

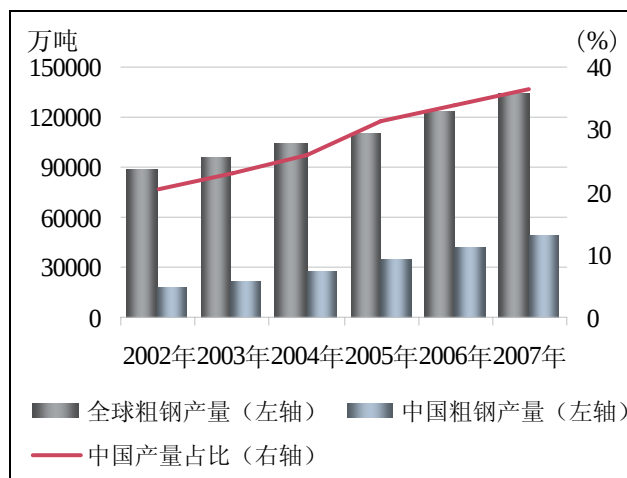
中国钢铁行业报告

联合资信：张晓斌，陈东明

一、行业概况

根据国际钢铁协会(IISI)统计,2007年全球67个主要产钢国家和地区粗钢总产量为13.44亿吨,同比增长7.5%;中国以4.89亿吨再次成为全球第一大粗钢产量生产国,约占全球粗钢产量的36.40%,中国粗钢产量已连续第12年位居世界第一(参见图1)。

图1 全球及中国粗钢产量



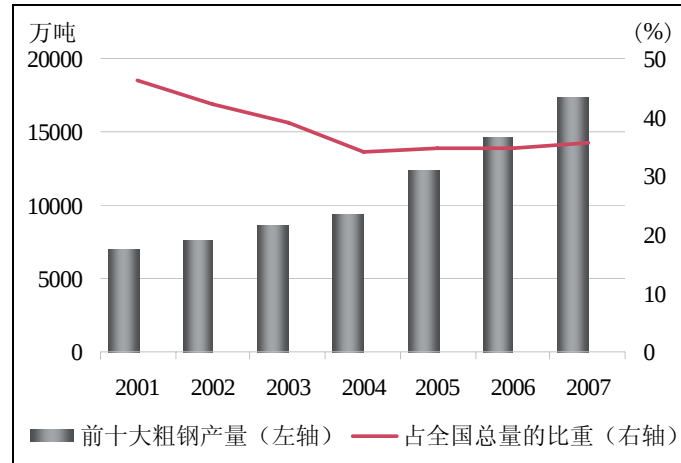
资料来源：中国钢铁工业协会，国家统计局

中国钢铁工业在经历了以产量扩张为主的发展时期后,已进入了以加速结构调整、全面提高竞争力为主的阶段。近年来,中国钢铁行业在调整产品结构、提高工艺装备水平和推进节能降耗等方面取得了明显进步,主要技术经济指标如连铸比、吨钢综合能耗、成材率和板管比等均有了明显改善。

生产能力

据中国钢铁工业协会统计,2007年,全国生产粗钢的企业487家,平均每家产量86.45万吨;生产生铁的企业985家,平均每家41.99万吨;生产钢材的企业2476家,平均每家19.02万吨。中国钢铁行业的分散程度仍然较为严重,总体规模小而且分散。2001年以来,中国前十大粗钢企业集中度处于较低水平,2005年~2007年分别为34.71%、34.66%和35.75%(参见图2)。

图2 中国前十大粗钢企业



资料来源：中国钢铁工业协会

表1 2005年~2007年国内重点钢铁集团粗钢产量
(单位：万吨)

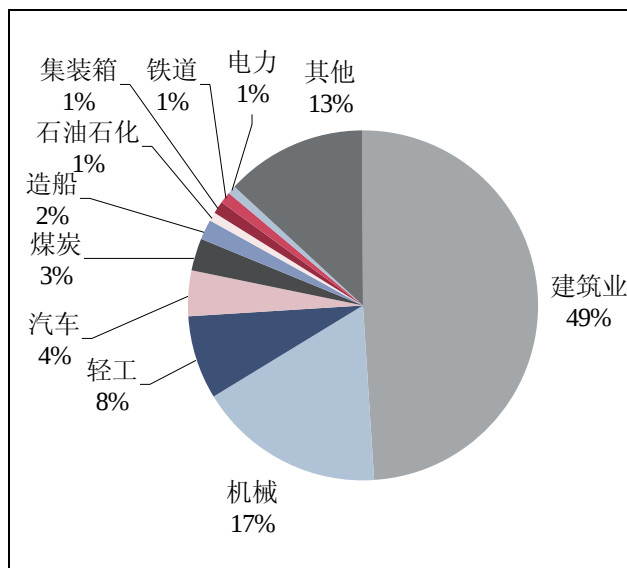
排名	简称	2005年	2006年	2007年	变动率(%)
1	宝钢	2273	2253	2858	12.13
2	鞍本	1841	2256	2376	13.60
3	沙钢	1201	1463	2289	38.05
4	唐钢	1741	1906	2275	14.31
5	武钢	1304	1376	2019	24.43
6	马钢	965	1091	1416	21.13
7	首钢	1044	1055	1285	10.94
8	济钢	1042	1124	1212	7.85
9	莱钢	1034	1079	1169	6.33
10	华菱	845	991	1112	14.72
11	太钢	539	626	929	31.28
12	安钢	580	703	900	24.57
13	包钢	702	749	883	12.15
14	邯钢	734	792	833	6.53
15	建龙	501	607	776	24.45
16	酒钢	565	668	737	14.21
17	攀钢	619	677	694	5.88
18	北台	455	525	641	18.69
19	日照	--	358	618	--
20	南钢	438	490	595	16.55
21	柳钢	455	535	580	12.90
22	新余	402	509	564	18.45
23	国丰	454	518	523	7.33
24	通钢	293	442	498	30.37

资料来源：国际钢铁工业协会，其中鞍本和唐钢为重组合并企业产量，武钢产量包括昆明钢铁公司，通钢指通钢集团。

消费结构

中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业，其他重要的行业包括煤炭、造船、石油石化、集装箱和铁道等。（各行业用钢比例参见图3）；中国建筑用钢中，城镇住宅约占35%，城镇非住宅（城市建设、商业地产）及其他建筑工程（铁路公路桥梁、工业设施、水电建设）分别占到建筑用钢的41%和21%。

图3 钢材主要消费行业



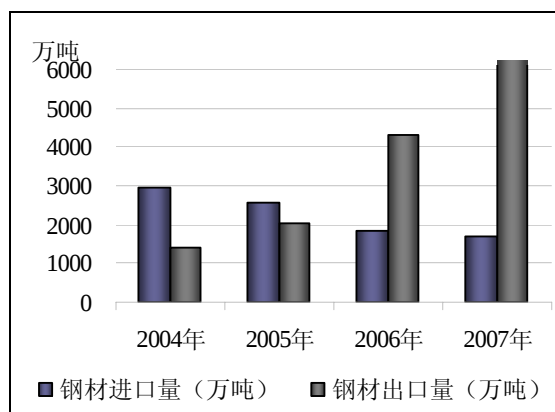
资料来源：中国钢铁工业协会

2008年中国工业预期仍将保持较高的增长，机械、汽车、煤炭、铁路、造船等行业主要行业需求旺盛；建筑用钢中，城镇非住宅及其他建筑工程受信贷紧缩和宏观调控影响较小，相比之下，城镇建筑受宏观调控的影响较大，信贷紧缩可能导致房地产在建筑面积和新开工面积增幅下降，从而抑制钢材需求。

钢材进出口

近年来，国内钢铁供应能力在总量上超过国内需求，国内市场的平衡有赖于国际市场的支撑。中国钢材进口量逐年下降，出口量逐年增加，2006年中国已经从钢铁产品净进口国变为净出口国，并且成为世界最大的钢铁出口国，除了受到国际市场钢材需求旺盛的影响外，也是中国钢铁工业调整、装备水平提高和产品结构优化、带动品种质量提高以及适应国际市场对钢材需求的表现。据中国海关统计，2007年，中国进口钢材 1687.06 万吨，出口钢材 6264.23 万吨，净出口钢材 4577.17 万吨（参见图 4），继续保持强劲的增长态势。

图 4 中国钢材进出口量



资料来源：中国海关

伴随中国钢铁出口不断增长，国际贸易摩擦的日益加剧，国家有关部门出台了一系列针对钢铁行业的出口退税调整政策（参见表 2），同时也是为了配合对高耗能高污染的产业调整政策，淘汰钢铁的落后产能。

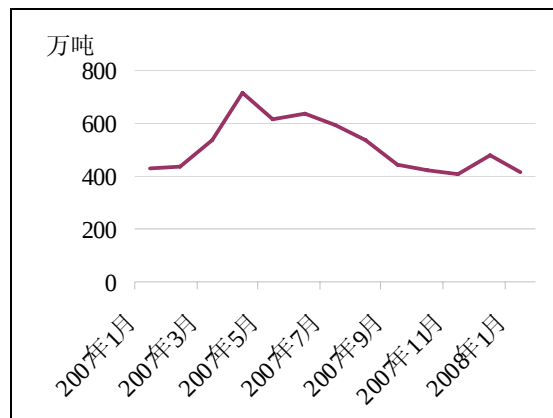
表 2 2006 年以来钢铁产品出口政策

出台时间	主要内容
2006.09.04	自 2006 年 9 月 15 日起，钢材（142 个税号）出口退税率由 11% 降至 8%。
2006.10.27	自 2006 年 11 月 1 日起，对铁矿砂、铁合金、生铁、钢坯实施 10% 的出口暂定税率，对焦炭实施 5% 的出口暂定税率。
2007.04.09	自 2007 年 4 月 15 日起，将进口税则（2007 年版）第 72 章中的部分特种钢材及不锈钢、冷轧产品等 76 个税号，出口退税率降为 5%；另外 83 个税号的钢材取消出口退税。
2007.04.30	自 2007 年 5 月 20 日起，对 83 个税号的钢材产品出口按照《货物出口许可证管理办法》（商务部公告 2004 年第 28 号）的有关规定实行出口许可证管理。
2007.05.21	自 2007 年 6 月 1 日起，对 80 多种钢铁产品进一步加征 5-10% 的出口关税，并将钢坯、钢锭、生铁等钢铁初级产品的出口暂定税率由 10% 提高至 15%。
2007.06.19	自 2007 年 7 月 1 日起，对 2831 项商品出口退税率进行调整，部分钢管及配件、钢铁制品出口退税率由 13% 降至 5%，部分机电产品由 13% 降至 9-11%。
2007.12.28	自 2008 年 1 月 1 日起，焦炭、生铁、普碳钢坯等产品出口将实施 25% 的暂定关税；螺纹钢、普通线材、窄带钢、焊管等产品加征 15% 关税；热卷和中厚板继续保持 5% 税率；冷轧等部分高附加值产品仍有 5% 出口退税。

资料来源：钢之家，长江证券研究部

国家针对钢铁产品出口过快增长采取的一系列宏观调控政策起到了相应的作用。从图 5 可以看出，自 2007 年 6 月开始，中国钢材出口量连续 5 个月环比下降，月度钢材出口量从最高点 4 月份的 715 万吨，回落到 12 月份的 478.37 万吨。

图 5 2007 年钢材月度出口情况

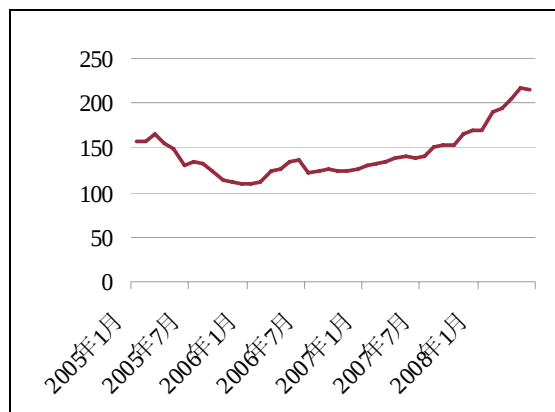


资料来源：中国海关

钢材价格

中国钢材价格综合指数从2005年3月以后一直下行，于2005年12月达到低谷，2006年钢材价格综合指数波动较大；2007年以来，钢材价格综合指数一路攀升，2008年5月达到217.4的历史最高点，较2007年1月增长64.50%（参见图6）。

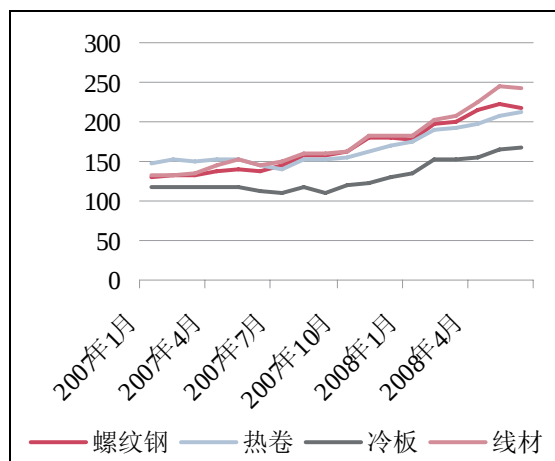
图6 2005年以来钢材价格综合指数



资料来源: www.mysteel.com

从钢材种类来看, 2007 年以来, 螺纹钢、热卷、冷板以及线材的价格均呈上涨趋势, 其中螺纹钢、热卷和线材的价格上涨幅度较大, 冷板价格上涨幅度相对较小 (参见图 7)。

图 7 2007 年主要钢材产品价格指数



资料来源: www.mysteel.com

从钢材价格指数看, 2008年以来, 钢材价格普遍呈现攀升趋势, 随着国家对宏观经济调控力度的加大, 多次上调存款准备金率, 对资金密集型的建筑行业影响较大, 可能会对钢材的需求造成一定的抑制作用。但是, 由于主要原材料 (铁矿石、焦炭等) 价格的高位运行, 推高钢材的生产成本, 钢材价格在短期内下行的空间不大; 但从长期来看, 由于钢材需求的下降, 难以对钢材价格形成支撑。

二、产业政策

2005 年 7 月 8 日, 中华人民共和国国家发展和改革委员会公布了《钢铁产业发展政策》, 就政策目标、产业发展规划、产业布局调整、产业技术政策、企业组织结构调整、投资管理、原材料政策、钢材节约使用及其他相关问题进行了阐述。

《钢铁产业发展政策》中明确提出, 国家支持钢铁企业向集团化方向发展, 通过强强联合、兼并重组和互相持股等方式进行战略重组, 减少钢铁生产企业数量, 实现钢铁工业组织结构调整、优化和产业升级; 支持和鼓励有条件的大型企业集团, 进行跨地区的联合重组,

到 2010 年，形成两个 3000 万吨级、若干个千万吨级的具有国际竞争力的特大型企业集团。

2006 年 6 月，国家发改委、商务部、国土资源部和国家环保总局等部门联合发布《关于钢铁工业控制总量淘汰落后加快结构调整的通知》，指出要坚持控制钢铁工业总量、淘汰落后、加快结构调整的目标，严格控制钢铁工业新增产能，加快淘汰落后生产能力，“十一五”期间，要淘汰约 1 亿吨落后炼铁生产能力。

2007 年 12 月 27 日，国家发改委在钢铁工业关停和淘汰落后产能工作会议上指出，截至 2007 年 11 月底，第一批签订责任书省份已累计关停和淘汰落后炼铁能力 2940 万吨、炼钢能力 1521 万吨。会议同时签订了第二批责任书，要求到 2010 年，将累计关停和淘汰炼铁能力 4931 万吨、炼钢能力 3610 万吨，涉及企业 573 家。

三、行业关注

（一）原材料成本上升

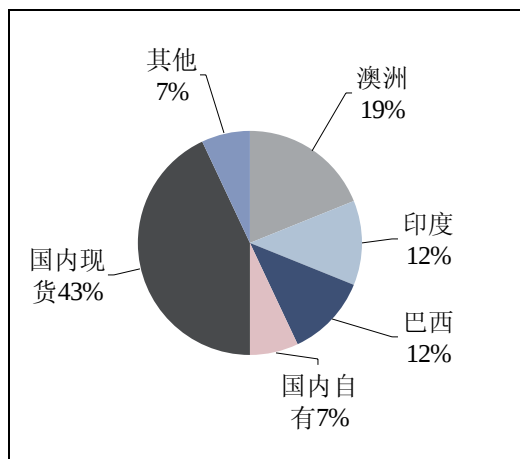
钢铁生产主要原材料包括铁矿石和焦炭。

铁矿石

铁矿石费用约占炼铁成本的60.00%~70.00%，铁矿石价格的波动，将直接影响钢材的生产成本。

从2007年来看，中国铁矿石的主要来源构成中，国内矿和进口矿占比大致在一半左右，其中澳洲、印度和巴西是中国铁矿石进口的主要地区（参见图8）。

图 8 2007 年中国铁矿石主要来源



资料来源：Rio Tinto, Mysteel

国内铁矿石

中国铁矿主要分布在东北（主要分布在鞍山矿区）、华北（主要分布在河北宣化、迁安和邯郸、邢台地区）、中南（主要分布在湖北大冶矿区）、华东（主要分布在安徽省芜湖至南京一带）以及西南、西北地区各省。中国铁矿资源有两个特点，一是贫矿多，贫矿出储量约占总储量的 80.00%；二是多元素共生的复合矿石较多，矿体复杂。

据中国国土资源部统计，截至 2007 年 3 月底，中国已探明铁矿石储藏量为 593.90 亿吨，含铁量在 30.00%~35.00%，其中 415 亿吨矿石为磁铁矿。据中国冶金矿山协会预测，2007 年中国原产铁矿石有望达到 7.12 亿吨，同比增长 22.00%。

国际贸易

联合国贸易与发展会议（UNCTAD）年度铁矿石市场回顾报告中称，2006 年全球铁矿石产量达到 15 亿吨，同比增 12.00%；铁矿石出口增 6.10%，澳大利亚仍保持最大的铁矿石出口国地位，出口 2.48 亿吨，其次为巴西、印度等国；中国是最大的钢生产国和铁矿石进口国，也是世界第 2 大铁矿石生产国，占全球铁矿石消费的 43.00%。

世界铁矿石的贸易主要受三大公司控制，包括巴西淡水河谷矿业公司（CVRD）、澳大利亚的力拓公司（Rio Tinto）以及必和必拓公司（BHP Billiton，英澳合资），2006 年，上述三大企业铁矿石产量分别约占世界铁矿石产量的 27.00%、16.80%和 11.00%。

2007 年 11 月，全球第三大铁矿石生产商必和必拓向第二大铁矿石生产商力拓发出要约，拟以 3 股 BHP 股票换 1 股 RIO 股票方式收购力拓。

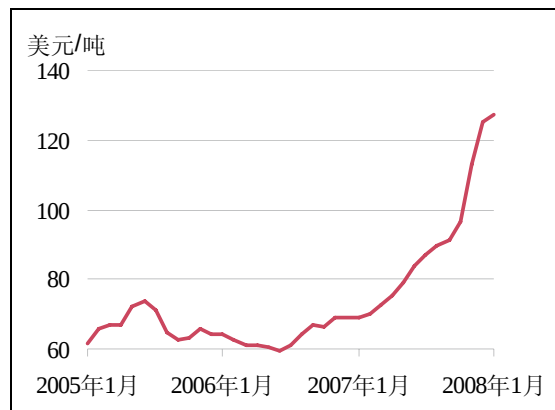
2008 年 2 月 1 日，中国铝业公司通过新加坡全资子公司，联合美国铝业公司，获得了力拓的英国上市公司（Rio Tinto Plc）12.00%的现有股份，交易总对价约 140.5 亿美元。此次收购，在一定程度上加大了必和必拓收购力拓的难度。

若必和必拓成功收购力拓，将控制全球 36.00%铁矿石、23.00%焦炭产量，新成立的公司与巴西淡水河谷公司将控制全球高品位铁矿石贸易量的 70.00%以上，全球铁矿石贸易市场明显将处于垄断局面。

进口铁矿石

受国内铁矿石需求增加影响，中国铁矿石进口量逐年上涨，据中国海关统计，2004 年～2006 年，中国铁矿石进口量分别为 2.08 亿吨、2.75 亿吨和 3.26 亿吨，年均增长 25.19%。2007 年，中国进口铁矿石 3.83 亿吨，同比增长 17.48%。

图 9 2005 年以来铁矿石进口均价（美元/吨）



资料来源：中国海关

从铁矿石进口均价来看，近年来，中国的钢铁企业因为暴涨的铁矿石价格承受了巨大的压力。据中国海关统计，2007 年 12 月进口铁矿石均价为 125.28 美元/吨，较 2007 年 1 月上涨 81.43%（参见图 9）。

2008 年 2 月 18 日，巴西淡水河谷（CVRD）与日本新日铁及韩国浦项达成 2008 年铁矿石价格协议，价格比上年上涨 65%。2008 年 2 月 22 日，宝山钢铁集团代表中国钢铁企业接受这一基准价格。从 2005 年以来，铁矿石价格连续四年上涨，年涨幅分别为 75%、19%、9.5%和 65%。

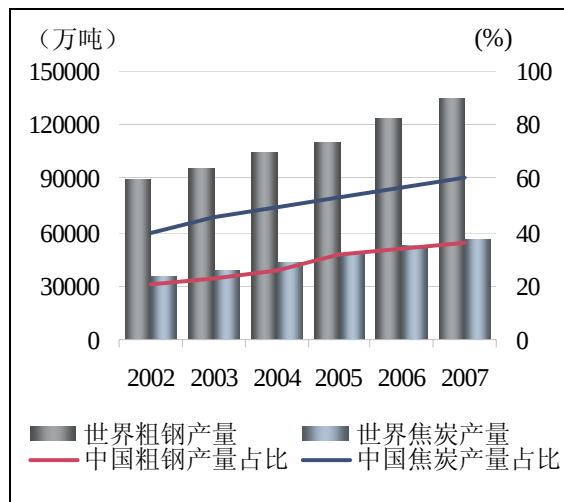
2008 年 6 月 23 日，宝山钢铁集团与澳大利亚力拓公司就 2008 年度铁矿石基准价格达成了一致，力拓的 PB 粉矿、杨迪粉矿、PB 块矿将在 2007 年度价格基础上分别上涨 79.88%、

79.88%和 96.5%。铁矿石价格的上涨直接影响钢铁企业的生产成本。

焦炭

焦炭行业作为煤炭加工转化的重要环节，是支撑钢铁生产的基本原材料，其产量的增幅变动与钢铁行业运行有着直接的依存性。近年来，受世界经济持续增长的推动，全球钢铁产量快速增长，焦炭的产量也在不断上升。据中国炼焦行业协会统计，2007年世界焦炭产量为5.58亿吨，比2002年增长55.96%。其中，中国焦炭产量占世界产量的近60%（参见图10），位居世界第一。

图10 世界、中国粗钢和焦炭产量情况



资料来源：中国炼焦行业协会

供给情况

据中国炼焦行业协会统计，2007年中国焦炭产量为33554万吨，同比增长12.72%；同期新建投产焦炉41座，新增产能超过2000万吨，相应淘汰土焦、改良焦、小半焦炉产能约2200万吨，总体产能利用率较2006年提高了11.8个百分点，达92.36%，产能过剩压力有所缓解，但2008至2009年在建和拟建可能投产的机械化大中型焦炉产能约5000万吨，新增产能大量增加，减少、限制现有产能和淘汰落后产能的力度与进程成为了影响未来焦炭市场供求平衡的重要因素。

从焦炭产量分布情况看，中国炼焦企业地域分布不平衡，主要分布于华北、华东和东北地区，其中主要在山西省。2007年山西省全年焦炭产量是9722.83万吨，占中国总产量的28.98%，同比增长13.4%。其次是河北、山东、河南、辽宁和内蒙等。

从生产结构看，中国生产焦炭的企业包括钢铁联合企业内部焦化生产厂和独立的焦炭生产企业两大类。钢铁联合企业内部焦化生产厂以集团内部供应为主，2007年中国大中型钢铁焦化企业的焦炭产量为9948万吨，占中国焦炭产量的29.7%，独立焦炭企业生产的焦炭23552万吨，占70.3%。另一方面，截至2006年底，中国大型焦炭企业18家，中型企业238家，小型企业729家，分别占企业总数的1.83%、24.16%和74.01%，产业集中度偏低，竞争激烈，且焦炭行业属于高能耗、资源性行业，拥有资源、形成规模经济的企业才具有较强的竞争力。

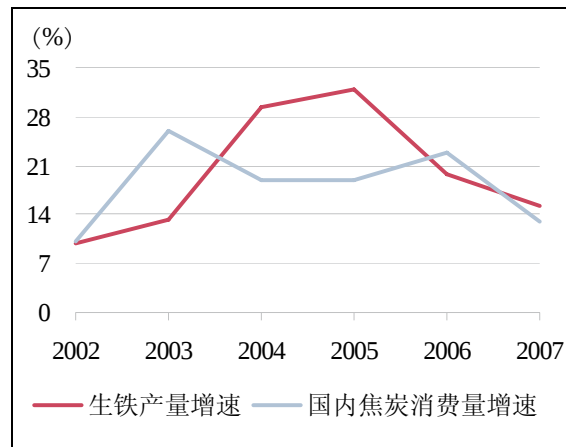
需求情况

焦炭除大量用于炼铁外，还用于铸造、铁合金、化工和其他行业，按照2007年焦炭的国内消费结构，炼铁约占65.69%、铸造约占4.68%、铁合金约占5.45%、化工和其他行业约占24.18%。因此，炼铁生产是决定国内焦炭消费的主要因素。

从图11可以看出，近年来，由于国内固定资产投资规模持续快速增长，钢铁产品作为基

础原材料，需求旺盛，2007年中国生产生铁46945万吨，同比增长16%，较快的钢铁生产增速，带动了国内焦炭需求的持续增长。未来，随着中国国民经济的持续较快增长和城市化、工业化进程的推进，钢铁需求仍将保持增长，从而拉动焦炭需求也随之不断增加。

图11 中国生铁产量和国内焦炭消费量变化情况

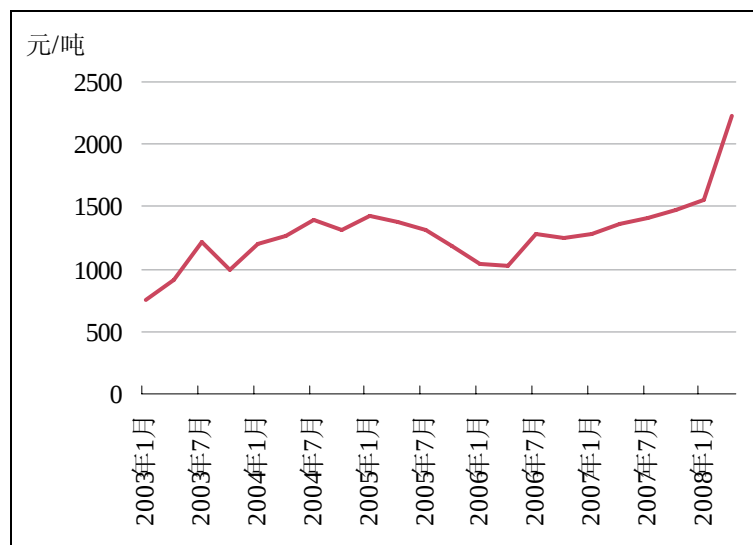


资料来源：中国炼焦行业协会

焦炭价格

近几年来，焦炭价格受市场供需影响波动较大。2001年以来，全球和国内钢铁产量出现了持续高增长，旺盛的需求拉动焦炭价格从300~400元/吨攀升至2004年的1300~1400元/吨，行业景气高吸引了大量机焦项目投资，焦炭产能快速扩大，加之国家对钢铁行业发展过热进行政策调控，焦炭市场迅速呈现供过于求的局面，焦炭价格逐步下降到2006年3月的约900元/吨，随后国家对焦炭企业实行严格的行业准入制度，加快淘汰落后产能，同时国内钢铁行业景气度回升，对焦炭需求量增加，使焦炭价格从2006年初的低谷恢复上涨到2007年底的1700元/吨，进入2008年，受炼焦煤成本上升推动，焦炭价格呈快速上涨态势，目前已达2700元/吨。预计未来1~2年随着钢铁产量继续增加和国家淘汰焦炭落后产能力度不断加强，焦炭行业仍维持较高景气度，焦炭价格大幅波动的可能性较小。

图12 国内焦炭价格（单位 元/吨）



资料来源：中国炼焦行业协会；价格为上海二级冶金焦价格。

联合资信认为：持续上升的原材料成本，包括铁矿石，焦炭及电力，将在可预见的将来持续挤压中国钢铁企业，尤其是中小钢铁企业的盈利水平。因为中小钢企更多地依赖现货市场获得铁矿石及焦炭等资源，而且由于其产品技术含量较低，市场竞争力更为薄弱。而对于具备规模及产品优势的大型钢铁企业，能更好地利用规模效应控制及消化成本压力。

（三）产能扩张

由于上游铁矿石、焦炭资源供应紧张、价格上涨，同时炼铁、炼钢环节由于投资不足，产能增长缓慢，造成生铁、钢坯价格大涨，部分钢厂由于铁矿石或生铁钢坯价格过高而被迫停产的现象不断出现。目前，钢铁行业在建项目资金主要流向炼铁（约占 5.9%）炼钢（约占 33.3%）和钢材深加工（约占 60.8%），国内主要钢铁企业产能扩张情况见表 3。从表 3 可以看出，目前国内主要钢铁生产企业在建及扩建工程主要为板材产品，主要以冷轧和热轧为主，冷轧及热轧生产线的集中上马，可能会造成部分产品的产能过剩，进而影响产品的盈利水平。

表 3 2006 年末~2008 年国内新增热轧宽带钢轧机产能统计

序号	企业名称	轧机	预计投产时间	设计产能(万吨)
1	首钢	2150mm 半连续式	2006.12	400
2	迁安轧一	1250 轧机	2006.12	200
3	日照钢厂	1580 轧机	2006.12	200
4	邢台德龙	1250 轧机	2006.12	200
5	马钢	2250mm	2007.3	550
6	宝钢（三热轧）	1880 热连轧	2007.4	400
7	海鑫	炉卷轧机	2007.6	200
8	安钢	1780mm 半连续式	2007.7	360
9	天铁	1780mm	2007.8	380
10	唐山国丰	1250 轧机	2007.8	300
11	唐钢 3#	1580mm 轧机	2007.12	300
12	北台	1780mm	2007.12	400
13	宁波钢铁	1780mm 半连续式	2007.12	300
14	重钢	2032mm 轧机	2008	200
15	邯郸纵横	1250 轧机	2008	200
16	唐钢三线	1580 轧机	2008	200
17	邯郸新区	500 万吨新区 2250 热连轧	2008	250
18	鞍钢鲅鱼圈	1580 轧机	2008.8	300
19	武钢 4#	1580CSP	2008.9	250
20	首钢京唐 1#	2250mm	2007.7 开工	500
21	首钢京唐 2#	1780mm	2007.9 开工	350
2006 年末~2007 年末				3190
2007 年末~2008 年末				2900
2007 年中~2008 年中				2890

资料来源：钢铁工业协会

（四）行业整合

2005 年 7 月国家发改委颁布的《钢铁产业发展政策》中明确提出，2010 年国内排名前十位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比重达到 50%以上；2020 年达到 70%以上。从行业的发展及 2010 年的限期看，国家主导下的行业兼并重组势必逐步加大力度。

从行业重组力度来看，2008 年 3 月 26 日，经山东省人民政府批准，山东钢铁集团有限公司由山东省国资委以其所拥有的济南钢铁集团有限公司、莱芜钢铁集团有限公司、山东省冶金工业总公司所属企业（单位）国有产权划转成立，根据 2007 年济钢和莱钢的钢产量，

山东钢铁集团有限公司以 2382 万吨的钢产量，跃居国内钢铁企业第三名；2008 年 6 月 27 日，由唐钢集团和邯钢集团组建而成的河北钢铁集团宣布成立，整合后的河北钢铁集团钢铁产量将达到 3100 万吨，成为目前国内最大的钢铁集团；2008 年 6 月 28 日，由宝山钢铁集团、广东省国资委和广州市国资委共同出资组建的广东钢铁集团有限公司在广州举行挂牌仪式，其中宝山钢铁集团持股 80%。

联合资信认为，2008 年中国钢铁企业的重组有利于钢铁行业集中度的提高，对提升生产企业整体竞争水平，降低生产成本等方面都将起到明显效果。但中国现阶段跨地域的钢铁企业并购只限于简单的战略联合，旨在获取原材料采购和产品销售方面更强的议价能力。但是至今，这种松散的价格联盟对优化行业结构和中国企业的海外原材料采购贡献甚微。整合过程中更加重要的影响力来自地方政府，它们趋向于保持对本地重要企业如钢铁公司的控制，不少省内的并购双方缺乏互补性与增值效应，从而导致并购后的协同效应及业绩提升的弱化。在鞍本钢铁集团成立将近两年之后，鞍钢与本钢仍然分别独立运作，相互的合作也仅限于研发，市场和报表的统一，进一步的交叉持股及资产重组尚未真正展开。新成立的山东钢铁集团和河北钢铁集团的整合力度也有待进一步的观察。

四、行业财务分析

截至 2008 年 6 月底，联合资信承担 8 家企业主体评级（债券存续期内），主要企业财务指标见表 4。下面以武汉钢铁（集团）公司（以下简称“武钢集团”）、首钢总公司、邯钢钢铁集团有限责任公司（以下简称“邯钢集团”）、唐山国丰钢铁有限责任公司（以下简称“国丰钢铁”）财务分析为主。

表 4 主要钢铁企业财务指标（单位：亿元/%/倍）

企业名称	主体级别	资产总额	全部债务	营业收入	净利润	EBITDA	主营业务利润率	净资产收益率	资产负债率	全部债务资本化比率	全部债务/EBITDA（倍）
武钢集团	AAA	1179.05	315.97	825.30	59.49	152.62	21.48	11.70	56.89	38.33	2.07
首钢	AA ⁺	1471.08	455.80	891.24	12.48	54.95	7.20	2.31	56.10	41.38	8.29
邯钢集团	AA	498.31	180.55	351.33	5.38	40.00	14.98	8.58	65.24	54.22	4.51
包钢股份	AA	336.26	81.14	267.73	17.46	35.78	11.51	12.41	58.14	36.57	2.27
安阳钢铁	AA	215.61	79.18	256.72	10.85	20.34	7.99	14.50	65.28	51.40	3.89
柳钢集团	AA ⁻	236.98	77.27	270.82	13.65	26.51	15.26	14.10	59.14	44.38	2.91
国丰钢铁	AA ⁻	144.52	35.22	177.25	18.46	27.02	16.04	26.17	51.17	33.29	1.30
西宁特钢	AA ⁻	91.67	31.13	57.67	4.74	10.56	17.60	16.32	68.32	51.73	2.95

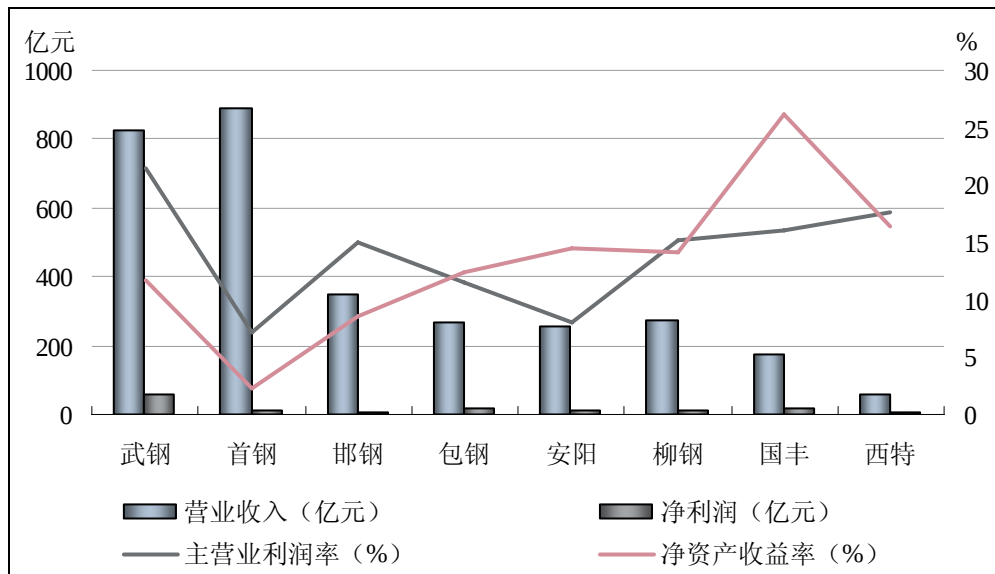
资料来源：联合资信

收入及盈利情况

主要钢铁企业收入及盈利情况参见图 14，选取各个信用等级的一家代表公司为例。武钢集团（AAA/稳定）作为全球最大的单厂硅钢生产企业以及国内主要板材生产厂商，整体盈利能力强；首钢总公司（AA+/稳定）由于产品主要以长材、棒材为主，生产规模大，营业收入较高，但盈利水平处于四家中最低水平，盈利能力较弱；邯钢集团（AA/稳定）作为国内主要普钢生产企业，产品主要是冷轧、热轧为主，盈利能力符合普钢企业的特点；国丰

钢铁（AA-/稳定）盈利能力很强，主要得益于公司较强的成本控制力度及较低的人工成本；西宁特钢股份有限公司（AA-/稳定）属于特钢行业，是中国特钢行业的龙头企业之一，产品质量较高、产业链完整、盈利情况较好。

图 13 主要钢铁企业盈利情况



资料来源：联合资信

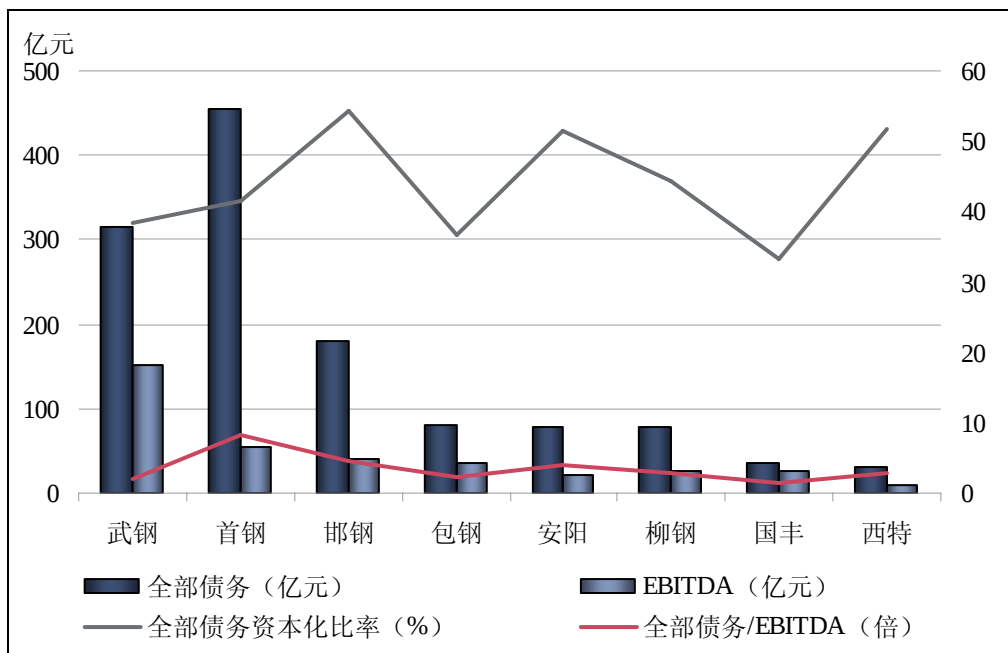
资本结构及偿债能力

从资本结构看，武钢集团和国丰钢铁的全部债务资本化比率处于较低水平，分别为 38.33% 和 33.29%，表明了两家企业较为稳健的财务政策；邯钢集团作为国内主要普钢生产企业，全部债务资本化比率为 54.22%，处于行业的正常水平；首钢总公司由于 2007 年土地资产评估升值，导致全部债务资本化比率的 2006 年大幅下降至 41.38%。

从长期偿债能力指标看，首钢总公司全部债务/EBITDA 最高，为 8.29 倍，国丰钢铁指标最低，为 1.30 倍，武钢集团与邯钢集团全部债务/EBITDA 分别为 2.07 倍和 4.51 倍。

中国钢铁企业的主要实力在于稳定的盈利水平和强劲元现金生成能力。但是，联合资信注意到激进的产能扩张将进一步提高企业的负债水平，同时，大多数钢铁企业已经采取或正在考虑集团上市的方式。但是，吸纳了母公司的资产之后，后续的资源重和产品结构优化还将需要巨额的资本投入，很可能因此提高负债水平。在可预见的未来，中国钢铁企业控制成本的能力尚不明朗，特别是考虑到铁矿石和焦炭等主要原材料价格大幅上升和竞争加剧及需求下滑而导致的盈利能力下降等因素带来的挑战。

图 14 主要钢铁企业资本结构及偿债能力



资料来源：联合资信

五、行业前景

中国钢铁行业的发展与中国经济发展周期密切相关。中国政府已经采取有效措施以抑制钢铁行业不合理的产能扩张，并支持大型高端钢铁企业的发展。这有助于提高钢铁行业产业集中度，解决结构不平衡的问题，并提高未来中国钢铁企业相对于国际同行业公司竞争力。原材料成本飙升和钢铁产品需求趋软给中小钢铁企业的利润率带来进一步压力，并为业内整合提供了动力。从评级角度看，由于大多数大中型钢铁企业在 2007 年保持了积极的财务及信用状况，即使未来适度的利润下滑，仍可能在现有评级的可承受范围之内。随着生产规模的提高，以及产品多样化和一体化经营的实现，业内整合将改善中国钢铁行业的结构化不平衡，并支持其未来可持续性发展。