

高炉各社の19/3期決算の注目点

高炉各社（日本製鉄、ジェイ エフ イー ホールディングス（JFE）、神戸製鋼所、日鉄日新製鋼の4社）の19/3期決算および20/3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

18年度の国内粗鋼生産量は1億289万トン（前年度比1.9%減）と2年連続で前年実績を下回った（図表1）。建設、自動車向けを中心に需要はおおむね堅調であった一方、自然災害や生産トラブルなどの影響を受けて生産量が伸び悩んだ。

19年度の国内粗鋼生産量は1億500万トンを超える水準まで回復する見通しである。鋼材需要は引き続き旺盛とみられるほか、18年度に発生した生産トラブルなどの影響がなくなることが粗鋼生産量を押し上げるとみられる。ただ、国内高炉メーカーの生産設備はおおむねフル稼働となっており、大幅な増産は見込みがたい。

国内鋼材市況は高水準で推移している。需給バランスのタイトな状況が続いていることに加え、耐火物、合金鉄などの副資材価格や輸送費の上昇を受けて各社が鋼材の値上げを進めてきたことが背景にある。足元ではブラジル Vale の鉱山における事故や豪州のサイクロンの影響によって鉄鉱石が値上がりしており、19年度も鋼材の値下がりとは想定しづらい状況にある。

18年度前半はアジアの鋼材市況が高水準で推移し、輸出取引におけるメタルスプレッド（販売価格と主原料価格の差）が拡大した。第3四半期には米中貿易摩擦による中国の内需減退懸念などを背景として市況が落ち込んだものの、第4四半期以降は持ち直している。ただ、今後米中貿易摩擦の激化によって中国経済が減速し内需が弱含んだ場合、アジアへの鋼材輸出が増加し市況の下落要因となる可能性がある。足元で中国の鋼材輸出量に大きな動きは見られないが、引き続き中国の動向には注意する必要がある。

2. 決算動向

高炉3社（日本製鉄の連結決算に含まれる日鉄日新製鋼を除く）の19/3期の営業利益（日本製鉄およびJFEについては売上総利益から販売費および一般管理費を控除した値を使用）合計額は4,541億円と前期比18.2%の減益となった（図表2）。メタルスプレッドの改善による増益効果はあったものの、自然災害や生産トラブルの影響による数量減およびコストアップが業績を下押しした。

高炉各社が取り組んでいる鋼材の値上げについては順調に進捗したようだ。鋼材平均単価でみると、日本製鉄は17/3期上半期の6.8万円から19/3期下半期に9.12万円と2.32万円上昇した。また、JFEは同5.86万円から8.25万円と2.39万円上昇しており、各社が進めてきたトンあたり2万円の値上げはおおむね達成できたようである。

財務面では、3社とも有利子負債が増加しており、19/3期末の3社合計の有利子負債残高（劣後ローンの資本性評価後）は4兆3,784億円（前期末比9.1%増）となった。各社で積極的な設備投資が行われているほか、日本製鉄で山陽特殊製鋼、OVAKO AB社の連結子会社化など比較的大型の事業投資が行われたことが有利子負債の増加につながった。一方で、利益の蓄積によって日本製鉄、JFEの2社で親会社の所有者に帰属する持分が増加しており、3社合計の親会社の所有者に帰属する持分（劣後ローンの資本性評価後、神戸製鋼所は自己資本）は6兆1,717億円（同2.6%増）となった。結果、19/3期末の3社合計の親会社の所

有者に帰属する持分（同上）および有利子負債（同上）による DER は 0.7 倍とおおむね 18/3 期末並みの水準が維持された。（図表 3）

3. 業績予想における格付上の注目点

20/3 期については、日本製鉄が、鋼材価格の改善について需要家と交渉中であることなどを背景に合理的な算定が困難であるとして、19/3 期決算発表の時点で業績予想を未定と公表した。一方、JFE は事業利益 1,800 億円（前期比 22.4%減）、神戸製鋼所は経常利益 300 億円（同 13.4%減）とともに減益を予想している。JFE は前期に発生した生産トラブルの影響がなくなることによる数量増やコスト改善を見込むものの、海外鋼材市況の下落などによるメタルスプレッドの縮小や棚卸資産評価差の悪化が業績を下押しする計画となっている。神戸製鋼所は素材系事業で減価償却費や保全費など固定費のコストアップを想定しているほか、建設機械事業で昨年度発生した貸倒引当金戻入益がなくなることなどを要因として減益を見込んでいる。

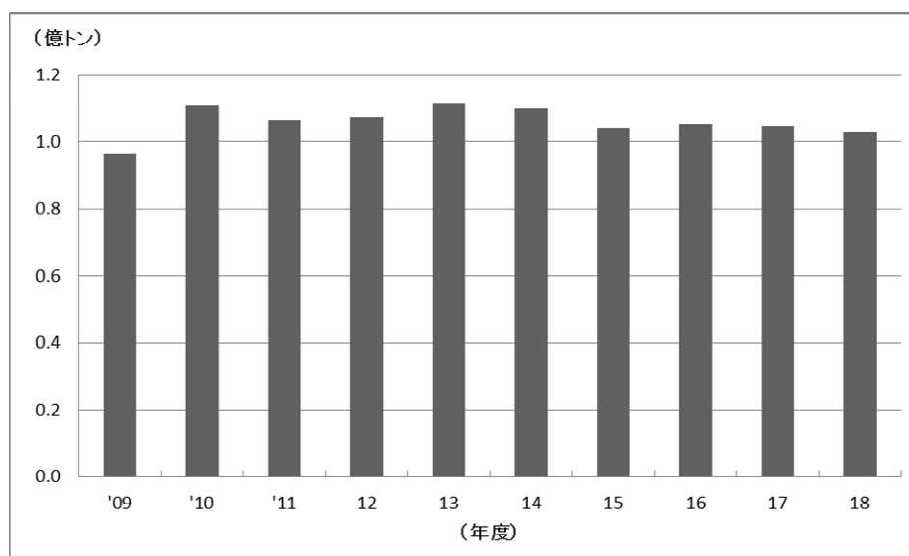
各社で当初目標としていたトンあたり 2 万円の値上げがおおむね完了した一方で、日本製鉄が目標としているトンあたり 5 千円のマージン改善については道半ばとなっている。19/3 期に各社でマージンの圧縮要因となった合金鉄価格や副資材価格、輸送費などの上昇は 20/3 期も継続するとみられ、引き続き業績を下押しする見込みである。収益性を維持、向上させていくうえで、こうしたコストアップを適切に製品価格に反映させることの重要性は高い。各社が値上げを進めていくことができるかが注目点となる。

生産トラブルの抑制が各社にとって課題となっている。19/3 期は JFE の倉敷、千葉、福山の高炉で操業トラブルが発生し、自然災害による影響と合わせて JFE スチールの単独粗鋼生産量で合計約 270 万トンの減少要因となった。また、JFE ほど規模は大きくないものの日本製鉄、神戸製鋼所でも生産トラブルが発生し、粗鋼生産量を下押しした。こうしたトラブルの発生要因はさまざまであるものの、製品の高度化に伴う生産設備への負荷増大や生産現場における世代交代、設備の老朽化などが主な要因となっているようだ。適切な設備メンテナンスなどによって生産トラブルの発生を抑制することも、各社が業績を向上させるうえで重要なポイントとなる。

20/3 期も各社で積極的な設備投資が計画されているほか、日本製鉄ではエッサール・スチール社共同買収に伴う支出が予定されているなど事業投資によるキャッシュアウトも見込まれ、財務の諸指標は 19/3 期末比悪化すると想定される。一方で各社とも財務を健全に保つことの重要性を認識しており、資産圧縮などのキャッシュ対策によって引き続き財務内容の悪化抑制に向けた取り組みを進めていくと考えられる。

（担当）水川 雅義・近藤 昭啓

（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 4 社の業績推移

(単位：億円、%)

		売上収益	前期比	売上総利益 -販管費	前期比	事業利益	前期比	売上収益事業 利益率	親会社の所有者 に帰属する 当期利益	前期比
日本製鉄 (5401)	18/3 期	57,129	21.6	2,302	-	2,887	69.9	5.1	1,808	31.8
	19/3 期	61,779	8.1	2,180	▲5.3	3,369	16.7	5.5	2,511	38.9
	20/3 期予	未定								
JFE (5411)	18/3 期	36,272	-	2,359	-	2,183	-	6.0	976	-
	19/3 期	38,736	6.8	1,878	▲20.4	2,320	6.3	6.0	1,635	67.5
	20/3 期予	-	-	-	-	1,800	▲22.4	-	-	-

		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
神戸製鋼所 (5406)	18/3 期	18,811	10.9	889	812.0	711	-	3.8	631	-
	19/3 期	19,718	4.8	482	▲45.7	346	▲51.3	1.8	359	▲43.1
	20/3 期予	20,070	5.0	450	▲6.8	300	▲13.4	1.4	250	▲30.4
日鉄日新 製鋼 (-)	18/3 期	6,141	16.9	178	127.2	188	214.7	3.1	130	-
	19/3 期	6,315	2.8	▲16	-	22	▲88.3	0.3	-	-

		売上収益	前期比	売上総利益 -販管費	前期比	最終利益	前期比
3 社合計	18/3 期	112,213	-	5,551	-	3,416	-
	19/3 期	120,234	7.1	4,541	▲18.2	4,506	31.9

(出所:各社決算資料より JCR 作成)

- ※1 日本製鉄および JFE は国際会計基準による数値
- ※2 3 社合計の売上収益は神戸製鋼所のみ売上高を使用
- ※3 3 社合計の売上総利益-販管費は神戸製鋼所のみ営業利益を使用
- ※4 3 社合計の最終利益は日本基準=親会社株主に帰属する当期純利益、国際会計基準=親会社の所有者に帰属する当期利益の合計値
- ※5 3 社合計は日本製鉄の連結決算に含まれる日鉄日新製鋼を除く

(図表 3) 高炉 4 社の財務推移

(単位：億円、倍)

		親会社の所有者に 帰属する持分	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
日本製鉄 (5401)	17/3 期	30,982	19,418	0.6	4,435	4.4	4,842	▲3,437
	18/3 期	32,869	20,077	0.6	5,968	3.4	4,855	▲3,631
	19/3 期	33,807	22,192	0.7	6,266	3.5	4,523	▲3,818
JFE (5411)	17/3 期	21,408	11,004	0.5	2,904	3.8	1,854	▲1,637
	18/3 期	19,877	12,662	0.6	4,185	3.0	3,283	▲2,164
	19/3 期	20,513	13,988	0.7	3,841	3.6	2,682	▲3,133

		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
神戸製鋼所 (5406)	17/3 期	6,739	7,969	1.2	1,118	7.1	1,417	▲1,378
	18/3 期	7,425	7,388	1.0	1,972	3.7	1,908	▲1,615
	19/3 期	7,395	7,603	1.0	1,579	4.8	671	▲286
日鉄日新 製鋼 (-)	17/3 期	2,332	2,250	1.0	372	6.0	575	▲375
	18/3 期	2,335	2,240	1.0	539	4.2	443	▲277

		親会社の所有者に 帰属する持分	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
3 社合計	17/3 期	59,129	38,392	0.6	8,831	4.3	8,690	▲6,829
	18/3 期	60,172	40,128	0.7	12,126	3.3	10,047	▲7,412
	19/3 期	61,717	43,784	0.7	11,686	3.7	7,877	▲7,237

(出所:各社決算資料より JCR 作成)

- ※6 日本製鉄、JFE は劣後ローンの資本性評価後
- ※7 日本製鉄、JFE の 17/3 期は日本基準による実績値、17/3 期の親会社の所有者に帰属する持分は自己資本
- ※8 日本製鉄、JFE の 18/3 期、19/3 期の EBITDA は売上総利益-販管費+減価償却費
- ※9 3 社合計の親会社の所有者に帰属する持分は日本基準=自己資本、国際会計基準=親会社の所有者に帰属する持分の合計値
- ※10 3 社合計の 17/3 期 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は日鉄日新製鋼を含む、それ以外は日本製鉄の連結決算に含まれる日鉄日新製鋼を除く

【参考】

発行体：日本製鉄株式会社

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：ネガティブ

発行体：日鉄日新製鋼株式会社

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んを問わず、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おります。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。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■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