

撰写日期：2020 年 2 月 20 日

证券研究报告--产业金融专题报告

# 关注钢企获得直接融资支持和后续盈利改善机会

## 央行支持钢铁开展直接融资政策点评

分析师：王合绪

执业证书编号：S0890510120008

电话：021-20321303

邮箱：wanghexu@cnhbstock.com

研究助理：张锦

电话：021-20321304

邮箱：zhangjin@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

### □ 投资要点：

◆供给侧改革以来，钢铁行业经营效益改善，钢企在去杠杆上取得一定进展，但杠杆水平仍然偏高。从 2016 年以来，钢铁行业效益获得改善，截止 2019 年 12 月全行业资产负债率 61.9%，相比 2013 年时期的高点出现了较大的下降。但横向纵向对比来看，钢铁行业资产负债率比除煤炭开采、有色金属外的其他行业都高，而且大幅高于制造业整体平均水平，由此也导致利息支出占营业收入比重较高、成本支出大。

◆2019 年随着经营效益的下滑，降杠杆步伐也出现放缓。2019 年钢铁行业利润总额同比下降 33.6%，受此影响钢企通过自身经营改善降杠杆的步伐也受到一定延缓，截止 12 月全行业资产负债率 61.9%，同比下降 0.6 个百分点，但上升了 0.1 个百分点。随着近年固定资产投资的大幅增加，较高的财务负担对钢企生产经营和行业的高质量发展都有影响。

◆钢企通过债转股全面推进去杠杆还存在一定制约：截止目前钢铁上市公司层面债转股落地项目只有 4 项，金额 144 亿元，整体偏低。受到金融去杠杆，以及市场化、法治化债转股机制还在探索的影响，钢企全面借助债转股实施去杠杆的还存在较大制约。

◆政策对钢企直接融资的支持，将有利于钢企去杠杆、改善盈利水平。截止 2019 年三季度，纳入申万统计的 32 钢铁上市公司中，有 5 家资产负债率超过 70%，有四家介于 60%和 70%之间。从成本角度来看，有六家公司的财务费用占营业收入的比重超过了销售净利率。但在销售毛利率上，2019 年前三季度申万全行业平均达到 11.2%，钢铁板块的 EBIT 利润率整体处在产业链板块的中等水平。随着直接融资受到央行的支持，将有利于钢铁上市公司借助资本市场开展降杠杆工作，同时也带来盈利水平的改善。从钢铁上市公司的基本情况来看，可以关注现阶段资产负债率偏高，公司毛利率大于行业平均水平的公司。

◆投资建议：从目前供需基本面来看，短期钢企盈利面临承压；总体上，我们仍然坚持建议关注高分红、低估值、且未来资本性支出较少的长材类上市公司，关注高附加值产品为主或产品附加值逐步提升、且边际贡献高的特钢类上市公司。长期可以关注现阶段资产负债率偏高，公司毛利率大于行业平均水平的公司。

◆风险提示：宏观经济增速持续下滑，钢铁供需出现较大恶化，钢企盈利大幅下降，上市公司直接融资很难顺利推进。

## 1. 事件：央行支持钢铁行业通过直接融资“去杠杆、降成本”

央行 2 月 19 日发布《2019 年四季度货币政策执行报告》，其中在行业部分重点对钢铁行业运行状况和面临挑战进行了分析，同时针对钢铁行业的下一步工作做了安排，原文表述如下：下一步应以深化供给侧结构性改革为主线，推进改革创新，提高企业竞争力。坚持差异化信贷政策，支持优势企业技术改造、结构调整、绿色发展。充分发挥资本市场在钢铁企业兼并重组中的作用，支持钢铁行业通过直接融资“去杠杆、降成本”，促进行业高质量发展。

## 2. 行业效益下滑，使得钢企通过自身经营改善降杠杆步伐放缓

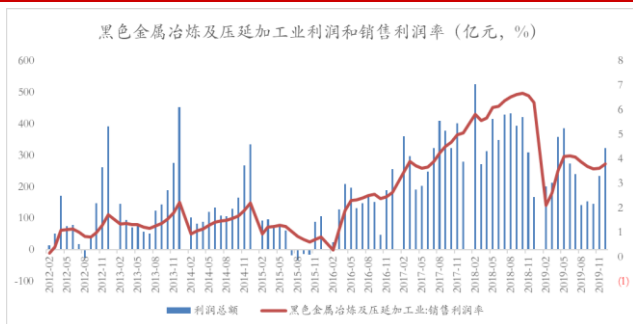
供给侧改革以来，钢铁行业经营效益改善，钢企去杠杆取得一定进展。从 2016 年供给侧改革以来，国家通过推进去产能、打击地条钢，有效缓解了钢铁产能严重过剩的矛盾，促使合规钢企产能利用率基本恢复到合理区间，全行业效益获得改善，2017 年-2019 年行业（不包括黑色金属采矿业）实现利润总额 3419、4026、2677 亿元，行业销售利润率分别为 5.1%、6.3%、3.8%。在行业效益改善的同时钢企降杠杆也取得较大进展，截止 2019 年 12 月全行业资产负债率 61.9%，相比 2013 年时期的高点 68.4%，出现了较大的下降。

作为国民经济基础产业，相比其他制造业，钢铁业杠杆水平仍然偏高、成本支出大。从国家层面看，钢铁行业是国民经济的基础性产业，涉及产业链较长，其稳定运行不仅涉及到上游铁矿、煤炭等原料需求，还影响下游建筑、机械、汽车、家电和造船等行业的原料供应。截止 2019 年 12 月，从产业链上下游和横向对比来看，钢铁业的资产负债率仅比煤炭开采、有色金属两个行业低，比其他行业都高，而且大幅高于制造业整体平均水平 55.8%。较高的杠杆率也导致钢企的利息支出占比的偏高，截止 2019 年全行业利息支出占营业收入比重达到 1.02%，远高于制造业同期成本水平。

2019 年随着行业效益的下滑，钢企降杠杆步伐也出现放缓。从 2018 四季度开始钢材供需基本面出现变化：一方面粗钢产量保持高速增长，2019 年达到 9.96 亿吨，同比增长 83%；另一方面需求端受经济结构调整、增速下滑的影响，出现增速放缓。受此影响 2019 年钢铁行业经济效益出现一定下滑，全年利润总额同比下降 33.6%，导致钢企通过自身经营改善降杠杆的步伐也受到一定延缓，截止 2019 年 12 月全行业资产负债率 61.9%，相比去年年末下降 0.6 个百分点，但从环比来看，比 11 月上升了 0.1 个百分点。

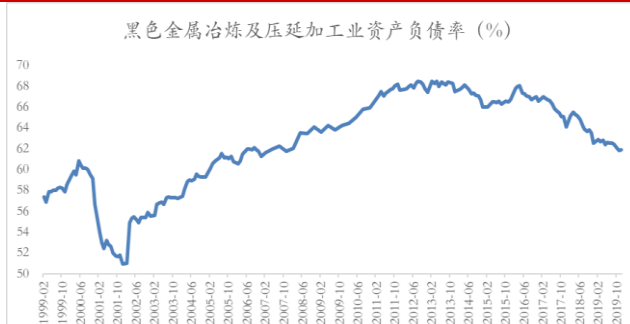
随着近年固定资产投资的加大，未来较高的财务负担对企业生产经营和行业的高质量发展都带来影响。从企业层面来看，近几年大部分钢企围绕高质量发展要求，在推进产能布局调整、加大节能减排投资，企业资本性支出加大，截止 2019 年末全行业固定资产投资增速达到 26%，创金融危机以来的新高，在加上人力成本上升等带来的挑战，较高的财务负担已对企业的经营带来较大的压力，尤其是部分杠杆率仍处在高位的钢企。继续开展去杠杆一方面有助于降低企业财务负担、帮助企业脱困、优化融资结构有积极作用，同时也能支撑钢铁开展兼并重组、布局调整、转型升级，保障国民经济基础产业的高质量发展。

图 1：黑色金属冶炼及压延加工业利润和销售利润率



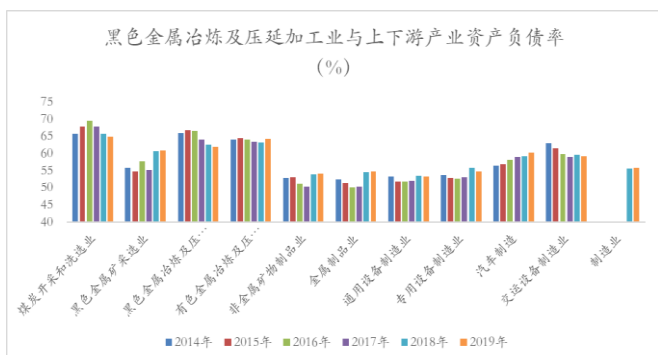
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 2：黑色金属冶炼及压延加工业资产负债率



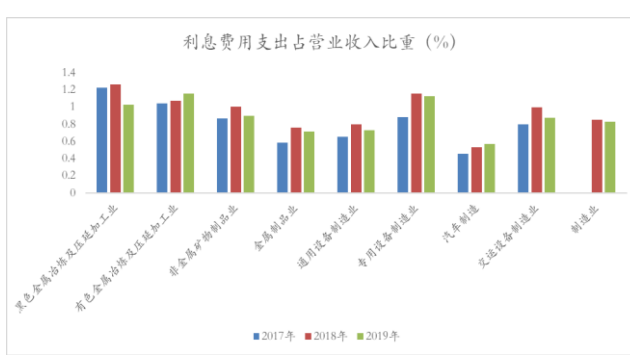
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 3：黑色金属冶炼及压延加工业与上下游产业资产负债率



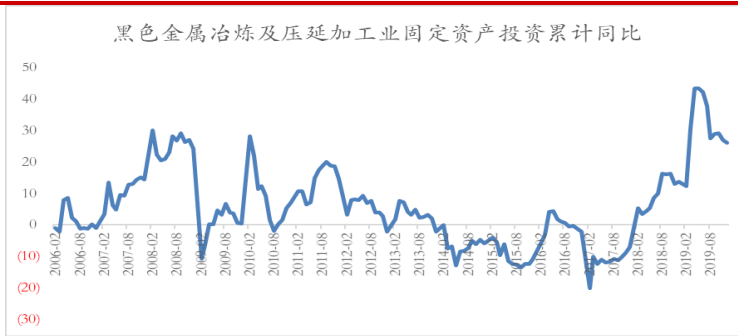
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：利息费用支出占营业收入比重



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：黑色金属冶炼及压延加工业固定资产投资累计同比



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

### 3. 钢企全面借助债转股推进去杠杆还存在一定制约

从 2016 年 9 月国家发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》开始，企业降杠杆、债转股已经近 3 年多。钢铁行业内前后有 10 多家钢铁企业与银行机构签署了债转股协议，合计金额达到近 1885 亿元。

表 1：钢铁行业债转股协议项目

| 标的企业   | 金融机构                  | 规模    | 时间               |
|--------|-----------------------|-------|------------------|
| 武钢集团   | 建行                    | 240 亿 | 2016 年 8 月 18 日  |
| 中钢集团   | 中行、交行、国开行、农行、进出口银行、浦发 | 600 亿 | 2016 年 9 月 27 日  |
| 太钢集团   | 工行                    | 40    | 2016 年 12 月 26 日 |
| 马钢集团   | 建行                    |       | 2016 年 12 月 29   |
| 安钢集团   | 建行                    |       | 2017 年 1 月 11 日  |
| 南钢股份   | 建行                    | 30 亿  | 2017 年 2 月 22 日  |
| 酒钢集团   | 建行                    | 100 亿 | 2017 年 3 月 10 日  |
| 鞍钢集团   | 兴业                    | 100 亿 | 2017 年 4 月 5 日   |
| 河钢集团   | 建行                    | 200 亿 | 2017 年 5 月 19 日  |
| 山东钢铁集团 | 工行                    | 260 亿 | 2017 年 5 月 25 日  |
| 鞍钢集团   | 建行                    | 240 亿 | 2017 年 6 月 30 日  |
| 包钢集团   | 中行、交行、国开行、农行、兴业、工行等   | 115 亿 | 2018 年 12 月 27 日 |
| 包钢集团   | 平安银行                  |       | 2019 年 8 月 9 日   |

资料来源：公司网站收集整理、华宝证券研究创新部

在上市公司层面，截止目前债转股落地的项目只有 4 项：南钢股份、华菱钢铁、西宁特钢、包钢股份，合计披露的金额 144.7 亿元，相比较 32 家 A 股上市公司的 4444 亿元的有息负债而言，占比很低。整体而言，钢铁行业通过债转股、降杠杆的项目比例较低。

表 2：钢铁上市公司债转股落地项目

|      | 标的名称  | 债转股参与机构   | 金额（亿元） | 持股比例    | 实施时间        |
|------|-------|-----------|--------|---------|-------------|
| 南钢股份 | 南钢发展  | 建信        | 30     | 30.97%  | 2017 年 3 月  |
|      | 华菱湘钢  | 建信、中银、工银等 | 12.5   | 8.86%   | 2018 年 12 月 |
| 华菱钢铁 | 华菱涟钢  | 建信、中银、工银等 | 11.6   | 11.03%  | 2018 年 12 月 |
|      | 华菱衡管  | 建信、中银、工银等 | 6.3    | 17.23%  | 2018 年 12 月 |
| 西宁特钢 | 西钢新材料 | 工银等       | 7      | 24.35%  | 2019 年 7 月  |
| 包钢股份 | 包钢金属  | 中银、工银、农银等 | 77.3   | 不超过 49% | 2019 年 9 月  |

资料来源：上市公司公告、华宝证券研究创新部

过去两年金融行业也在经历着去杠杆，实施债转股的金融资产投资公司同时又受到商业银并表、资金募集、资本占用等诸多制约。而实际推进过程，债转股的定价等市场化问题也成为影响推进的重要因素，尤其是在部分国有资本占比偏高的行业，双方都不愿意承担因折价而带来的国有资本损失。这些都导致债转股推进整体较慢。

2019 年 7 月末国家发展改革委、人民银行、财政部、银保监会联合发布《2019 年降低企业杠杆率工作要点》，其中出现了许多新的提法，包括完善市场化法治化债转股、综合运用各类降杠杆措施、进一步完善企业债务风险防控机制。但目前来看，债转股作为一项按照市场化、

法治化推进企业降杠杆的举措,它还面临一定制约,钢企较难全面铺开借助债转股实施去杠杆。

表 3:《2019 年降低企业杠杆率工作要点》

| 2019 版要点新提法        |                                                                                                          |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 首次出现“债转股的扩面提质”表述   | 2019 年则将其“加大力度推动市场化法治化债转股增量扩面提质”列为第一项。同时强调要推动金融资产管理公司发挥债转股主力军的作用,要求相关商业银行从人力投入、内部地位、激励机制等方面落实保障。         |
| 明确拓宽实施机构的资金募集渠道    | 2019 年工作要点明确提出,出台金融资产管理公司发起设立资管产品备案制度,将市场化债转股资管产品列入保险资金等长期限资金允许投资的白名单,探索提出允许在满足一定条件下公募资管产品依法合规参与优质企业债转股。 |
| 对资金期限错配提出解决        | 鼓励保险资金在内的长期的社会资本参与市场化债转股。这有利于发挥保险资金期限比较长的优势。                                                             |
| 将解决资本占用问题列为工作重点    | 一方面支持商业银行发行永续债补充资本;另一方面要求银保监会在 2019 年底之前妥善解决金融资产管理公司等机构持有债转股股权风险权重较高、资本占用较多问题。                           |
| 推进债转股资产定价市场化       | 《要点》提出推动具备条件的各类交易场所依法合规开展转股资产交易,尽快选择若干家交易场所开展相对集中交易试点。有效完善国有企业、债转股实施机构等尽职免责办法,解除相关主体后顾之忧。                |
| 明确建立市场化债转股项目评估检查机制 | 明确监管机构定期就市场化债转股项目在降低企业资产负债率、改善公司治理、完善现代企业制度等方面落实情况进行现场调研、评估和监督检查。                                        |
| 弱化对企业债务风险防范机制的要求   | 相比 2018 年要点将企业债务风险防范工作排在第一位,2019 年直接将其放在第三大工作要点,这也符合当前宏观经济稳增长、弱化去杠杆的要求。                                  |

资料来源:华宝证券研究创新部

#### 4. 政策对直接融资的支持,将有利于钢企去杠杆、改善盈利水平

截止 2019 年三季度,纳入申万统计的 32 钢铁上市公司中,有 5 家资产负债率超过 70%,有四家资产负债率介于 60%和 70%之间。有四家公司带息负债超过 300 亿元,9 家公司带息负债介于 100 亿元和 300 亿元之间。从成本角度来看,有六家公司的财务费用占营业收入的比重超过了销售净利率,也意味付给银行甚至高于自己挣得。但从销售毛利率来看,2019 年前三季度申万全行业平均达到 11.2%。尽管在 2019 年钢铁行业整体效益都出现了下滑,但大部分公司的毛利率还是高于 10%的水平。从未来中长期来看,我们在 2020 年度策略报告中提出钢铁需求只是决定盈利的高度,供给的自主调整保障盈利的底线,随着供给侧总量、结构、企业竞争行为上的突破,钢铁行业的自主调整能力得到全面提升,钢企的盈利整体有保障,盈利水平中长期将处在稳定水平。

相比债转股,通过发行股票或债券的直接融资的方式运作多年,在市场化、法治化上更具备优势。钢铁行业是国家重点控制产能行业,过去一段时间很难从资本市场获得直接融资;从 2016 年至今,钢铁上市公司通过定向增发模式从市场获得资金仅 182 亿元。随着直接融资受

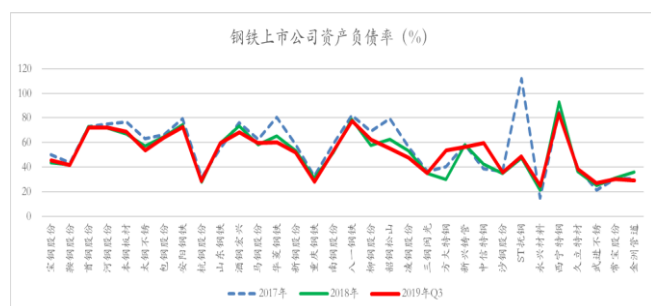
到央行的支持,将有利于钢铁上市公司借助资本市场开展降杠杆工作,同时也带来盈利水平改善的机会。从钢铁上市公司的基本情况来看,可以关注现阶段资产负债率偏高,公司毛利率大于行业平均水平的公司。

表 4: 2016 年至今钢铁上市公司股权融资情况

| 名称   | 发行日期       | 发行方式 | 实际募资总额(亿元) | 其中:货币募集金额(亿元) |
|------|------------|------|------------|---------------|
| 华菱钢铁 | 2019-12-26 | 定向   | 87.35      | 0             |
| 中信特钢 | 2019-08-23 | 定向   | 231.79     | 0             |
| 安阳钢铁 | 2019-05-17 | 定向   | 16.18      | 16.18         |
| 三钢闽光 | 2018-06-12 | 定向   | 27.62      | 0             |
| 本钢板材 | 2018-02-01 | 定向   | 40.00      | 40.00         |
| 新钢股份 | 2017-10-24 | 定向   | 17.60      | 17.60         |
| 常宝股份 | 2017-10-12 | 定向   | 9.92       | 0             |
| 南钢股份 | 2017-09-07 | 定向   | 17.88      | 17.88         |
| 新兴铸管 | 2017-02-16 | 定向   | 17.90      | 17.90         |
| 西宁特钢 | 2016-11-15 | 定向   | 17.50      | 17.50         |
| 三钢闽光 | 2016-08-24 | 定向   | 30.00      | 30.00         |
| 杭钢股份 | 2016-05-13 | 定向   | 24.75      | 24.75         |
| 三钢闽光 | 2016-04-08 | 定向   | 23.25      | 0             |

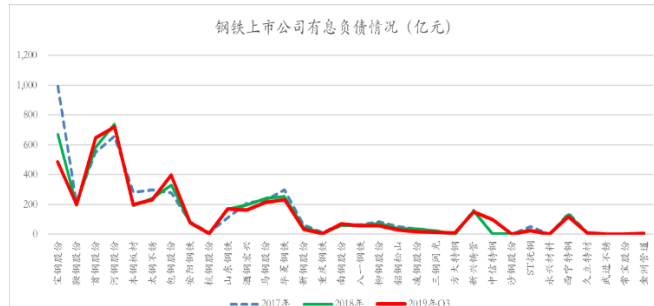
资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 6: 钢铁上市公司资产负债率



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 7: 钢铁上市公司有息负债



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_7115](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7115)

