

## 2024年钢铁行业信用风险展望

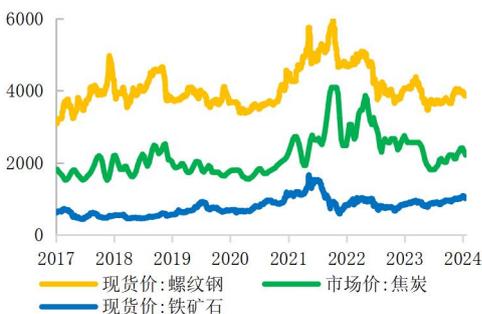
行业供给（亿吨、%）



行业需求（亿吨）



行业价格（元/吨）



分析师：乔艳阳

- 2023年行业表现“三高三低”，房地产需求低迷拖累粗钢消费，叠加高成本侵蚀，产能潜在过剩，钢铁价格和利润继续下行；
- 预计2024年房地产回暖缓慢，基建支撑仍在，制造业拉动效果逐步显现，出口有望维持增长，钢材需求进入平台期；
- 供给调控逐步由粗钢平控转向自主调节，预计短期供需维持动态平衡，预计2024年粗钢产量同比持平，生产端持续推进产能和产品升级；
- 铁矿石、焦煤供应刚性，叠加粗钢稳产提供需求支撑，预计2024年主要原材料价格持续坚挺，利润向上游集中；
- 预计2024年钢铁行业盈利修复偏弱，但具体钢材品种存在盈利分化，高端板材、特钢等产品迎来发展良机；
- “双碳”背景下钢企资本开支规模仍保持高位，预计2024年盈利修复向化债传导受阻，有息债务压降空间有限，偿债能力小幅提升
- 2023年钢铁行业债券净融资规模仍为负数，行业利差位于中上游产业前列，预计2024年钢铁行业利差压缩空间有限，银行融资对发债替代效应仍在。

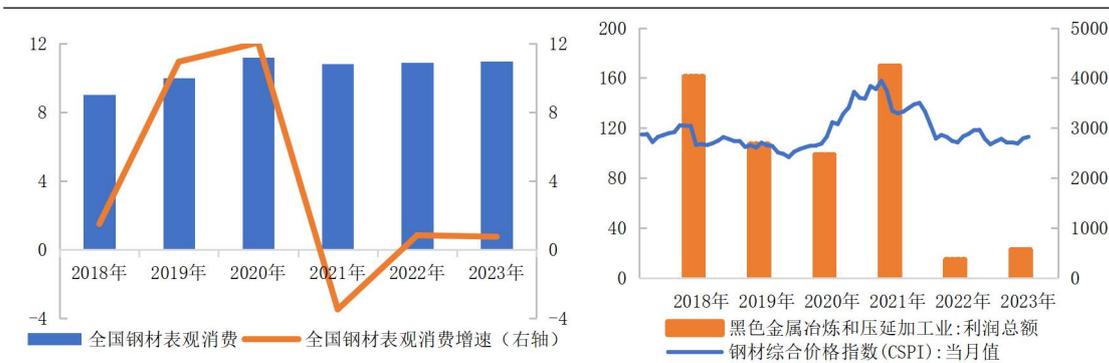
## 一、行业回顾

2023 年行业表现“三高三低”，房地产需求低迷拖累粗钢消费，叠加高成本侵蚀，产能潜在过剩，钢铁价格和利润继续下行，行业处于周期筑底、艰中转型阶段

目前钢铁行业进入周期探底阶段，需求及盈利下滑；同时钢铁行业在盈利欠佳的情况下，仍需持续推进产能置换和产业升级，因此现在钢铁行业处于周期筑底、艰中转型阶段。

2023 年钢铁行业整体表现“三高三低”，即高产量、高成本、高出口，低需求、低价格、低效益。需求方面，房地产需求低迷拖累了粗钢消费，虽然出口表现亮眼，但总需求下滑；钢铁行业供给端似乎陷入了“囚徒困境”，需求不振情况下粗钢产量仍同比持平，因此出现产能潜在过剩；在供大于求的情况下，钢价中枢下移。反观原材料端，充足的粗钢产量为铁矿石价格提供了支撑，且另一主要原材料焦炭借着能源紧缺的东风，均价同比下滑但仍然处于高位，由此钢厂受到低价格和高成本的双重挤压，出现了低效益，部分钢企出现亏损。

图表 1：近年钢铁行业需求及盈利情况（亿吨、%、亿元、点）



资料来源：iFind，东方金诚整理

## 二、行业展望

### 1、需求：需求结构转变，出口表现亮眼

预计 2024 年房地产回暖缓慢，基建支撑仍在，制造业拉动效果逐步显现，钢材需求进入平台期

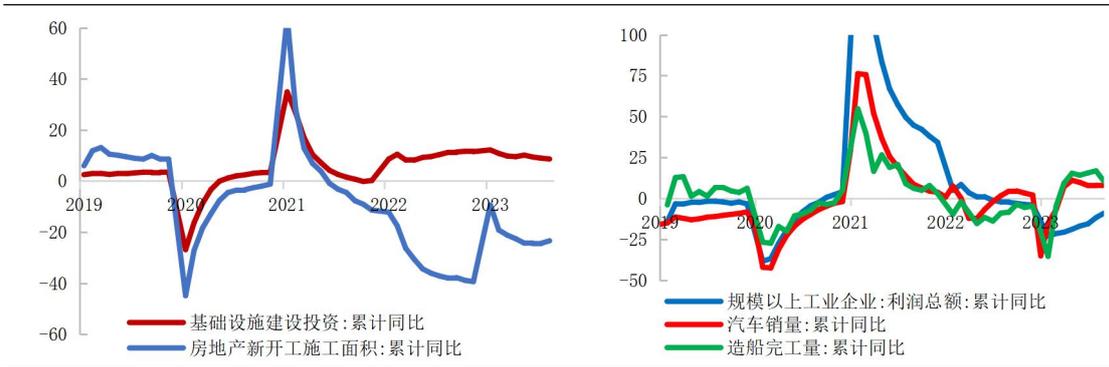
目前房地产的景气度仍然是影响钢铁需求的关键因素，2023 年房地产新开工面积同比下降 20.40%，房地产施工面积同比下降 7.20%，虽然降幅有所收窄，但地产用钢需求仍继续下滑，直接拖累粗钢需求表观消费同比下降 2.8%。虽然各层面都在积极救市，出台多项政策刺激购房需求，但政策存在一定延时、消费者也在观望、不同地区的房地产市场恢复情况存在差异，因此预计 2024 年房地产市场仍然延续弱复苏，回暖相对缓慢。在经济承压、地产疲弱背景下，基建稳增长力度加大，近两年基建一直起到托底的作用，2023 年基建投资依然保持 8.24% 的增速，并且预计新发行的一万亿国债将部分投入到基建中，预计 2024 年基建对钢铁需求的支撑仍在。

在长材需求下滑的阶段，钢材市场出现一定结构调整，板材发挥替代效应，补充了部分钢材需求。2023 年以来规上企业利润降幅收窄，工业企业产能利用率得到修复，尤其新能源行业景气度较高，预计 2024 年能源用钢需求仍然保持上行。汽车作为引领消费增长的主

要动力，随着国内经济持续复苏和出口高速支撑，2023 年我国汽车产销量保持稳定增长，汽车产销量分别同比增长 9.3% 和 12.02%；预计在促销费政策发力、新能源市场上行和商用车温和反弹的趋势下，2024 年汽车行业仍将领跑行业增长。2023 年造船完工量、主要家电产量保持两位数增长，造船、家电仍然保持高景气度；预计随着新承接订单的落地、促销费政策推进，2024 年造船和家电仍支撑钢材需求。

整体来看，预计 2024 年占据需求半壁江山的房地产回暖仍然缓慢，制造业、造船、汽车、基建和出口形成一定补充。世界钢铁协会预计 2024 年全球钢铁需求增速约 1.9%，预计 2024 年钢铁需求仍然处于平台期，仍处于底部小幅修复状态。

图表 2：近年钢铁下游需求情况（%）

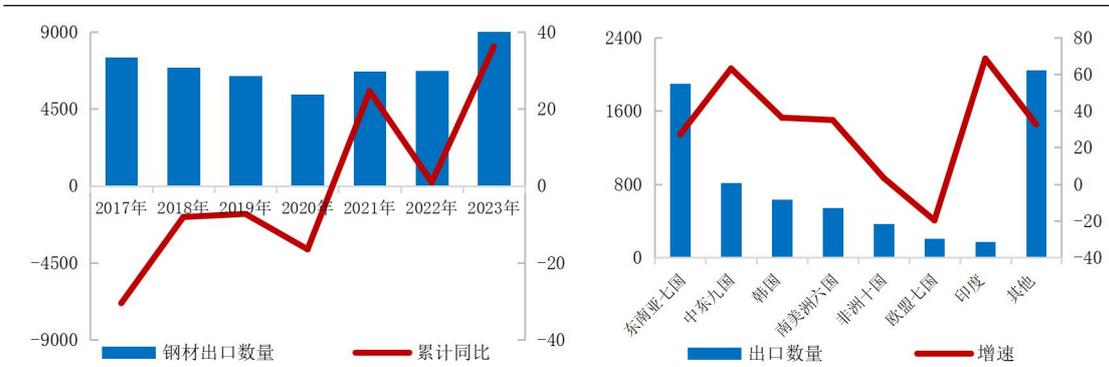


资料来源：iFind，东方金诚整理

**钢材国际市场需求喜人，板材占比逐步上升，东南亚及中东等主要出口国需求较有保障，预计 2024 年钢材出口有望维持增长**

2023 年钢材出口较为亮眼。全年钢材出口同比增长 36.20%，从产品结构来看，钢材出口也呈现板材占比上升的趋势；2017 年出口的钢材中板材占比 67%，2023 年板材占比已增长到 76%，而且热轧卷板和中厚板的增长较为明显。从出口的国家来看，目前东南亚区域占比较高，其次为中东九国和韩国；根据世界钢铁协会短期预测，由于东盟地区内需和基建投资的延续，预计 2024 年钢铁需求可以保持 5.2% 的增速；中东和北非 2024 年大型项目和被压制的住房需求将有所增加，预计增速可以达到 3.5%；韩国增速相对较低，但仍预计保持 1.1% 的增长；近年印度用钢需求兴起，预计 2024 年钢材需求增速可达 7.7%。整体来看，预计在我国规模优势明显和主要出口国需求向好的情况下，2024 年钢材出口仍有望维持增长。

图表 3：近年我国钢材出口情况（万吨、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

近年钢铁行业以稳增长为主线，目前处在转型升级阶段，未来高端化、绿色化、智能

## 化水平将不持续提升

近年钢铁行业发展的主要目标是实现稳增长，具体要求不仅体现在需求、价格及盈利等绩效指标，还要不断提升技术和绿色环保水平，持续推进钢铁行业向高端化、绿色化和智能化的转型。从美国、日本、韩国等发达国家钢铁业发展经验来看，进入工业化后期的国家将从追求钢铁量的高速增长，转向重视高端钢材质的比拼，我国钢铁需求结构也将逐步转变。预计未来高端钢材需求占比逐步提升，船舶、汽车、家电等制造业和风电、光伏等新兴产业用钢品种数量保持增长；超低排放改造、产能置换等绿色发展目标将持续推进；目前 500 万吨以上企业基本建立管控衔接系统，钢铁行业的智能化水平将不断提升。

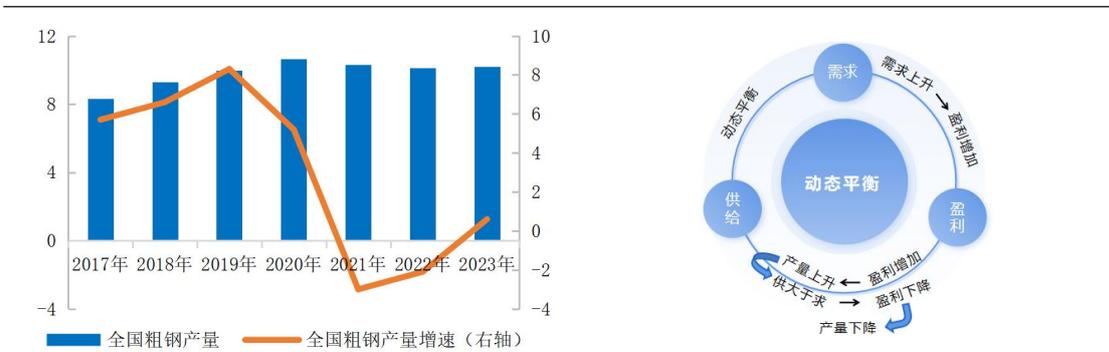
### 2、供给：供给潜在过剩，产能与产品结构持续转型

#### 供给调控逐步由粗钢平控转向自主调节，预计短期供需维持动态平衡，2024 年粗钢产量同比持平

由于行业利润下行，钢企根据需求主动调整产量，2023 全年粗钢产量同比持平，未出现政策压控前的逐年增长。但即使在产量同比持平的情况下，钢材供给仍表现为潜在过剩，因为需求同比下滑，这就体现出钢企的“囚徒困境”：即在目前需求筑底的情况下，钢企联合减产是最优解，因为整体降低钢材产量，不仅可以减少对铁矿石价格的支撑、压降矿价，还可供小于求保证钢价正常水平，最终钢企盈利增厚；但由于钢铁行业是固定成本较高的上游制造业，减产带来的单位成本增加非常可观，因此钢企担忧减产而其他企业不减，最后自身出现亏损而其他钢企继续高产而分得更多的盈利；因此在这种担忧下，钢企并不会轻易主动大规模减产，最终导致最终钢材供给没有明显下降，回到供大于求的困境。

上述所谓的囚徒困境主要源于需求不足。2015 年供给侧改革到 2021 年以前，钢材需求稳定增长，钢厂利润空间较有保障，产量持续增长；2021 年为响应“双碳”号召，我国首次从政策层面提出粗钢产量同比不增；现在经济处于周期底部，主要目标是粗钢平控，即不增不减，后续产量管控的逻辑预计将进一步发生变化，即钢厂进入自主调节状态，而调节的驱动是盈利。在短期内需求没有大幅提升的情况下，预计钢铁行业供需将进入一种动态平衡状态，即需求一旦回暖，将带动盈利上升，钢厂生产积极性上涨，产量增加，但短期内需求预计不会出现大规模提升，所以产量的小幅增加将导致供大于求，又会引起盈利下降，从而钢厂主动减产，所以是一种动态平衡。但如果长期来看，如果盈利再次回到 2021 年的高景气度，动态平衡可能会被打破，不排除国家再次介入粗钢产量调控。

图表 4：近年我国钢铁供给情况（亿吨、%）



近年生产端持续推进产能和产品升级，产能置换与超低排放共进，产品结构随需求调整

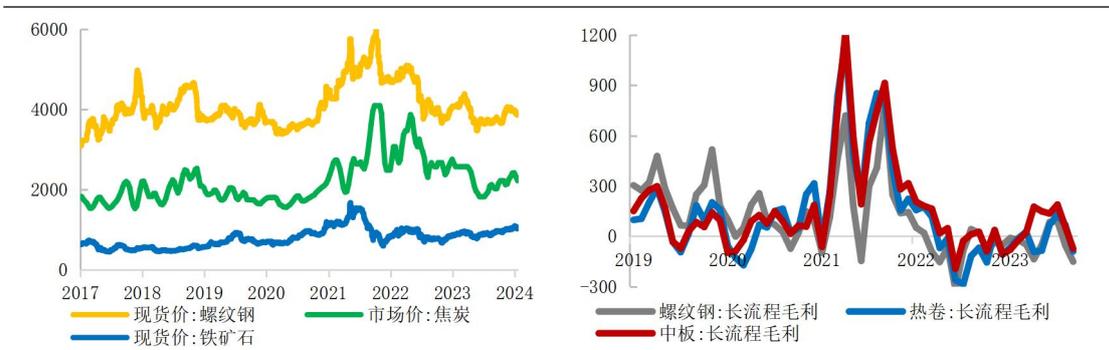
近年粗钢产量基本稳定的情况下，钢铁行业的生产端并没有停滞不前。虽然钢铁行业盈利承压，但仍持续推进供给端转型，现在我国钢铁行业已经在从量的追求转向质的提升。首先，高耗能、低环保的产能置换仍在持续；2023 年前三季度，共有 15 省 25 家钢厂发布产能置换方案，共淘汰 4616 万吨炼铁产能、置换出 3473 吨，共淘汰 4075 万吨炼钢产能，置换出 3461 吨。其次，钢铁行业的兼并重组也在持续提升，通过产业集中度的提升，不断增强铁矿石议价能力和产品竞争力。第三，低碳背景下，超低排放改造持续且有所加；目前首钢集团、河钢集团及苏沙钢本部等头部企业已完成全流程的超低排放改造，部分企业完成单环节的超低排放改造，整体呈现北快南慢的特点。第四，钢材产品结构持续优化，钢企根据下游需求主动调整产品结构，在推进长材转板材的同时，不断提升高端品种钢占比，以匹配下游盈利向好的造船、汽车、能源等钢材品种需求。

### 3、盈利：修复偏弱，下游分化，利润向上游集中

**铁矿石、焦煤供应刚性，叠加粗钢稳产提供需求支撑，预计 2024 年主要原材料价格持续坚挺，利润向上游集中**

从原材料端看，由于 2024 年钢铁需求预计不会出现明显下降，钢材产量相对稳定，从而为铁矿石需求提供支撑，叠加四大矿山资本开支自 2015 年以来维持较低水平，近年铁矿石产量几乎无增量，因此预计 2024 年铁矿石供给不会有显著提升，需求不减、供给未增的情况下，预计 2024 年铁矿石价格仍有支撑。炼焦煤方面，虽然 2023 年炼焦煤均价同比下降 23.58%，但仍然处于相对高位，预计 2024 年煤炭价格有所回落，但炼焦煤受到钢材需求的支撑、以及全球新增产能不足的影响，价格降幅有限。因此整体来看，2024 年原材料端供应仍保持刚性，价格有支撑，行业利润向上游集中。

图表 5：主要原材料价格及钢材毛利情况（元/吨）



资料来源：iFind，东方金诚整理

**2024 年钢铁行业盈利修复偏弱，但具体钢材品种存在盈利分化，高端板材、特钢等产品迎来发展良机**

期间费用方面，由于近两年钢铁行业盈利明显下行，各大钢铁集团持续推进降本增效、费用压降，目前期间费用率基本降至历史最低区间，进一步压降空间较小。因此在原材料端价格坚挺导致钢铁盈利承压、管理费用压降空间有限、需求有所恢复的情况下，预计 2024 年钢铁行业盈利修复偏弱。

在具体钢材品种上，盈利存在分化。2017 年~2020 年中旬，房地产高景气助力长材引领毛利；2021 年行业短期积累丰厚利润；2022 年后，房地产快速回落并出现需求低迷不振，持续压制长材盈利，细分板材盈利尚可。近期大型钢铁集团新品研发的关键字涉及超厚镀锌板、中厚船板、超强汽车板、光伏支架耐候钢、船用止裂钢、能无缝套管，因此目前钢铁行

业核心比拼在于产品高端性、技术先进性和绿色环保水平，因此高端板材、特钢等产品迎来发展良机。

#### 4、偿债：现金流小幅修复，偿债能力有所提升

**“双碳”背景下钢企资本开支规模仍保持高位，预计环保改造支出冲击仍在，盈利修复向化债传导受阻，有息债务压降空间有限**

双碳背景下，钢铁行业持续推进能源转型和产能升级，资本开支规模较大。能源效率方面，近年钢铁行业在环保提升方面取得了一定成果，2022 年吨钢综合能耗较 2015 年已下降近 4%，但目前高炉和转炉标杆水平占比仅分别为 3.35%、12.93%，距离 2025 年达到标杆水平的产能比例超过 30% 的目标还有距离。能源结构上，目前钢铁冶炼仍然以化石能源为主，占比约 85%，氢能冶炼受限于技术水平和成本问题，尚未得到广泛推广，能源结构调整仍然任重道远。工艺流程上，电炉短流程吨钢碳排放比长流程低 60%~70%，我国 2022 年电炉钢产量不到 10%，远落后于全球 28% 的平均水平；近年煤价上行，电炉企业亏损严重，产能利用率较低，未来冶炼流程结构需仍需改变。因此，钢铁行业在能源效率提升、能源结构转型及工艺转型升级等绿色、效率提升的投入仍将持续。

预计 2024 年钢企环保改造支出冲击仍在，盈利向化债端传导受阻。以超低排放改造为例，据钢协统计，吨钢改造成本在 450 元，即千万吨级的大型钢企平均每家需要投入 45 亿元；截止到 2023 年 12 月中下旬，粗钢超低排放改造和评估监测完成约 5.70 亿吨，距离 2025 年前完成 80% 超低排放的目标还有约 2.5 亿吨，粗略计算，近两年超低排放改造还需投入约 1000 亿元，因此钢企的资本支出压力仍较大，盈利修复向化债传导受阻，有息债务压降空间有限。

图表 6：近年钢铁行业投资及负债情况（%、亿元）



资料来源：iFind，东方金诚整理

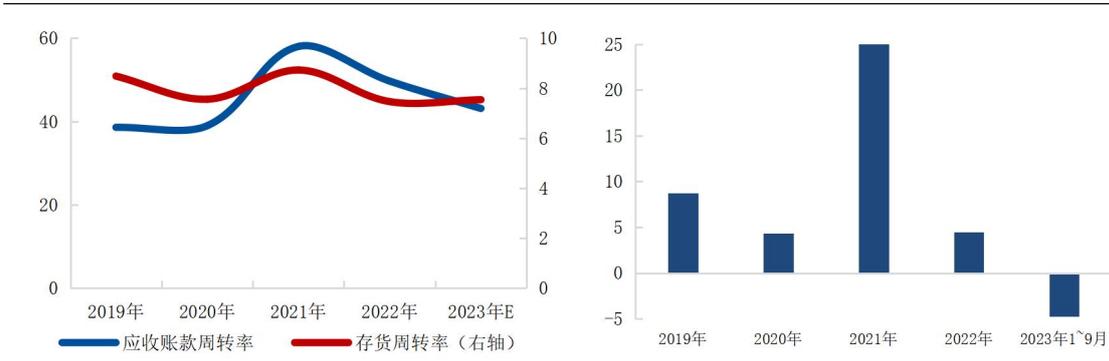
2023 年钢铁行业盈利下行，部分钢企出现亏损，侵蚀所有者权益，2023 年 9 月末所有者权益较 2022 年末小幅下降，行业资产负债率继续上升。在低利润及环保产线升级支出刚性背景下，预计 2024 年钢铁行业资产负债率降幅有限。

**2024 年盈利修复偏弱，存货周转率较难提升，应收账款周转率有一定提升空间，预计钢铁行业现金流同比小幅修复，偿债能力小幅提升**

近两年钢铁行业景气度下行，钢企注重库存管理，以销定产，存货周转率小幅上升，但库存管理压降基本已到极致，预计 2024 年存货周转提升空间不大。目前应收账款周转率处于相对低位，若 2024 年收入提升，应收账款周转率存在一定上升空间。预计 2024 年在需求端若复苏背景下，钢企应收周转率存在一定上升空间，现金流同比小幅修复。由于钢铁行业

仍保持刚性资本支出，有息债务压降空间较小，现金流及盈利对有息债务保障仅小幅提升。

图表 7：钢铁企业经营效率及自由现金流情况（%、亿元）



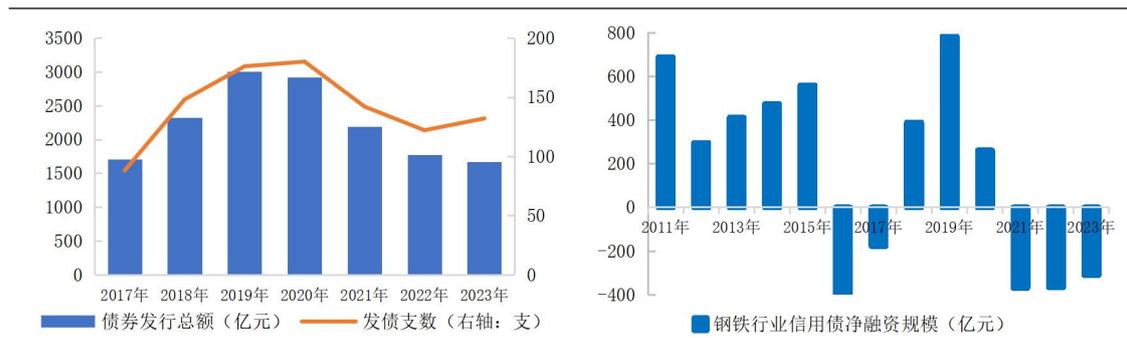
资料来源：iFind，东方金诚整理

### 三、钢铁企业债券市场表现

2023 年钢铁行业债券净融资规模仍为负数，行业利差位于中上游产业前列，预计 2024 年钢铁行业利差压缩空间有限，银行融资对发债替代效应仍在

2023 年钢铁行业新发行债券 1667.10 亿元，共 19 家发债主体，主要集中于华北和华南区域；从企业性质看，主要为地方国有企业和央企，其中首钢集团、山钢集团和河钢集团发债规模保持前列。从净融资规模来看，2023 年受到多轮降息影响，钢企银行的融资成本不断降低，叠加钢企盈利不佳，钢铁行业信用债继续保持净流出；近三年钢铁行业净融资均为负数，呈缩减趋势。截至 2023 年末，钢铁行业共有 33 家发债企业，223 支债券余额 2954.57 亿元。预计主流钢企仍将延续压降负债的趋势，但随着“双碳”背景下环保标准提升，钢企产线升级仍将带来新增融资需求，新发行债务主要用于债务置换及资本支出。

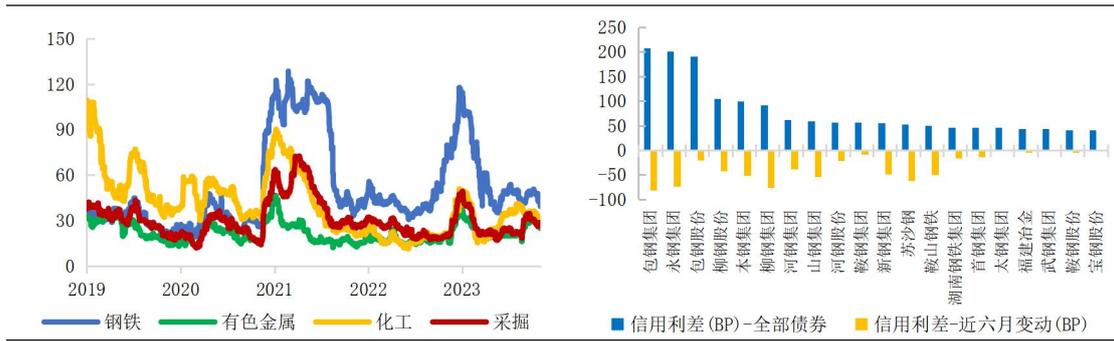
图表 8：钢铁行业债券发行及融资情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

在宽流动性及信用债资产荒的情况下，2023 年主要上游行业利差持续收窄，但钢铁行业相对处于中上游产业如化工、有色的前列。2023 年钢铁行业未发生债券违约事件；从具体企业来看，盈利偏弱的钢企利差较高，包钢集团、永钢集团、包钢股份及柳钢集团等地方国企利差较高。2024 年，预计钢铁行业新发债券仍将以高等级发行人为主，钢企资本开支重点向超低排放和能耗提升转移。

图表 9：钢铁行业利差情况（BP）



资料来源：iFinD、DM，东方金诚整理

## 四、结论

2023 年行业表现“三高三低”，房地产需求低迷拖累粗钢消费，叠加高成本侵蚀，产能潜在过剩，钢铁价格和利润继续下行，钢铁行业处于周期筑底，艰中转型阶段。

预计 2024 年房地产回暖缓慢，基建支撑仍在，制造业拉动效果逐步显现，钢材需求进入平台期；2023 年钢材国际市场需求喜人，板材占比逐步上升，东南亚及中东等主要出口国需求较有保障，预计 2024 年钢材出口有望维持增长；近年钢铁行业以稳增长为主线，目前处在转型升级阶段，未来高端化、绿色化、智能化水平将不持续提升。供给调控逐步由粗钢平控转向自主调节，预计短期供需维持动态平衡，2024 年粗钢产量同比持平；近年生产端持续推进产能和产品升级，产能置换与超低排放共进，产品结构随需求调整。铁矿石、焦煤供应刚性，叠加粗钢稳产提供需求支撑，预计 2024 年主要原材料价格持续坚挺，利润向上游集中；2024 年钢铁行业盈利修复偏弱，但具体钢材品种存在盈利分化，高端板材、特钢等产品迎来发展良机。

“双碳”背景下钢企资本开支规模仍保持高位，预计环保改造支出冲击仍在，盈利修复向化债传导受阻，有息债务压降空间有限；2024 年盈利修复偏弱，存货周转率较难提升，应收账款周转率有一定提升空间，预计钢铁行业现金流同比小幅修复，偿债能力小幅提升。2023 年钢铁行业债券净融资规模仍为负数，行业利差位于中上游产业前列，预计 2024 年钢铁行业利差压缩空间有限，银行融资对发债替代效应仍在。

## 声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。