

## 高炉各社の17/3期決算の注目点

高炉各社（新日鐵住金、ジェイ エフ イー ホールディングス（JFE）神戸製鋼所、日新製鋼の4社）の17/3期決算および18/3期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所（JCR）の現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

### 1. 業界動向

16年度の国内粗鋼生産量は1億516万トン（前年比0.9%増）と3年ぶりに増加し、引き続き1億トン超を維持した（図表1）。熊本地震の影響や建設向け需要の回復遅れなどにより上期の国内鋼材出荷はやや低調であったが、下期には建設、自動車向けを中心におおむね堅調に推移した。また、高水準にあった国内鋼材在庫も調整が進み、年度後半にはおおむね適正水準に戻った。

17年度の国内粗鋼生産量も16年度を上回ると予想されている。東京オリンピック・パラリンピックに向けた建設需要の増加が見込まれるほか、製造業向けの需要も底堅い見通しである。また、16年度に発生した熊本地震の影響がなくなり、自動車向けの需要増加が見込まれる。ただ、造船向けの需要が弱含んでいることに加え、輸出数量の大幅な増加も見込みにくい。粗鋼生産量は底堅く推移すると考えられるものの、小幅な増加にとどまる公算が大きい。

アジアの鋼材市況は15年末頃に底打ちし、その後は上昇と下落を繰り返しながら徐々に下値を切り上げてきている。中国政府が主導する過剰生産能力の削減が進みつつあるほか、主原料価格の上昇が鋼材市況の上昇を支えている。ただ、17年3月の中国の1日当たり粗鋼生産量は過去最高水準となり、足元で鋼材市況は下落している。中国国内の需要が堅調であることから鋼材輸出量は減少傾向にあるものの、今後も中国の需給状況やアジアの鋼材市況の動向に注意が必要である。

16年度後半以降、主原料となる鉄鉱石および原料炭の価格上昇が顕著である。中でも原料炭は、中国における生産規制や豪州での天候不順などの要因により、スポット価格が乱高下している。また、鉄鉱石でも中国の需要増加などを背景に価格が上昇基調にある。今後も中国の需要動向や豪州、中国など生産地の状況によって主原料価格が変動しやすい状態が続くと見られ、当面、高炉各社の業績変動リスクになると考えられる。

### 2. 決算動向

高炉4社の17/3期経常利益合計額は2,461億円（前期比18.0%減）と2期連続の減益となった（図表2）。上期に鋼材需要が弱含んだことに加え、下期に原料価格高騰に伴ってメタルスプレッド（原料価格と製品価格による値差）が悪化したことが利益を下押しした。結果的に17/3期は、リーマンショック後のピークであった15/3期経常利益合計額8,041億円の3割程度にとどまった。また、この中には在庫評価益によるプラス効果が含まれており、実質的な減益幅はより大きなものであったと考えられる。

18/3期については、新日鐵住金、JFE、日新製鋼の3社が、主原料価格および鋼材価格の動向が不透明であることなどによって合理的な算定が困難であるとして、17/3期決算発表の時点で業績予想を未定と公表した。一方、神戸製鋼所は経常利益500億円（同691億円改善）と大幅な改善を予想している。ただ、同社の利益改善は、大規模な高炉改修がなくなることや上工程集約に伴うコスト改善効果および建設機械事業において中国での滞留債権等に対する引当金がなくなる影響が主因であり、同社固有の事情が大きい。

財務面では、神戸製鋼所を除く 3 社で最終黒字を確保したことなどにより、4 社合計の自己資本は前期末比増加した。一方、資産売却や運転資金の改善などにより、神戸製鋼所を除く 3 社で実質的に有利子負債の削減が進んだ（新日鐵住金の有利子負債増加は日新製鋼の連結子会社化によるもの）。この結果、17/3 期末の高炉大手 4 社の自己資本および有利子負債合計額（ともにハイブリッド商品の資本性評価後）によるデットエクイティレシオは 0.6 倍と 16/3 期末の 0.7 倍から改善した。他方、17/3 期の EBITDA および期末有利子負債合計額（同上）による有利子負債/EBITDA 倍率は 4.3 倍となり、16/3 期の 4.1 倍からやや悪化した（図表 3）。

18/3 期も、財務の改善ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高いと見ている。各社とも引き続き国内製鉄所の競争力強化や合理化のための設備投資が計画されており、海外事業拡大に向けた投資も続くと見られる。ただ、各社ともに健全な財務体質の重要度を認識しており、資産圧縮などを進めて今後も財務健全性を維持していく方針である。

### 3. 決算における格付上の注目点

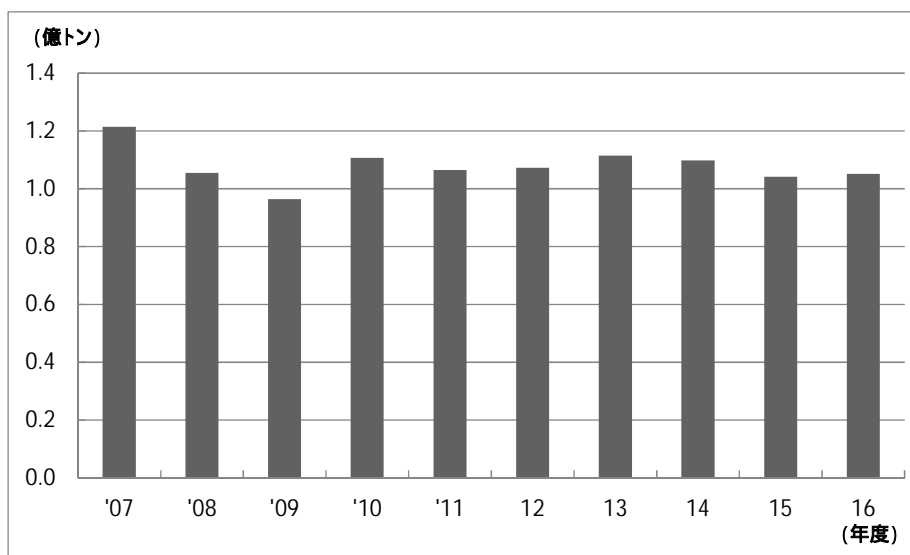
高炉 4 社の売上高、経常利益の合計額から算出される売上高経常利益率（ROS）は、14/3 期に 5.5%、15/3 期に 6.7% と 2 年連続で改善したが、16/3 期は 2.8%、17/3 期は 2.4% と 2 年連続で悪化した。これは、在庫評価益がプラスに寄与したものの、収益性の高いエネルギー向け鋼材の販売減によるプロダクトミックスの悪化に加え、原料価格上昇に対して販売価格の引き上げが追い付かず、メタルスプレッドが縮小したためである。ひも付き取引では一定程度主原料価格の変動分を販売価格に反映させることができるもようであり、今後は遅れているメタルスプレッドの改善が進むと見られる。しかし、店売りを含めて国内における鋼材値上げが鈍い上、足元でアジアの鋼材市況が軟化していることから輸出の値上げも進みにくい状況にある。また、16 年度後半以降の原料炭価格の動きは過去に例がないほど短期間で大きく変動しており、メタルスプレッドを確保していくことの難易度が上がっていると考えられる。適正なメタルスプレッドを確保していくことは ROS の改善に不可欠であり、高炉各社が計画通り販売価格の改定を実現できるか注目していく。

近時は主原料価格下落に伴う安価原料使用効果の低下や修繕費および保全費などの増加によってコスト削減額は漸減していたが、各社が取り組んできた合理化投資の効果などにより、コスト削減額は増加に転じつつある。各社のコスト削減額を見ると、新日鐵住金は 17/3 期の 600 億円から 18/3 期は 500 億円に減る見通しであるが、JFE は 17/3 期の 300 億円から 18/3 期は 450 億円に、神戸製鋼所は 17/3 期の 45 億円のコストアップから 18/3 期は 200 億円のコスト削減を見込んでいる。19/3 期以降も新日鐵住金では日新製鋼の子会社化によるシナジー効果、JFE ではコークス自給体制化による原料コスト引き下げ、神戸製鋼所では上工程集約による合理化効果が見込まれ、今後もコスト削減が各社の収益に寄与していくと考えられる。

事業環境が厳しい中でも財務体質の改善は進んでいる。新日鐵住金、JFE の 2 社はともにデットエクイティレシオ 0.5~0.6 倍（ハイブリッド商品の資本性評価後）と過去最良水準を維持している。また、日新製鋼は 16/3 期にデットエクイティレシオが 1.1 倍に悪化したものの、17/3 期は 1.0 倍に回復させた。一方、15/3 期にデットエクイティレシオが過去最良水準を更新した神戸製鋼所は、有利子負債の増加および自己資本の減少によって 16/3 期以降は悪化が続いており、17/3 期末のデットエクイティレシオは 1.2 倍となった。各社の業績や財務運営状況によって財務健全性には差異が見られる。また、今後は収益改善が見込まれる一方で、引き続き国内外で様々な投資が必要になると想定される。こうした中で、各社が財務健全性を維持、向上させていくことができるか注目していく。

（担当） 涛岡 由典・水川 雅義

(図表1) 国内粗鋼生産量推移



(出所：日本鉄鋼連盟資料より JCR 作成)

(図表2) 高炉大手4社の業績推移

(単位：億円、%)

		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	売上高経常利益率	親会社株主に帰属する当期純利益	前期比
新日鐵住金 (5401)	16/3期	49,074	12.5	1,677	52.0	2,009	55.5	4.1	1,454	32.1
	17/3期	46,328	5.6	1,142	31.9	1,745	13.1	3.8	1,309	10.0
	18/3期予	未定								
JFE (5411)	16/3期	34,317	10.9	906	59.3	642	72.2	1.9	336	75.8
	17/3期	33,089	3.6	967	+6.7	847	+31.9	2.6	679	+101.9
	18/3期予	未定								
神戸製鋼所 (5406)	16/3期	18,228	3.4	684	42.7	289	71.6	1.6	215	-
	17/3期	16,958	7.0	97	85.8	191	-	1.1	230	-
	18/3期予	18,700	10.3	750	669.3	500	-	2.7	300	-
日新製鋼 (5413)	16/3期	5,470	11.4	100	52.1	62	68.5	1.1	66	-
	17/3期	5,255	3.9	78	22.3	59	3.4	1.1	16	-
	18/3期予	未定								
4社合計	16/3期	107,090	10.5	3,369	52.7	3,003	62.7	2.8	1,509	67.0
	17/3期	101,633	5.1	2,285	32.2	2,461	18.0	2.4	1,775	17.6

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

(図表3) 高炉大手4社の財務推移

(単位：億円、倍)

		自己資本	有利子負債	D/E レシオ	EBITDA	有利子負債 / EBITDA	営業キャッシュフロー	投資キャッシュフロー
新日鐵住金 (5401)	15/3期	32,036	20,341	0.6	7,021	2.9	7,109	2,636
	16/3期	29,238	18,451	0.6	5,030	3.7	5,629	2,422
	17/3期	30,982	19,418	0.6	4,395	4.4	4,842	3,437
JFE (5411)	15/3期	21,639	12,767	0.6	4,102	3.1	2,973	2,163
	16/3期	20,291	11,543	0.6	2,802	4.1	2,671	1,373
	17/3期	21,408	11,004	0.5	2,904	3.8	1,854	1,637
神戸製鋼所 (5406)	15/3期	7,764	6,773	0.9	2,162	3.1	1,530	736
	16/3期	6,920	7,894	1.1	1,712	4.6	979	1,046
	17/3期	6,739	7,969	1.2	1,118	7.1	1,417	1,378
日新製鋼 (5413)	15/3期	2,829	2,698	1.0	467	5.8	393	293
	16/3期	2,316	2,595	1.1	389	6.7	505	282
	17/3期	2,332	2,250	1.0	372	6.0	575	375
4社合計	15/3期	64,270	42,581	0.7	13,753	3.1	12,007	5,830
	16/3期	58,767	40,485	0.7	9,934	4.1	9,785	5,124
	17/3期	61,462	38,192	0.6	8,790	4.3	8,690	6,829

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

- 1 新日鐵住金、JFE、日新製鋼はハイブリッド商品の資本性評価後
- 2 有利子負債にリース債務は含まれていない
- 3 17/3期4社合計有利子負債は日新製鋼を除く3社合計の残高を表示

## 【参考】

発行体：新日鐵住金株式会社  
長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：ジェイ エフ イー ホールディングス株式会社  
長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：JFE スチール株式会社  
長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：株式会社神戸製鋼所  
長期発行体格付：A 見通し：安定的

発行体：日新製鋼株式会社  
長期発行体格付：A- 見通し：安定的

## 留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っており、JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

## NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

## 本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

## 株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル