀明显，应通过政策手段降低钢铁企业融资成本，避免“一刀切”，以有效改善钢铁企业融资环境。最后，债转股相关配套政策和退出机制应尽快完善，真正实现企业债务负担下降，同时鼓励优胜劣汰、行业内兼并重组，保证落后产能出清，以改善钢铁行业整体运行环境。