

【】

核心篇：钢铁行业信用分析特征与投资序列

行业 2021 年债券投资手册之二

- ❖ 本篇是我们钢铁行业系列报告的第二篇，旨在从风险与价值分析的角度，给出具体的钢铁行业债券投资建议。
- ❖ 行业信用风险特征：1、作为典型的中游行业，行业内多数钢企上游的铁矿石依赖进口，下游又受制于地产、基建、汽车需求的不稳定，利润受供需两端影响均较大。2、行业内以国企为主，受区域融资环境影响很大，如河北冀中能源的信用事件对于河钢的估值带来一定冲击，内蒙古城投信用事件不断间接使得包钢市场认可度下降等。3、典型的重资产行业，样本发债企业资产负债率中位数为 60.31%，固定资产/总资产比例的中位数为 35.96%。4、行业内环保限产压力大，如河钢在唐山地区的产能可能面临较大的环保限产压力。
- ❖ 债券市场特征：行业债券融资规模较高，外部评级主要分布在 AAA。在产业债存续债券余额前十大行业中，钢铁行业排名第 9，余额为 4216 亿元。从主体评级分布上看，钢铁行业高信用等级债券占比处于行业首位，AAA 级债券占比为 96%，远高于前十大行业平均的 80%。从中债估值收益率来看，当前钢铁债整体估值较低，中债估值收益率主要分布在 3%-5% 区间，债券余额占比合计为 76.34%。截至 6 月末，钢铁行业存续债发行主体共有 42 家，央企(包含央企子公司)有 1 家，地方国企有 24 家，民营企业有 8 家，存续债剩余期限主要分布在 1-3 年、1 年以内，合计占比 81.56%。
- ❖ 的信用分析与财务分析要点：

信用分析要点：1、股东背景和外部支持，钢企的区域重要性越高，陷入困境时获得政府补助的可能性也越大；2、企业规模，钢企规模是衡量钢企抗风险能力最重要的指标之一；3、产品构成，产品结构齐全的钢企有利于平滑需求波动风险；4、多元业务，随着钢铁行业下游需求逐渐放缓，部分钢企选择发展多元产业；5、原材料供应保障程度与成本控制，钢企能否以较低的价格并且稳定的获得原材料供应是钢企控制成本的关键；6、生产效率与社会负担，人员冗余问题影响钢企生产效率。
- ❖ 钢企信用分析模型与打分结果：首先从规模因素、综合盈利能力、杠杆水平与偿债压力以及定性因素四个维度构建钢企的信用打分模型；然后对当前存续债高于 10 亿的钢企进行打分；接着利用钢企 1 年期债券中债估值收益率对其信用得分进行拟合，二者相关系数为 -0.65，模型得到较好的检验；最后将钢企分为低、中、高三个风险偏好区间，在每个区间内选取风险收益比较高的标的以供投资者参考。低风险偏好：的风险收益性价比较高；中风险偏好：河钢集团、南京钢铁的风险收益性价比较高；高风险偏好：中天钢铁、辽宁方大、山钢集团、酒钢集团的风险收益性价比较高。
- ❖ 结合全部行业的债券违约事件，从信用分析角度可以有以下启示：1、在行业上行周期激进扩张的企业，往往会在行业下行时承压。在经济周期上行时，企业往往会选择增资扩产，导致负债水平攀升。一旦出现政策或价格拐点，成本控制力较差的企业往往面临盈利能力下降+负债水平上扬+再融资困难的问题，容易引发风险。2、杠杆率水平与基本面分析很重要，中钢股份、东北特钢、金特钢铁、华盛江泉在违约前资产负债率均超 80%；对于央企和地方国企，还应关注扣除资产处置以及政府补贴后的真实利润。3、关注对外担保水平和应收款项情况，此外，大额的应收账款、预付账款、其他应收款对资金的占用也需关注。
- ❖ 风险提示：

公司基本面信息变化较快、政策支持不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：杜渐

电话：010-66500886
 邮箱：dujian@hcyjs.com
 执业编号：S0360519060001

证券分析师：周冠南

电话：010-66500886
 邮箱：zhouguannan@hcyjs.com
 执业编号：S0360517090002

相关研究报告

- 《【华创固收】复苏态势依旧，政策变数增加——6 月海外月度观察》
-07-02
- 《【华创固收】严监管下的上半年评级调整全景信用策论系列之十一》
-07-03
- 《【华创固收】价格分化有所收敛，下半场攻守兼备布局可转债半年度回顾及展望》
-07-05
- 《【华创固收】“降准”预期下，流动性的三个矛盾 7 月流动性月报》
-07-08
- 《【华创固收】十年复盘视角看城投当下监管趋严城投债系列思考之五》
-07-

投资主题

报告亮点

从行业角度与债券市场两个角度,分析行业区别于其他行业不同的信用特征。梳理行业与其他行业的信用特征异同,及行业债券市场与信用债市场的异同,从整体上对行业的外部信用环境进行分析。

从信用分析与财务分析两个角度梳理钢铁企业要点,以此构建钢企的信用打分模型。信用分析要点为股东背景和外部支持、企业规模、产品构成、多元业务、原材料供应、生产效率与社会负担等等,财务分析要点为杠杆水平与偿债能力、盈利能力、资本支出等等。

从指标打分、案例分析两个角度,论述行业发债主体的信用分析方法。构建信用分析模型,以打分的形式计算重点钢企信用基本面指标,并结合打分结果与收益率给与投资建议,最后通过分析违约案例总结钢企的违约特征。

投资逻辑

构建行业企业信用打分模型,根据打分结果给予投资建议,总结违约企业的违约诱因,以史为鉴帮助避雷。首先分析行业信用特征及债券市场特征,再构建钢企信用分析模型得出打分结果,并给予投资建议,最后从违约样本出发,总结归纳违约原因。

目 录

一、钢铁行业信用风险特征简述.....	5
二、钢铁行业债券市场特征简述.....	5
三、钢铁企业的信用分析与财务分析要点全览.....	7
(一) 信用分析要点.....	7
1、股东背景和外部支持.....	7
2、企业规模.....	8
3、产品构成.....	9
4、多元业务.....	9
5、原材料供应保障程度与成本控制.....	
6、生产效率与社会负担.....	
(二) 财务分析要点.....	11
1、杠杆水平和偿债能力.....	11
2、盈利能力.....	11
3、资本支出问题.....	11
四、钢铁企业的信用分析模型与打分结果.....	
(一) 评分标准.....	
(二) 综合打分结果.....	
(三) 打分结果的收益率测试与投资建议.....	14
五、钢铁企业的历史信用风险事件全回顾.....	
(一) 钢企信用风险事件全览.....	
(二) 钢企债券违约事件与启示.....	
1、中钢股份：2015年 月违约激进扩张+应收款项异常+杠杠率高.....	17
2、东北特钢： 年3月违约激进扩张+突发事件+杠杠率高.....	17
3、华盛江泉：2017年3月违约限产影响+大额对外担保+杠杠率高.....	17
4、金特钢铁：2018年5月违约连续亏损+受限资产占比高+杠杠率高.....	18
六、风险提示.....	18

图表目录

1	产业债存续债券余额前十大行业（亿元）	5
2	各行业产业债主体评级分布	5
3	钢铁行业存续债剩余期限分布	6
4	钢铁行业存续债主体企业性质分布	6
5	截至 年 6 月底钢铁行业债券发行概况	6
6	钢铁行业信用利差走势	6
7	钢铁行业各等级信用债三年到期收益率变动	6
8	产业债余额前十大行业存量债券估值波动占比	7
9	钢铁行业存续债的中债估值收益率分布	7
10	2020 年部分钢企基本情况	8
11	钢铁企业的信用打分指标与规则	
12	存续债余额高于 亿元的钢企信用得分情况	
13	钢企信用得分与中债估值收益率散点图（央企为蓝色、央企子公司为绿色、地方国企为黑色、民企为红色）	14
14	钢企信用冲击导致估值波动的风险事件简述	
15	钢企债券违约后处置情况	
16	东北特钢违约前 5 年的经营指标情况	17

本篇是我们钢铁行业系列报告的第二篇，旨在从风险与价值分析的角度，给出具体的钢铁行业债券投资建议。

一、行业信用风险特征简述

1、典型的中游行业。行业内多数钢企上游的铁矿石依赖进口，下游又受制于地产、基建、汽车需求的不稳定，利润受供需两端影响均较大。

2、行业内国企为主，受区域融资环境影响很大。如河北冀中能源的信用事件对于河钢的估值带来一定冲击，内蒙古城投信用事件不断间接使得包钢市场认可度下降等。

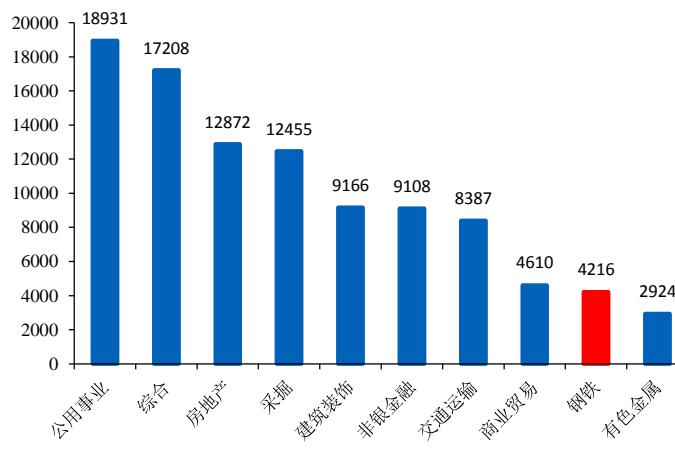
3、典型的重资产行业。样本发债企业资产负债率中位数为 60.31%，固定资产/总资产比例的中位数为 35.96%。

4、行业内环保限产压力大。如河钢在唐山地区的产能可能面临较大的环保限产压力。前期环保投资较小，环保设备尚未达标的企业将会面临较大的资本支出压力，对于企业利润空间存在一定不利影响。

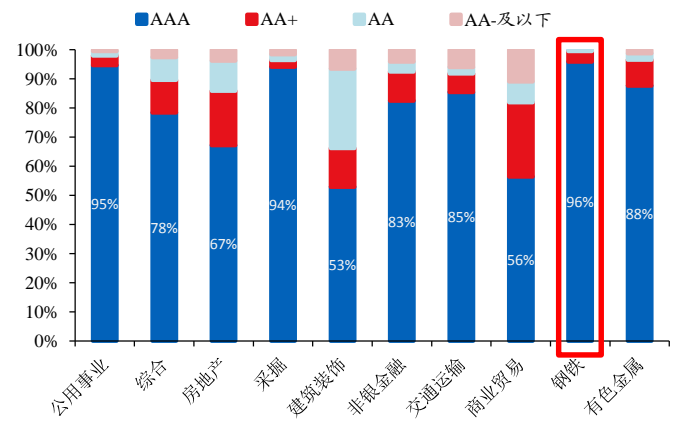
二、钢铁行业债券市场特征简述

钢铁行业债券融资规模较高，外部评级主要分布在 AAA。截至 年 6 月，以申万一级行业口径测算，在产业债存续债券余额前十大行业中，行业排名第 9，存续债券余额为 4216 亿元。从主体评级分布上看，钢铁行业高信用等级债券占比处于行业首位，AAA 级债券占比为 96%，远高于前十大行业平均的 80%，无 AA-及以下等级债券。

1 产业债存续债券余额前十大行业（亿元）

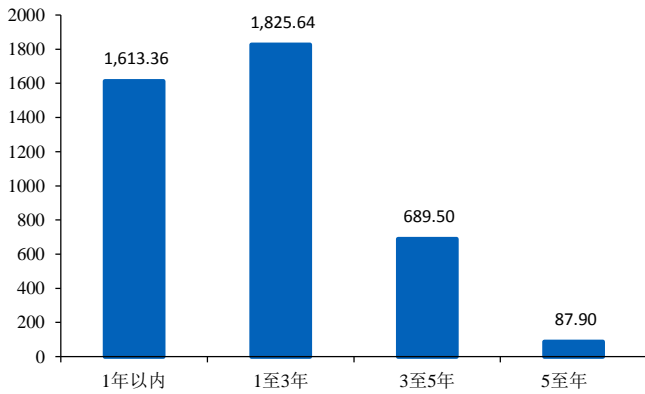


2 各行业产业债主体评级分布

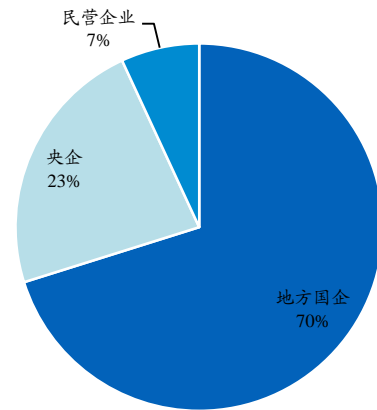


钢铁行业发债主体以央企与地方国企为主，存续债剩余期限主要分布在 1-3 年与 1 年以内。截至 年 6 月末，钢铁行业存续债发行主体共有 42 家，央企(包含央企子公司)有 10 家，地方国企有 24 家，民营企业有 8 家，其中地方国企与央企的存续债余额占比合计为 93%。存续债剩余期限分布上，1-3 年债券余额最大，占比 43.30%，1 年以内债券余额其次，占比 38.26%，其余债券期限的余额占比仅为 18.44%。

3 行业存续债剩余期限分布



4 行业存续债主体企业性质分布



截至 2021 年 6 月底，以狭义信用债口径（短融、中票、企业债、公司债、定向工具）统计，钢铁行业存续债规模为 4216 亿元，行业累计发债主体数量为 88 家，目前有 4 家主体违约。从发行的债券类型来看，中期票据、公司债存续余额较高，合计占比 77%。

据统计，产业债存量余额为 12.32 万亿元，其中，行业债券余额占 3.42%；近一年来行业新发行债券 142 只，发行规模 2230 亿元。

5 截至 2021 年 6 月底钢铁行业债券发行概况

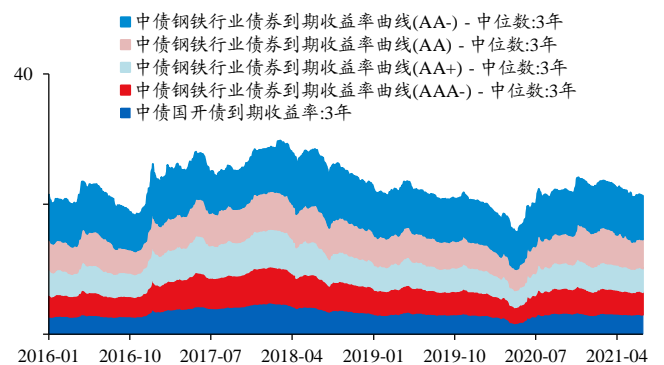
项目	基本情况
行业存续债券规模	4216 亿元
行业当前存续发债企业数量	42 家
行业历史违约主体数量	4 家
行业特征	资金密集型，强顺周期型

2020 年 2 月，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，受去产能政策对市场情绪的冲击以及中钢、东特钢等企业相继违约等因素影响，钢铁行业信用利差出现大幅走阔。2020 年 11 月，永煤事件发生，弱资质国企遭遇砸盘。由于钢铁行业弱资质国企偏多，整体信用利差走扩，近期收益率出现一定回落之后，利差整体仍处于较高区间。

6 钢铁行业信用利差走势



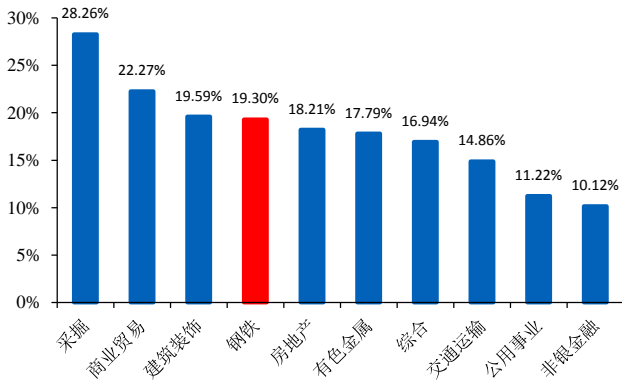
7 钢铁行业各等级信用债三年到期收益率变动



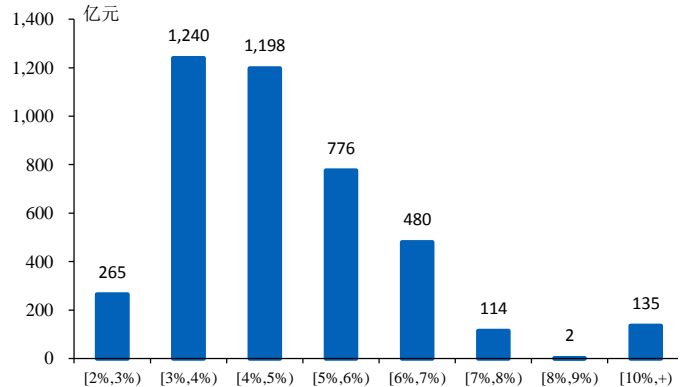
自 2015 年初至今，统计所有存量债券估值波动情况（债券成交净价小于 97 元），产业债券余额前十大行业中，钢铁行业估值波动债券占比为 19.30%，排名第 4，位于行业较高水平。

从中债估值收益率来看，当前钢铁债整体估值较低，中债估值收益率主要分布在 3%-5% 区间，债券余额占比合计为 76.34%。值得注意的是，中债估值收益率位于 10% 以上的钢铁债余额仍有 135 亿元，其发行主体为本钢集团、包钢股份，对应的债券余额分别为 25 亿元、1 亿元。

8 产业债余额前十大行业存量债券估值波动占比



9 钢铁行业存续债的中债估值收益率分布



三、钢铁的信用分析与财务分析要点全览

（一）信用分析要点

钢铁企业的抗风险能力主要是钢企在面对原材料价格的大幅上升以及产品需求下滑等情况时仍能保持盈利或正常经营的能力，因此钢铁企业的抗风险能力主要取决于成本控制、产品竞争力、取得外部支持能力三方面。

成本控制能力：主要反映在企业能否实现规模化效应，能否稳定获得原材料供应，能否以较低物流成本取得原材料供应上。总体而言钢铁行业作为典型的资源加工型行业，其同质化竞争属性较强，因此钢铁企业的核心抗风险能力将取决于其成本控制能力

产品竞争力：主要反映在公司的产品结构是否多样化并能够实现较高的产品附加值以及区域市场占有率上。

取得外部支持能力：在钢铁企业在面临行业经营效益下滑，处于大幅亏损等困境时，钢企的股东背景尤为重要。

1、股东背景和外部支持

钢铁企业发债主体多为国企，但政府补助较为有限。多有国资背景，其中地方国有企业占行业主导地位，其中沙钢集团、永钢集团、方钢集团为民营企业。相比煤炭等行业的公司，钢铁获得的政府补助额较为有限，在行业亏损最为严重的 2015 年，钢铁行业发债企业合计亏损 1560 亿元，而政府补助额仅约 143 亿元，占行业亏损额约 9%（2015 年煤炭行业发债主体合计亏损 4 亿元，而政府补助 200 亿元，占行业亏损额近 50%）。在对钢铁的股东背景进行分析时，若钢铁为地方国有企业，需结合该钢铁占全省国企总资产和收入的比例进行分析，钢铁往往是当地国企的

重要组成部分，对当地的财政收入，就业等起到了较大的支持作用，钢铁资产和收入在当地国企中的占比越高，则钢铁的区域重要性越高，在陷入困境时获得政府补助的可能性也越大。以产钢大省河北为例，年河钢集团总资产占省属国有企业总资产的 23.26%，并贡献全省国有企业 38.61% 的收入，为全省最重要的国有企业。

2、企业规模

钢铁企业的规模是衡量钢铁企业抗风险能力最重要的指标之一，出于数据可比性，通常而言衡量钢企规模的指标主要是粗钢的产量以及产能。较大的规模对企业抗风险能力的重要意义在于：

- 1) **产生规模效应，降低吨钢生产成本。**钢铁行业为重资产行业，以厂房建筑、高炉和机器设备为主的固定资产占比较大，较高的产能及产量有利于降低吨钢的生产成本，为追求规模化生产效应引起的盲目的产能扩张也是导致钢铁行业结构性过剩的重要原因
- 2) **提升企业议价能力。**钢铁行业处于产业链中游，由于集中度不高的因素导致钢铁行业整体对上游的议价能力较弱，产品成本受原材料价格影响较大，由于产品差异化程度不高导致对下游的议价能力也较弱，生产规模大的钢企其市场地位较高，相对上下游企业具有更强的话语权。此外，在一个区域中较大规模的钢企能通过统筹区域市场，增加市场份额。
- 3) **实现管理、生产、经营方面的改善，并在获得资源支持方面更具有优势。**较大规模的钢企在资金成本方面更有优势，同时结合目前钢铁行业的兼并重组案例来看，参与兼并重组为钢企带来了不同程度的
- 4) **管理、生产、经营方面的改善，以及盈利、运营、偿债能力等经营业绩方面的提升，最终实现“1+1>2”的协同效应。**

以年粗钢产能规模统计，年 4000 万吨级以上主体为中国宝武、宝钢股份、河钢集团等，3000-4000 万吨级主体有鞍钢集团、首钢集团、山钢集团等。绝大部分钢铁主体粗钢产能分布在 1000-3000 万吨，包括首钢、山钢、沙钢、华菱、鞍山钢铁等 19 家钢企，永钢、酒钢、昆钢、新兴铸管的粗钢年产量在 100-1000 万吨级，规模在发债主体中偏小，其中新兴铸管相对特殊，主要产品为铸铁管，也有一定比例的钢管产品。

目前我国钢铁行业新上产能须通过指标置换，产能扩张受限，新建产能如宝钢湛江基地、山钢日照基地、宝钢盐城基地、柳钢防城港基地、首钢京唐基地等建设及远景规划产能均在 1000 万吨甚至 2000 万吨钢材年产能之上，基地单体规模优势巨大，项目均临港投建，可以最大程度节省物流成本，技术水平均较先进、生产效率较高，优质产能向沿海集聚是未来国内钢企主要发展方向。总体上，行业仍在整合集中，产能指标总体固化，意味着较大产能规模反映了钢企在国内较高的行业地位，相对上下游企业具有更强的话语权，并易取得政府和银行的相应支持。

年部分钢企基本情况

企业名称	简称	粗钢产量（万吨）	钢铁业务收入占比（%）	非钢业务构成
中国宝武钢铁集团有限公司	中国宝武	11529	70.47	智慧服务、资源环境、新材料、产业园区
宝山钢铁股份有限公司		4739	43.06	信息科技、炭材、金融
河钢集团有限公司	河钢集团	4376	80.02	矿产资源、钢铁贸易、金融
鞍钢集团有限公司	鞍钢集团	3819	69.58	钒钛制品、工程、贸易

企业名称	简称	粗钢产量(万吨)	钢铁业务收入占比(%)	非钢业务构成
首钢集团有限公司	首钢集团	3396	56.85	矿产资源、城市基建、金融、房地产
山东钢铁集团有限公司	山钢集团	3111	51.56	耐材、矿业
江苏沙钢集团有限公司	沙钢集团	2700	71.85	贸易、客房、修理
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	华菱集团	2678	65.98	贸易、物流、金融、节能环保
鞍山钢铁集团有限公司	鞍山钢铁	2654	93.5	钢铁贸易、技术加工和机械加工
河钢股份有限公司	河钢股份	2510	83.77	钒产品、气体水电等其他产品
北京首钢股份有限公司	首钢股份	1978	94.98	动力、固废销售
辽宁方大集团实业有限公司	辽宁方大	1960	68.3	贸易、商业、矿业、汽车零部件、地产
本钢集团有限公司	本钢集团	1736	92.92	贸易物流、金融、装备制造、工业服务
山东钢铁股份有限公司	山钢股份	1627	82.58	
广西柳州钢铁集团有限公司	柳钢集团	1605	72.15	贸易物流、能源化工、环保、房地产
内蒙古包钢钢联股份有限公司	包钢股份	1561	89.98	稀土销售、钢坯销售、焦化副产品销售
柳州钢铁股份有限公司	柳钢股份	1530	91.11	副产品、焦炉煤气和其他能源产品
中天钢铁集团有限公司	中天钢铁	1269	97.65	贸易、酒店
南京钢铁股份有限公司	南钢股份	1158	73.94	副产品销售
南京南钢钢铁联合有限公司	南京钢铁	1158	72.32	副产品销售

评级报告，世界钢铁协会，华创证券整理

3、产品构成

钢铁企业面临同质化竞争，产品结构齐全的钢企有利于平滑需求波动风险。钢材主要可分为长材和板材，长材主要应用于建筑业，而板材则主要运用于汽车、船舶等制造业，此外特钢以普钢为原材料进一步精密加工而成，具备特殊性质，产品细分类别多且互相差异大。在不同时期，建筑业和制造业会表现出相对强弱，例如 年左右地产行业较为繁荣，而制造业相对较弱，导致螺纹钢毛利远高于冷轧板，在铁矿石价格走高时，螺纹钢产品仍能保持盈利，而冷轧板等板材产品已处于亏损的状态。钢企若具备多样化的产品结构则有利于平滑下游需求波动的风险。

不能简单以钢材售价或吨钢毛利反映钢材附加值。目前市场上一些投资者往往通过钢企的吨钢售价来反映钢企产品的竞争力或附加值，我们认为此种方法存在一定误区，主要原因在于：1) 钢材售价是企业物流成本，区域供需格局，下游需求变化等多因素作用下的结果；2) 高端钢材的毛利并不一定大于低端钢材，甚至低端钢材的毛利往往高于高端钢材，原因在于现在的政策环境下，整个行业产能的进入和退出的机制并不是市场化的，当某种钢材毛利较高时，无法快速新增产能，只能进行等量置换，导致产品价格无法靠市场化的力量快速平抑。

4、多元业务

近年来，随着钢铁行业下游需求逐渐放缓，部分钢企选择在以钢铁为主业的基础上发展多元产业，实现升级转型。钢企多元产业发展主要有两个阶段：一是由内生型向市场化发展的阶段；二是由分散型向专业化、产业化、规模化发展的阶段。目前，国外大型钢企多元产业发展较为成熟，处于第二阶段，相比之下，我国大部分钢企多元产业发展仍处于起步阶段，市场化程度低，依赖钢铁主业，并且毛利率通常较低，对企业收益

的贡献较小。

目前钢铁企业的多元化业务主要可分为以下几类：

- 1) **相关多元化业务：上游产业延申**，例如拥有矿业子公司的钢企通常有铁矿石采掘与出售业务，自备炼焦厂的钢企有炼焦等业务。**炼钢资源综合利用与节能环保业务**，例如钢企可将炼钢过程中产生的废钢出售，余能余热用于发电，实现能源的循环利用。**下游产业延申与钢铁服务业**，例如武钢进入钢结构制造服务领域，河钢集团打造钢铁贸易平台，服务钢铁供应链上下游企业。
- 2) **金融业务**：通过发挥集团资金集中统一运作的平台优势，纷纷进入金融领域，目前各大钢企主要通过直接投资或成立集团财务公司的方式进入银行、证券、信托等金融产业，例如宝武集团旗下的华宝投资公司，涉及基金、证券、信托、租赁、银行等业务。
- 3) **新材料与信息技术等高科技产业**：依托技术优势和资金优势，并出于扩大收入，规避主营业务风险等因素的考虑纷纷进入新材料制造与信息技术等高科技产业，例如宝武集团将新材料板块定位为新的支柱产业，重点推进新能源、海洋工程、航空航天等领域所需的镁、铝、钛等轻金属材料、特种冶金材料产业化，公司的子公司宝钢宝信公司已成为具有较强市场竞争力的软件技术公司，并已于 A 股上市。
- 4) **依托区域资源或出于社会因素等原因而发展的业务**：例如酒钢等具有独特地域优势和资源禀赋的企业，发展了葡萄酒，煤电铝一体化等产业，部分国有钢铁企业由于具有一定的社会责任，还开展了宾馆餐饮、旅游等业务。

5、原材料供应保障程度与成本控制

原材料涨价背景下，钢铁企业能否以较低的价格并且稳定的获得原材料供应是钢企控制成本的关键。

铁矿石和焦炭是高炉炼铁主要原料，尤以铁矿石原料保障能力最为重要。焦炭主要由焦煤炼制，从公布资料看，河钢、宝钢、首钢等家钢企均有一定焦炭自给能力，部分自给率可以达到 100%，但是焦煤均需外购，考虑到目前焦煤价格高企，从焦煤制焦炭的利润空间相对有限，焦炭自给对钢企成本管控影响相对有限。年以来铁矿石持续涨价的背景下，矿石保障能力对成本控制的影响愈发重要，目前拥有一定矿石自给能力的企业包括河钢、首钢、山钢、鞍钢等家钢企，其中 2018 年首钢、鞍钢、酒钢、攀钢、太钢铁矿石自给率均超过 50%，抵御矿价上涨能力相对较强。

6、生产效率与社会负担

可用吨钢综合能耗来衡量钢企的生产效率。吨钢综合能耗使用以千克标准煤计量的能量来衡量钢企生产时的能源利用效率问题，该指标也是钢企生产效率的直接体现，目前国家要求吨钢综合能耗低于 620 千克标煤，吨钢综合能耗较高的钢企说明生产工艺流程较为粗放，能源利用效率较低，且面临一定的成本控制和节能环保压力。

由于历史原因，国有钢企人员冗余问题较为严重，影响钢企生产效率和利润。可用人均粗钢产量、人均收入和创造净利润来衡量钢企的人员冗余程度。

- 1) 人均粗钢产量=钢企粗钢产量/职工总数，该指标一方面反映钢企的生产效率，也

可反映钢企的“养闲人”问题是否严重，职工主要可分为生产人员和管理人员，通常“养闲人”问题较严重的钢企管理人员占比较高，导致人均粗钢产量较低

- 2) 职工人均收到现金=现金流量表中支付给职工以及为职工支付的现金/职工总数，由于生产人员的工资会计入钢铁的生产成本，而销售费用、管理费用中的职工薪酬则仅反映销售人员和管理人员的收入，由于现金流量表中的“支付给职工以及为职工支付的现金”一项既包括支付给生产人员的职工薪酬，也包括支付给管理、销售人员的薪酬，因此只要企业不存在严重的工资拖欠问题，该指标能综合反映企业的人员负担程度，通常来讲，人均收到现金越高的钢企代表薪酬市场化程度较高，员工激励效应更强，人均收到现金较低的钢企则说明人员冗余问题可能较为严重，且有一定概率存在拖欠职工工资问题，现金流较为紧张。
- 3) 人均创造净利润=归母净利润/职工总数，该指标也是钢企人员冗余程度的集中体现。

(二) 财务分析要点

1、杠杆水平和偿债能力

杠杆水平能够很好衡量钢铁企业愿意承担的财务风险水平，同时，该指标也衡量了钢铁企业为维持其竞争地位，在投资以及偿债方面的能力。相比于其他行业，钢铁行业现金流的稳定性一般、产品价格波动较大，因此，钢铁企业承受过高财务杠杆的能力相对较差。保持较低杠杆率的钢铁企业在经营和经济条件发生变化时，具备更大的灵活性，并能够通过有机增长或收购来投资企业。

2、盈利能力

在对钢铁进行财务分析时，盈利能力是钢企生产方式、产品结构、原材料控制能力与能耗水平的综合反映，盈利能力强弱决定着能否持续经营。钢铁业务毛利率和吨钢毛利是钢企成本控制能力和产品竞争力的集中体现，是衡量钢企盈利能力最为重要的指标之一。

3、资本支出问题

大规模资本开支是导致钢企违约与破产的重要因素，是钢企面临的重要长期风险之一。资本性支出主要可分为两类：维持性资本支出和为了追求增长的资本支出，具体到钢铁行业，维持性资本支出指钢企设备检修、升级和耗材更换等为了保证生产设备的稳定运行而进行的支出，这种资本支出的规模应与折旧与摊销金额匹配；为了追求增长的资本支出是指钢企新建产能、产能置换、搬迁等涉及产能投资或生产线建设的资本开支，这种资本支出的规模往往远高于维持性资本支出，也是导致钢企违约或破产的重要因素。

钢企行为的顺周期性与盈利的强波动性结合诱发风险。钢铁作为强周期性行业，钢企行为上也具有顺周期性，在经济向好行业经济效益良好时，扩张产能的意愿也越高，然而扩张产能需要的现金量较大，同时钢企产能建设周期短则1-2年，长则3-5年，收回项目建设的成本则需要更长的时间，期间行业的盈利状况也由于强波动性可能由盛转衰，导致企业现金流极为紧张。

四、企业的信用分析模型与打分结果

(一) 评分标准

在全面研究企业信用分析与财务分析的要点之后，为了保证不受指标多重共线性的影响，我们进一步选取了更有代表性、有区分度的核心分析指标：

1、综合盈利能力：包括人均创利能力（营业利润/员工人数，反映人员负担情况，同时可体现利润水平）、归母净利润、EBITDA 利息倍数（反映盈利能力与付息压力）。

2、杠杆水平与偿债压力：短期债务占比（永煤等主体违约前短期债务占比偏高）、调整永续债后的产权比率（产权比率=总负债/所有者权益，可以反映实际的杠杆水平情况，比资产负债率打分效果区分度更高）。

3、定性因素：股东支持、财务指标（若对外担保、商誉规模占所有者权益的比重大于 10%，其他应收款占比高于 30%，反映企业存在一定程度的财务问题）、资本支出调整项（大规模资本支出容易导致企业现金流紧张，诱发债券违约风险）。

11 钢铁企业的信用打分指标与规则

指标类型	具体指标	打分规则
规模因素	营业利润规模	分为 100 亿元以上、50-100 亿元、-50 亿元、亿元以下四档，总分 分
	粗钢产量	分为 4000 吨以上、2000-4000 吨、1000-2000 吨、1000 吨以下四档，总分 20 分
综合盈利能力	人均创利能力(营业利润/员工人数)	线性函数打分：这一指标的下限为 1，上限为 20，最多得分 20 分
	归母净利润	扣分项：小于 0 则扣 5 分
	母公司报表口径净利润	扣分项：小于 0 则扣 5 分
	EBITDA/利息倍数	线性函数打分：这一指标的下限为 1，上限为 10，最多得分 20 分
杠杆水平与偿债压力	调整永续债后的产权比率	线性函数打分：这一指标的下限为 1，上限为 5，最多得分 20 分
	区域再融资环境	线性函数扣分：区域内城投债中债估值收益率加权平均，3%为 0 分，8%为-10 分，央企不扣分
定性因素	股东支持	加分项：央企+分，央企子公司+分，地方国企+分
	财务调整项	对外担保、其他应收款、商誉规模大等因素调整，每一个单独项目扣分上限 10 分
	母子公司调整项	包括母强子弱与母弱子强，前者子公司加分，后者子公司减分
	其他调整项	包括大额资本支出、系统重要性、公益性业务、控股平台属性等调整

资料来源：华创证券整理

(二) 综合打分结果

根据以上打分规则，对当前存续债余额高于 10 亿元的企业钢铁进行打分，计算得信用总分如下。具体基础底稿如有需要，烦请联系华创固收团队。

存续债余额高于 亿元的钢企信用得分情况

企业简称	粗钢产量 2020	营业利润规模	人均创利	归母净利润	母公司净利润 2020Q3	EBITDA 利息倍数	区域再融资环境	调整后产权比率	股东背景	财务调整项	其他调整项	母子公司调整项	总分
中国宝武			9.35	0	0	19.97	20.00	18.87		0	20.00		148.18
			16.39	0	0	20.00	18.56	20.00		0	0.00	14.12	134.07
武钢集团	0	5	4.58	0	0	7.86	14.14	11.36		0	10.00	42.62	105.57
鞍钢集团			4.62	0	0	6.81	20.00	16.41		0	10.00		102.84

企业简称	粗钢产量 2020	营业利润规模	人均创利	归母净利润	母公司净利润 2020Q3	EBITDA 利息倍数	区域再融资环境	调整后产权比率	股东背景	财务调整项	其他调整项	母子公司调整项	总分
福建冶控	5		6.15	0	0	20.00	16.62	18.86		0	0.00		86.63
华菱集团			8.45	0	0	20.00	9.52	16.76		0	0.00		84.73
鞍山钢铁			10.15	0	0	7.63	3.70	20.00		-	0.00	18.18	84.66
沙钢集团			20.00	0	0	11.23	14.05	17.57	0	0	0.00		82.85
太钢股份	5		10.60	0	0	14.88	13.07	19.78		0	0.00	-3.58	79.75
重庆钢铁	0	5	16.33	0	0	15.64	9.92	20.00		0	0.00		76.89
河钢集团		5	0.00	0	-5	3.95	13.30	9.04		0	20.00		76.29
太钢集团	5		10.31	0	0	10.60	13.07	17.19		0	0.00		76.17
南钢股份	5	5	9.89	0	0	20.00	14.05	19.84	0	0	0.00	-1.57	72.21
新兴铸管	0	5	3.48	0	0	20.00	13.30	19.68		0	0.00		71.46
南京钢铁	5	5	6.89	0	0	20.00	14.05	19.70	0	0	0.00		70.64
首钢股份	5	5	8.11	0	0	9.27	16.78	11.74		0	0.00	-0.49	65.41
首钢集团		5	1.22	-5	-5	3.44	16.78	8.47		0	20.00		64.92
河钢股份		5	0.84	0	0	5.27	13.30	8.61		0	0.00	11.63	64.66
杭钢集团	0	5	6.89	0	0	0.00	14.47	17.39		0	10.00		63.74
柳钢集团	5		6.39	0	0	16.42	7.86	15.51		0	-10.00		61.19
攀钢钒	5	5	6.89	0	0	20.00	11.62	18.63		-	0.00	-6.47	60.67
柳钢股份	5	5	5.21	0	0	20.00	7.86	16.99		0	-10.00		60.06
山钢股份	5	5	4.87	0	0	15.01	12.46	18.49		0	0.00	-15.01	55.81
攀钢集团	5	5	2.59	0	-5	7.59	11.62	17.40		0	0.00		54.20
酒钢集团	0	5	2.59	0	0	3.79	14.20	13.20		0	0.00		48.78
辽宁方大	5		9.55	0	0	0.00	3.70	19.69	0	0	0.00		47.94
中天钢铁	5	5	5.49	0	0	20.00	14.05	16.22	0	-	-10.00		45.76
山钢集团		5	2.06	0	-5	6.28	12.46	0.00		-	10.00		40.80
永钢集团	0	5	10.93	0	0	0.00	14.05	18.48	0	-	0.00		38.46
莱钢钢铁	0	5	2.17	0	-5	8.17	12.46	3.92		-	0.00	7.04	33.76
本钢集团	5	5	0.27	0	-5	2.88	3.70	10.74		-	0.00		22.59
包钢股份	5	5	2.72	0	-5	4.70	1.76	18.06		0	-20.00		22.24
昆钢控股	0	5	0.24	0	0	4.28	0.00	12.89		-	0.00		12.41

母子公司强弱调整项包括母强子弱与母弱子强，调整方式为在子公司基础上加减母子公司信用得分差值的一半。

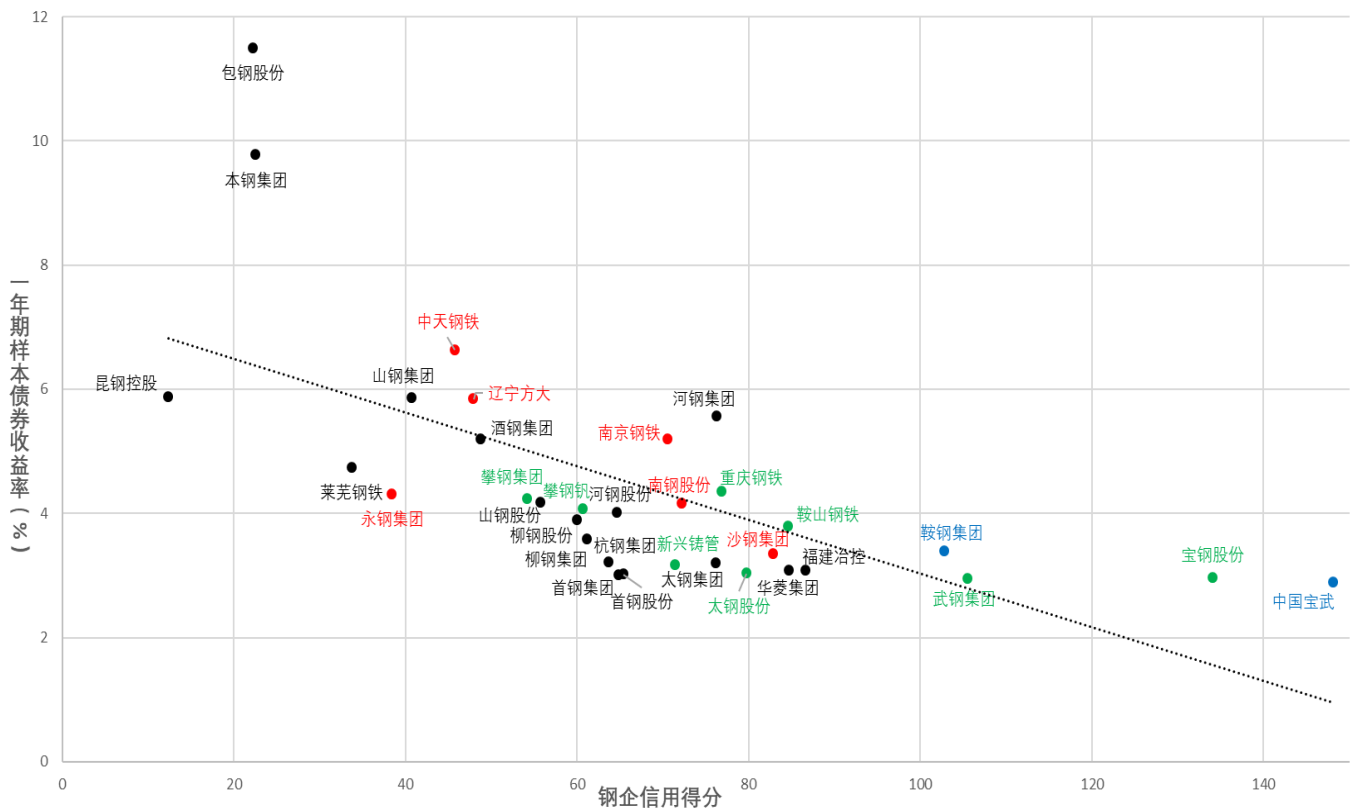
其他调整项中包括资本支出/折旧与摊销、系统重要性、公益性业务、控股平台属性、诉讼事项、高管腐败等调整项。若资本支出/折旧与摊销大于 3，则说明钢企存在大规模资本支出，信用得分需要扣减 10 分；系统重要性可以用占省内国有企业营收比重来衡量，若钢企的系统重要性较高，即该指标大于 30%，则相应增加 10 分；具有公益性业务、控股平台属性的钢企加 10 分，存在诸多诉讼事项、高管腐败的钢企扣 10 分。

(三) 打分结果的收益率测试与投资建议

我们选取了 年 6 月 4 日发债主体 1 年期（剩余期限为 0.9-1.1 年）存续债中债估值收益率作为 Y 轴，其对应的信用得分作为 X 轴，绘制散点图。对于没有 1 年期存续债的主体，我们根据期限利差来合成其 1 年期中债估值收益率。具体操作为，首先根据当日中债中短票据收益率的期限结构得到不同评级、不同剩余期限的到期收益率；然后计算发债主体样本券对应的期限利差，即样本券相同评级、相同剩余期限的中短票到期收益率与对应评级、剩余期限为 1 年的中短票到期收益率之差；最后将样本券收益率减去对应期限利差则合成了 1 年期中债估值收益率。

利用各主体 1 年期债券中债估值收益率进行拟合，总体而言，中债估值收益率与我们得出的信用得分呈负相关关系，相关系数为-0.65，说明我们的钢企信用打分模型具有一定的识别效力。同一收益率之下，信用得分相对靠右的主体，或相近信用得分下中债估值收益率较高的主体，相对投资价值更高。

13 钢企信用得分与中债估值收益率散点图（央企为蓝色、央企子公司为绿色、地方国企为黑色、民企为红色）



，华创证券

信用打分旨在对不同信用资质的发债主体进行风险排序，落实到投资则需要同时兼顾风险与收益，即在满足投资者不同风险偏好的需求下，寻找风险收益比最高的标的。基于此，我们按照 0-60 分、60 分-100 分、100 分以上将钢企分为低、中、高三个风险偏好区间，在每个区间内选取风险收益比较高的标的以供投资者参考。

低风险偏好：中国宝武、宝钢股份、武钢集团、鞍钢集团。上述 4 家钢企的综合得分较高，处于第一梯队。为央企子公司，人均创利水平、EBITDA 利息倍数、调整后的产权比例分别为 16.59 万/人、22.35 倍、0.80，均处于行业领先水平。相较于中国宝武，为其上市子公司，营业利润规模仅为母公司的一半，但的人

均创利更高、EBITDA 利息倍数更高、调整后产权比率更低。从信用风险的角度来看，盈利能力与债务率比经营规模更能直接反映发债主体的信用资质，因而在超额收益值得挖掘。

中风险偏好：华菱集团、鞍山钢铁、沙钢集团、太钢集团、重庆钢铁、河钢集团、南钢股份、南京钢铁、河钢股份等等。上述钢企的信用风险为中等水平，处于第二梯队。**其中，河钢集团、南京钢铁的风险收益性价比较高。**河钢集团为河北省最大的省属国企，钢铁产能规模位于全国第一梯队，区域战略地位突出。受“企业办社会”影响，公司人员负担较重，人均创利水平较低，盈利水平较弱，2020 年母公司报表净利润甚至为负。但公司债务结构较好，短期债务占比仅为 39.05%。随着钢铁行业景气度的上升，公司经营业绩逐渐改善，具有较高的风险收益性价比。南京钢铁为江苏省民营钢企，公司 EBITDA 利息倍数、调整后产权比率处于行业领先水平，但短期债务占比为 70.80%，短期存在一定的偿债压力，总体上信用风险可控，在中风险偏好区间中具有较高的风险收益性价比。

高风险偏好：攀钢集团、酒钢集团、辽宁方大、中天钢铁、山钢集团、莱钢钢铁、昆钢控股、本钢集团、包钢股份等等。上述钢企的信用风险相对较高，处于第三梯队。**其中，中天钢铁、辽宁方大、山钢集团、酒钢集团的风险收益性价比较高。**中天钢铁为江苏省千万吨级大型民营钢企，钢铁业务占比高达 92%，产能规模较大，其超额收益来源于民企背景、对外担保占所有者权益比重 (12.43%) 较高、资本支出/折旧和摊销 (3.28) 较大。辽宁方大为辽宁省民营企业集团，其全资子公司方大钢铁为江西省最大的钢铁企业，贡献了集团最主要的收入和利润。辽宁方大的人均创利水平、营业利润尚可，位于行业中游，EBITDA 利息倍数、调整后产权比率分别为 152.23 倍、1.06，处于行业领先水平，长期偿债能力较好，杠杆水平较低，存在超额收益的原因在于民企的股东背景与短期债务占比 (70.33%) 较高。山钢集团为山东省国企，2020 年粗钢产量 3111 万吨，位于全球钢企第十，旗下控股中泰证券，其超额收益来源于人均创利水平较低，调整后产权比例较大，其他应收款占所有者权益比重 (14.30%) 较高，在高风险偏好区间中风险收益性价比较高。酒钢集团为甘肃省国企，区域再融资能力、调整后的产权比例尚可，位于行业中上游水平，其超额收益来源于人均创利水平、EBITDA 利息倍数较低，粗钢产量较小，但在高风险偏好区间中信用得分相对靠前，风险收益性价比较高。

五、钢铁企业的历史信用风险事件全回顾

(一) 钢企信用风险事件全览

对钢企历史风险事件的全面回顾，有利于我们抓住钢企信用分析的核心，并提前规避风险。钢企的信用主要受到钢材价格和国家政策的影响，钢材价格下行会导致行业景气度下滑、钢企债券收益率普遍上行，同时使得成本控制能力较差的钢企违约风险扩大。我国于 2016 年 2 月发布的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》使行业内信用资质进一步分化，具有明显规模优势和成本优势的优质钢企信用得到加持，而小规模高成本的钢企则会在政策指导下逐渐被挤出市场。

14 信用冲击导致估值波动的风险事件简述

时间	简称	事件前后个券最高中债估值收益率	风险事件简述
2016 年 4 月	华菱集团	7.67%	2016 年 2 月国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，宣布要用五年时间化解钢铁过剩产能 1 亿-1.5 亿吨，受此政策冲击，钢铁行业债券收益率普遍上行。截至 2016 年一季度，华菱集团归母净利润同比下降 1196.70%，经营状况大幅恶化，公司信用水平受到较大冲击，对应债券中债估值收益率快速上升。

时间	简称	事件前后个券最高中债估值收益率	风险事件简述
2020年11月	昆钢控股	6.80%	2020年11月29日,昆钢控股发布2020年三季度财报,营业收入同比上升8.92%,但营业利润同比下降27.05%,归母净利润为-2394.06亿元,同比下降106%。公司经营业绩不及预期,信用水平受到冲击,对应债券“昆钢MTN001”的中债估值收益率从月底的6.30%一路上升50BP至6.80%。
2020年2月	包钢股份	38.29%	2020年1月1日,“9包钢PPN001”的中债隐含评级从AA-被下调至A+。2020年1月30日,公司发布2020年度业绩预减公告,预计2020年年度实现归属于上市公司股东的净利润为35,000万元到45,500万元,与上年同期相比,将减少21,293.07万元到31,793.07万元,同比减少31.88%到47.60%。
2020年3月	本钢集团	9.73%	2020年3月4日,“19本钢集团MTN001”的中债隐含评级从AA被下调至AA-。此后,2020年3月23日,“19本钢集团MTN001”的中债隐含评级再次从AA-被下调至A+。截至当前,其中债估值收益率仍居高不下,主要系公司短期债务占比(85%)较高,短期内偿债压力较大所致。

Wind, 华创证券整理

(二) 债券违约事件与启示

从钢企违约后的处置结果来看,东特钢由于自身资产负债率最高、亏损情况最为严重,回收率最低,而中钢股份在央企股东的救助之下,完成了全额债券回收,回收率最高,但回收期达732天,进程缓慢。

钢企债券违约后处置情况

违约日期	企业简称	首只违约债	违约日存续债余额	兑付债券金额	回收率	违约处置方案
2015/10/19	中钢股份	中钢债	20.0	20.0	100%	2015年9月,中钢股份发布关于“中钢债”回售登记期延长的公告,拟以所持上市公司中钢国际的股票为债券追加质押担保。2015年10月9日,中钢集团与中国银行等六家银行正式签署债务重组框架协议,对本息总计600亿元债务进行整体重组。2017年10月1日,“中钢债”完成本息兑付,回收期达732天。
2016/3/28	东北特钢	东特钢CP001	63.7	-	22.09%以上	2017年7月1日,公司发布重整进展公告,锦程沙洲和本钢板材股份有限公司合计注入55亿元,分别换取东北特钢43%和10%的股权。根据破产重组方案,东北特钢被重组的债务总额为456亿元,50万以下的债权100%偿还;超过50万的部分,债券持有人可以选择按照22.09%的比例现金清偿或者债转股。
2017/3/13	华盛江泉	江泉债	14.0	12.3	88%	2017年3月13日,公司发布公告,“12江泉债”托管在中证登的部分于2017年3月13日全额兑付剩余本金,托管在中债登的部分于2017年3月13日应兑付本金合计4.2亿元,实际兑付2.2亿元。未兑付的剩余本金2亿元将在2017年9月30日之前分三期完成兑付。
2018/5/17	金特钢铁	13金特债	5.5	-	60%以上	2018年5月17日,公司债券持有人会议决议公告,对于机构投资者,公司将对其持有份额的本金,以票面价值60%的比例进行打折偿还,利息进行全额偿还;对于个人投资者,公司将对其持有份额的本金,以及利息进行全额兑付。2020年,法院宣告终止其重整程序,金特钢铁宣告破产清算。

1、中钢股份：2015年10月违约激进扩张+应收款项异常+杠杠率高

中钢股份为中央国有企业，实际控制人为中国中钢集团公司，主要从事钢铁贸易业务。钢铁贸易业务本身利润空间小、业务风险高，中钢股份在产业链中占款能力弱，其债务问题早在“中钢债”发行之初就可见一斑：2010年以来，中钢股份依托高额银行授信激进扩张，形成了较大的负债规模，公司资产负债率连续四年超过90%。从债务期限看，截至2013年末，公司短期债务规模549.45亿，占债务总额的89%，流动性压力较大。从资产端来看，中钢股份的资产主要集中于应收账款、预付款项、其他应收款和存货（合计占比约为65%）；各类款项的对手方中，民企占比较高，产品价格下降的行业背景下，账面减值准备计提不足。此外，中钢股份对子公司中钢国际的股权质押比例高达50%，且未质押部分解禁期为2017年，流动性较弱。从经营层面来看，2011年月下旬起，公司主营的铁矿石、钢材等大宗商品受经济疲软影响价格下行，盈利空间受到压缩。2011-2012年，中钢股份亏损总额分别为27.5亿以及14.68亿；2013年公司利润总额扭亏为盈，但扣除政府补贴以及卖地收入后，实际营业利润仍为负值。高负债、弱资产叠加行业景气度下行削弱了公司的偿债能力，2013年，中钢股份出现了贷款逾期；2015年10月19日，“中钢债”未按期兑付本息，构成违约。

2、东北特钢：2016年3月违约激进扩张+突发事件+杠杠率高

东北特钢集团是由大连特钢、抚顺特钢、北满特钢重组而成地方国有企业，实际控制人为辽宁省国资委（持股比例46.3%），公司主营特殊钢产品生产和销售。东北特钢的财务恶化与2008年起的激进投资高度相关，2008年东北特钢对大连基地实施环保搬迁，随后几年又对多个生产线进行技术升级，即使在钢铁行情下行的情况下，东北特钢仍然保持扩产的趋势，在建工程在2012年中达到峰值213.73亿元，激进扩张下公司产能利用率处于较低水平，杠杠率处于高位，资产负债率从2007年的65.85%攀升至2015年中的84.35%。从资产端看，公司资产以在建工程（占比31.88%）、固定资产、存货为主，合计占比为72.34%，货币资金占比约为10%；截至2015年9月底，公司受限资产占流动资产72.64%，实际可动用资金少，资产流动性差，无法覆盖短期债务。2016年3月24日，董事长杨华自杀身亡引发东北特钢债务危机，随后2016年3月28日，“东特钢CP001”未能按期足额兑付本息，构成地方国企公募债券市场上的首例违约。截至当前，东特钢CP001仍未有偿付进展。

东北特钢违约前5年的经营指标情况

东北特钢	2011	2012	2013	2014	2015
在建工程（亿元）	193.65	213.73	182.50	159.30	168.08
资产总计（亿元）	472.06	506.58	518.04	518.18	527.26
资产负债率	81.02%	84.59%	84.85%	84.32%	84.35%
产能利用率	17.43%	21.23%	21.37%	23.41%	18.46%

3、华盛江泉：2017年3月违约限产影响+大额对外担保+杠杠率高

华盛江泉有限公司为民营企业，公司实际控制人为王文涛（持股比例100%），主营业务以钢铁为主，热电、贸易等为辅。2015年，受到钢铁产能过剩和环保政策的双重冲击，华盛江泉钢铁停业整顿，在复产后产能缩减30%，直接导致当期经营性现金流量净额由正转负，从上年0.93亿元降为-9.59亿元，营业收入减至37.68亿，同比下降68.92%，净利润从上年1.26亿元降为-14.47亿，账面货币资金由12.6亿下降至1.48亿。为缓解环

保限产带来的流动性紧张，2015年底公司将钢铁、热电等主要业务板块整体出租，租赁期为 年，2016年钢铁行业回暖未惠及华盛江泉。同时，受多笔银行贷款逾期、转让上市子公司江泉实业全部股权影响，公司再融资能力骤降，现金流紧张。从资产端看，华盛江泉的资产主要为固定资产、其他应收款（欠款方主要为民企，合计占款60%以上，且多为关联方）、存货、预付款项，合计占比约为80%，受限资产占比接近30%，资产流动性不足。此外，2015年，公司其他应收款、其他非流动资产计提减值准备数额偏低，被审计机构出具保留意见。从负债端看，华盛江泉负债水平连年攀升，从2014年的65.78%攀升至2017年的81%；截至2016年末华盛江泉债务余额为60.31亿，其中39.44亿为短期债务，短期偿债压力大。此外，华盛江泉存在大额对外担保，对外担保占比高达30%，担保对象多为区域内同行业主体、均受到环保等政策冲击，公司面临一定的或有负债风险。2017年3月13日，内外交困之下的华盛江泉，在面临投资者回售时无法按期支付江泉债回售款，构成违约。

4、金特钢铁：2018年5月违约连续亏损+受限资产占比高+杠杆率高

新疆金特钢铁股份有限公司由金特钢铁有限公司与中央企业新兴际华集团（原新兴铸管）合资成立，实际控制人为新兴际华集团有限公司，主营业务为钢铁生产。金特钢铁地处新疆，区域钢铁生产集中度低、产能过剩相对严重。受过剩产能出清政策、设备老化等因素影响，公司钢材产量连年减产。2014-连续三年亏损，2017年上半年经营活动净现金流仅为0.02亿元，同期利润虽然转正，但仍无法覆盖债券本金。从资产端看，金特钢铁的资产主要为存货与固定资产（合计占比约79%），货币资金仅有470.97万；受限资产占总资产的31.6%，整体资产流动性较差。从负债端看，2015-2017年上半年，公司资产负债率均高于80%，短期债务规模在2016年跳升至8.75亿。截至2017年上半年，公司有息负债总额13.77亿，其中60%为短期有息负债，短期偿债压力较大。此外，公司有1.2亿逾期担保（占所有者权益的21%），同时还面临多项诉讼，或有负债风险很大。2018年5月17日，“13金特债”提前到期但未足额兑付本息，构成实质性违约。

结合全部行业的债券违约事件，从信用分析角度可以有以下启示：

（1）在行业上行周期激进扩张的，往往会在行业下行时承压。钢铁行业是具有明显规模优势的周期性行业，在经济周期上行时，企业往往会选择增资扩产，导致负债水平攀升。一旦出现政策或价格拐点，成本控制力较差的企业往往面临盈利能力下降+负债水平上扬+再融资困难的问题，容易引发信用风险。

（2）杠杆率水平与基本面分析很重要。中钢股份、东北特钢、金特钢铁、华盛江泉在违约前资产负债率均超80%，若公司同时有大量在建工程（如东北特钢），则杠杆率或进一步攀升引发危机。对于央企和地方国企，还应关注扣除资产处置以及政府补贴后的真实利润，从而反映其真实的盈利水平。

（3）关注对外担保水平和应收款项情况。对外担保占比较高的民企往往面临较大的或有负债风险，尤其是被担保方为同行业其他主体，当行业景气度拐点到来时，公司抗风险能力相对较差（如华盛江泉）。此外，大额的应收账款、预付账款、其他应收款会对货币资金产生挤兑，在行业下行时易形成呆账坏账，最终导致现金流紧张而诱发信用风险。

六、风险提示

公司基本面信息变化较快、政策支持不及预期。

固定收益组团队介绍

组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015 年加入华创证券研究所。

信用研究主管、高级分析师：杜渐

美国福德汉姆大学金融学硕士，CFA。曾任职于联合信用评级有限公司。年加入华创证券研究所。

高级分析师：梁伟超

北京外国语大学经济学硕士。曾任职于中邮证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：华强强

香港科技大学理学硕士。年加入华创证券研究所。

分析师：张晶晶

对外经济贸易大学保险学硕士。曾任职于和君资本、联合信用评级有限公司。2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：靳晓航

中央财经大学会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：许洪波

中央财经大学金融硕士。2020 年加入华创证券研究所。

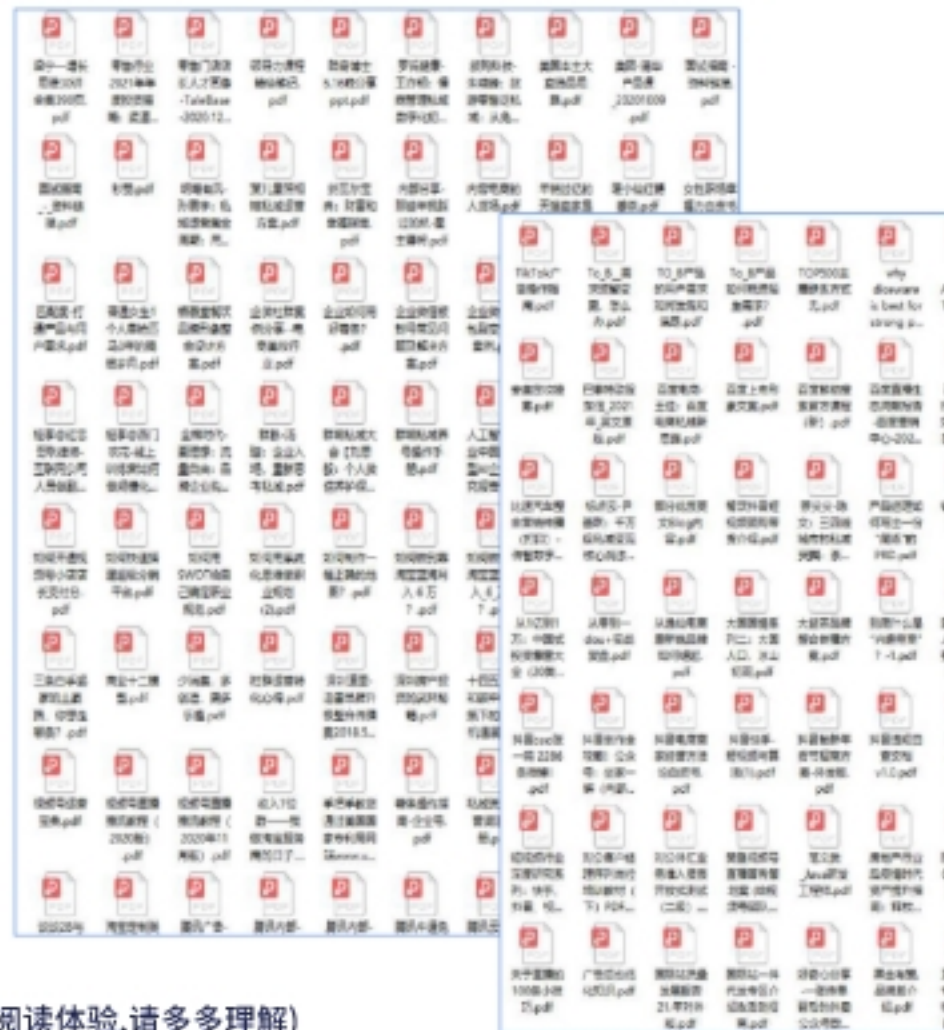
助理研究员：赵浩言

美国华盛顿大学经济学、心理学双学士。2020 年加入华创证券研究所。

进群每日免费获取研究报告

- 1.每日微信群内分享10+最新重磅报告
- 2.定期分享华尔街日报、金融时报、经济学人
- 3.和群成员切磋交流,对接优质合作资源
- 4.累计解锁⑧万+研报/案例,7000工具/模板

每日微信群内分享10+最新重磅报告



微信搜一搜：**职途圈**

关注公众号：职途圈，回复“2021”领取



微信扫码加好友

加微信备注：行业+职位



职途圈-专业的职场报告平台

(此页只为需要行业资料的朋友提供便利,如果影响阅读体验,请多多理解)

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522