

## 高炉各社の22/3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）、神戸製鋼所の3社）の22/3期決算および23/3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

21年度の国内粗鋼生産量は9,563万トンと20年度の8,279万トンから15.5%増加した（図表1）。多くのユーザーがコロナ禍による影響から持ち直し、需要が回復したことが要因である。他方、自動車業界では半導体・部品不足による影響が長期化しており、同業界向けは需要回復が鈍い状況が続いている。

原料価格が高騰している。原料炭は中国における産炭地の稼働抑制を背景に需給が引き締まり、21年9月に価格が急騰した。また、22年4月には各国でロシア産原料炭の禁輸措置が取られたことでロシア産以外の原料炭の需給がひっ迫し、価格が一段と上昇した。鉄鉱石は中国が粗鋼生産量を抑制したことで需要が弱含み21年8月以降価格が下落した。ただ、足元ではウクライナ情勢の悪化に伴うサプライチェーンの混乱などを背景に価格が再び上昇している。

21年度は上半期と下半期で輸出の収益性に大きな変化が見られた。各国における需要の回復や中国の粗鋼減産を背景とした需給バランスの改善により、20年4月から21年9月にかけてアジアの鋼材価格が上昇基調にあった。原料価格の上昇を上回るペースで鋼材が値上がりしたため、高炉各社の輸出におけるメタルスプレッド（原料価格と製品価格の差）が改善した。一方、21年10月以降は中国の景気減速を受けて需要が弱含み、鋼材価格が下落に転じた。鋼材市況がピークアウトする一方、原料価格が上昇しており、輸出における収益性が悪化している。

### 2. 決算動向

高炉3社合計の22/3期営業利益（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）は1兆744億円（前期比9.2倍）となった（図表2）。生産・販売数量の増加や、輸出におけるメタルスプレッドの拡大、国内ひも付き取引における値上げの進展が増益に寄与した。会計基準が異なるため単純比較はできないが、高炉各社の営業利益の合計額が1兆円を上回るのは09/3期の1兆864億円（旧住友金属工業、旧日新製鋼を含む）以来13年ぶりである。また、在庫評価損益を除く営業利益（同上）でも5,544億円（同3.0倍）と大幅増益となっている。営業利益の改善を受けて、親会社の所有者に帰属する当期利益（神戸製鋼所は親会社株主に帰属する当期純利益）合計額は9,854億円（21/3期310億円の赤字）と3期ぶりに黒字回復した。

財務面では、22/3期末の3社合計の有利子負債残高（ハイブリッド商品の資本性評価後）は前期末比1.0%増加した（図表3）。各社で減価償却費を上回る設備投資が実施されたことに加え、原料の値上がりに伴って運転資金が増加した。また、3社合計の親会社の所有者に帰属する持分（ハイブリッド商品の資本性評価後、神戸製鋼所は自己資本）は前期末比20.0%増加した。各社とも大幅に業績が向上し、利益蓄積が進んだ。結果、22/3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倍と前期末の0.9倍から改善した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

ロシア・ウクライナ情勢など先行きが極めて不透明な状況にあり、合理的な業績の予想が困難であることなどを要因として、日本製鉄およびJFEは23/3期業績予想を未定と公表している。一方、神戸製鋼所は23/3期経常利益800億円（前期比14.2%減）と減益を予想しているが、これは在庫評価損益の悪化による部分が多い。在庫評価損益を除いた経常利益は760億円（同75.8%増）と増益の計画となっている。鉄鋼事業で原料価格の上昇に対する販売価格改定のタイムラグが解消し、メタルスプレッドが拡大することが利益に貢献する見通しである。

23/3期の国内粗鋼生産量はおおむね前期並みの水準となる見通しであるが、様々な要因によって需要が下押しされるリスクがある。世界的に新型コロナウイルスの感染拡大が収束しておらず、今後も半導体や自動車部品不足などサプライチェーンに対する影響が残るとみられる。このため、自動車生産の回復に時間を要する懸念がある。また、ウクライナ情勢の悪化を発端として世界的に景気が後退し、鋼材需要が減少する可能性もある。需要回復の継続性について注視する必要がある。

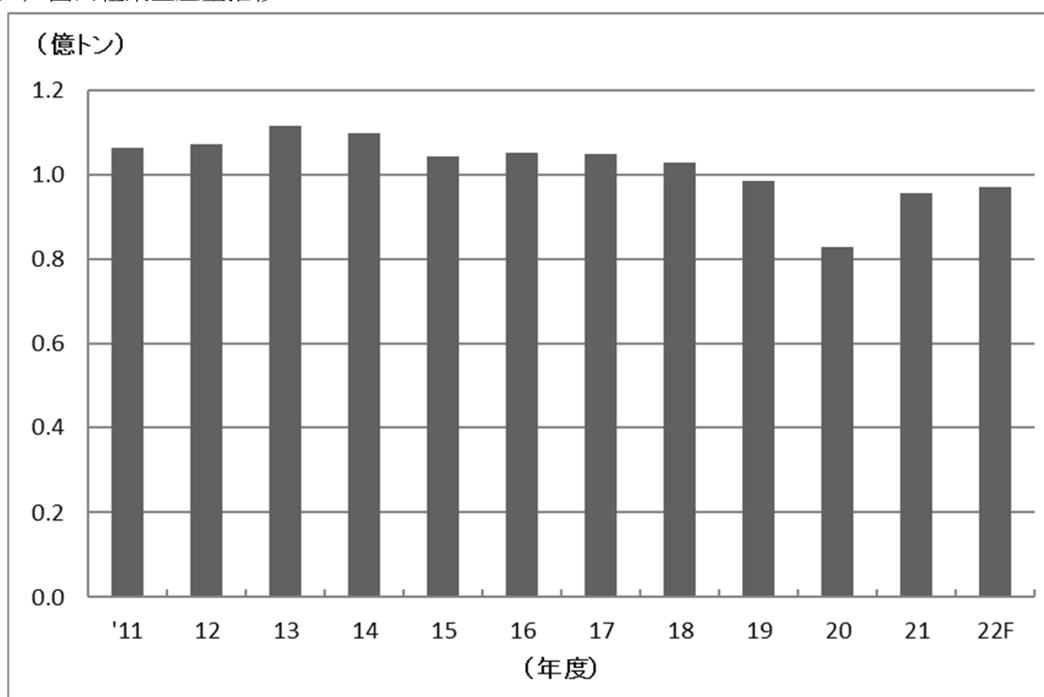
ひも付き取引における販売価格の動向に注目している。高炉各社が値上げ姿勢を強めており販売価格の改定が進んでいる。ただ、原油価格の高騰を受けてエネルギーコストや物流コストが増加しており、これらの価格反映が進まない場合には各社の利益が下押しされる。適切な販売価格の実現によって収益性を確保していけるか確認していく。

原料価格が高騰する一方でアジアの鋼材市況の上昇は限定的であり、輸出の採算性が悪化している。中国の景気減速を受けて鋼材需給が緩んでいることが市況の重しとなっている。ロックダウンの長期化などで中国の景気回復が進まない場合、鋼材需要が一段と弱含み、輸出のメタルスプレッドの改善が遅れるリスクがある。

事業環境の好転を受けて各社のキャッシュフロー創出力が向上しており、各社で財務内容が回復している。今後も環境対応投資や老朽更新などで一定の投資負担は避けられないが、底堅い利益を確保し、引き続き財務構成を改善していけるかが注目点である。

（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、経済産業省資料より JCR 作成

(図表 2) 高炉 3 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)	21/3 期	48,292	▲18.4	961	157.4	1,100	-	2.3	▲324	-
	22/3 期	68,088	41.0	6,768	603.6	9,381	752.5	13.8	6,373	-
	23/3 期予	未定								
JFE (5411)	21/3 期	32,272	▲13.5	▲95	-	▲129	-	-	▲218	-
	22/3 期	43,651	35.3	3,100	-	4,164	-	9.5	2,880	-
	23/3 期予	未定								

		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)	21/3 期	17,055	▲8.8	303	208.2	161	-	0.9	232	-
	22/3 期	20,825	22.1	876	188.2	932	475.9	4.5	600	158.6
	23/3 期予	23,700	13.8	800	▲8.7	800	▲14.2	3.4	600	▲0.1

		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	21/3 期	97,621	▲15.3	1,170	36.3	▲310	-
	22/3 期	132,566	35.8	10,744	817.9	9,854	-
	23/3 期予	-	-	-	-	-	-

※1 日本製鉄および JFE は国際会計基準、神戸製鋼所は日本基準による数値

※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

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(図表 3) 高炉 3 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)	20/3 期	29,416	21,887	0.7	4,547	4.8	4,943	▲3,456
	21/3 期	31,349	21,842	0.7	3,870	5.6	4,031	▲3,890
	22/3 期	38,417	22,783	0.6	10,074	2.3	6,156	▲3,788
JFE (5411)	20/3 期	17,520	16,893	1.0	2,701	6.3	2,610	▲3,583
	21/3 期	18,042	16,811	0.9	2,268	7.4	2,472	▲1,642
	22/3 期	21,226	17,150	0.8	5,623	3.1	2,987	▲2,880

		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)	20/3 期	6,568	9,066	1.4	1,152	7.9	270	▲2,189
	21/3 期	7,103	9,878	1.4	1,312	7.5	1,947	▲1,418
	22/3 期	8,153	9,084	1.1	1,927	4.7	1,688	▲1,615

		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	20/3 期	53,505	47,846	0.9	8,401	5.7	7,824	▲9,229
	21/3 期	56,495	48,531	0.9	7,451	6.5	8,452	▲6,951
	22/3 期	67,797	49,019	0.7	17,625	2.8	10,831	▲8,284

※4 日本製鉄、JFE はハイブリッド商品の資本性評価後

※5 EBITDA は売上総利益-販管費+減価償却費

※6 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

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

【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：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が定める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