

## 高炉各社の18/3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18/3期決算および19/3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

17年度の国内粗鋼生産量は1億484万トン（前年比0.3%減）と引き続き1億500万トンレベルを維持したものの、2年ぶりに減少した（図表1）。国内の鋼材需要は建設、自動車向けを中心におおむね堅調であった。しかし、生産トラブルの影響や製造負担が大きい高付加価値品の増加などにより、粗鋼生産量は伸び悩んだ。

18年度の国内粗鋼生産量は17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工事の本格化に加え、自動車や産業機器などの製造業向けの需要も引き続き堅調な見通しである。また、17年度に発生した生産トラブルがなくなることに伴い、粗鋼生産量の増加が見込まれる。ただ、各社ともおおむねフル生産に近い状態にあり、粗鋼生産量の大幅な増加は見込みにくい。

アジアの鋼材市況は上昇と下落を繰り返しながら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んでいることに加え、中国国内の需要が堅調であることから鋼材輸出量が減少し、アジアの鋼材需給が締まっている。また、原料価格が高水準にあることも鋼材市況を支えている。他方、米国が鉄鋼製品の輸入規制を強化するなど世界的に保護貿易の動きが強まる方向にある。また、今後中国の内需が弱含んで国内需給が緩んだ場合、再び鋼材輸出量が増加に転じる可能性もある。中国およびアジアの鋼材需給や鋼材市況の動向に引き続き注意が必要である。

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が上昇し、その後も高水準で推移している。さらに、17年度は合金鉄をはじめとした副原料価格や物流費、エネルギーコストなどが上昇し、主原料以外のコスト上昇が顕著となった。18年度もこうした状況が続き、主原料を含めたコスト上昇が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3社（新日鐵住金の連結決算に含まれる日新製鋼を除く）の18/3期経常利益合計額は5,850億円（日新製鋼を含めた4社計の17/3期比2.4倍）と3期ぶりの増益となった（図表2）。16/3期、17/3期とメタルスプレッド（主原料価格と製品価格による値差）の悪化を主因に減益が続いたが、18/3期は値上げによるメタルスプレッドの改善に加え、コスト削減や在庫評価差の改善などが増益要因となった。結果的に18/3期経常利益合計額は、リーマンショック後のピークであった15/3期（4社計8,041億円）の7割強に改善した。

19/3期については、新日鐵住金および日新製鋼が、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、18/3期決算発表の時点で業績予想を未定と公表した。一方、JFEは経常利益2,200億円（前期比1.7%増）と増益を、神戸製鋼所は経常利益350億円（同50.8%減）と減益を予想している。神戸製鋼所は在庫評価差の悪化や原材料コスト上昇などにより、機械を除く全てのセグメントで減益を見込んでいる。JFEは主原料以外のコスト上昇や製造基盤強化費用などによって鉄鋼事業が減益となるものの、鉄鋼以外の事業での増益により鉄鋼事業の減益をカバーする計画である。

財務面では、全社で親会社株主に帰属する当期純利益が改善したことなどにより、日新製鋼を除く3社合計の自己資本は前期末比増加した。ただし、JFEにおける劣後ローンのリファイナンスに伴う資本性低下などにより、最終利益の増益に比べて自己資本の増加は小幅にとどまった。また、設備投資や投融資の増加に加え、前述の劣後ローンの変化により、有利子負債残高は微増となった。この結果、18/3期末の3社合計の自己資本および有利子負債残高（ともに劣後ローンの資本性評価後）によるDERは0.6倍と17/3期末から横ばいとなった。他方、18/3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3.3倍となり、17/3期の4.3倍から改善した（図表2）。

19/3期も、財務構成の改善ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。各社とも引き続き国内製鉄所の競争力強化に向けた高水準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、各社とも財務健全性の重要度を認識しており、今後も良好な財務内容が維持される見込みである。

### 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、15/3期の6.7%から16/3期2.8%、17/3期2.4%とメタルスプレッドの縮小を主因に2年連続で悪化したが、18/3期（日新製鋼を除く3社合計）は5.2%と3年ぶりに回復した。副原料や資材などの価格上昇が利益を圧迫したものの、コスト削減効果に加えてメタルスプレッドの改善が増益に寄与したためである。

メタルスプレッドについて、17/3期後半以降の主原料価格上昇に対し、高炉各社はトン当たり2万円の値上げを目指してきた。鋼材平均価格で見ると、新日鐵住金（同社単体+日鉄住金鋼鉄和歌山）は17/3期上半期の6.8万円から18/3期下半期に8.47万円と1.67万円上昇した。また、JFE（JFEスチール単独）は同5.86万円から7.68万円と1.82万円上昇しており、大手2社を中心に鋼材値上げの目標を達成しつつある。しかし、新日鐵住金が取り組んでいるトン当たり5千円のマージン改善については、現時点でまだ十分に決算数値に反映されていないようである。また、主原料以外のコスト上昇分については製品価格への反映が進んでおらず、今後の大きな課題となる。適正なメタルスプレッドを確保していくことはさらなるROSの改善に不可欠であり、高炉各社がもう一段の値上げを実現できるか注目していく。

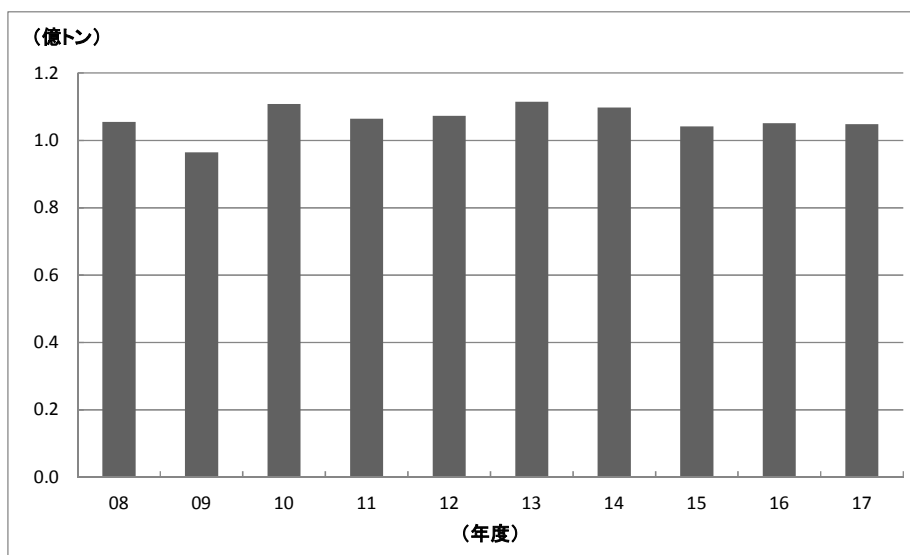
鋼材輸出比率（金額ベース）の低下が続いている。18/3期の新日鐵住金（同社単体+日鉄住金鋼鉄和歌山）の輸出比率は41%と14/3期の46%をピークに低下傾向にある。JFE（JFEスチール単独）でも、18/3期の輸出比率が44.4%と直近ピークであった13/3期の49.9%から低下している。この要因として①輸出比率の高いエネルギー向け製品の需要減退②好調な国内需要への対応一などが想定されるが、設備の問題や製品構成の変化などにより、旺盛な需要に応じて増産することが難しくなっていることもその一因だと考えられる。足元で海外の鋼材市況は国内以上に上昇しており、輸出を増やすことが収益性の改善につながることから、輸出比率の動向が各社の業績における注目点の一つとなる。

コスト改善は引き続き各社の業績を下支えする見込みである。18/3期のコスト改善額は新日鐵住金が500億円、JFEが450億円、神戸製鋼所が265億円と各社の増益に寄与した。19/3期のコスト改善額はJFEが200億円に減る見込みであるが、新日鐵住金は引き続き500億円を見込んでいる。今後も設備投資効果を中心にコスト改善が各社の業績に寄与していく見通しである。

投資を拡大する中で財務構成は良好な水準を維持できている。新日鐵住金、JFEの2社はともに18/3期末のDERが0.6倍（劣後ローンの資本性評価後）と引き続き過去最良の水準にある。神戸製鋼所は15/3期末のDER0.9倍をピークに悪化が続いていたが、18/3期末は1.0倍に改善した。ただ、各社では今後も国内外で様々な投資が計画されており、財務構成については当面、現状程度の水準で推移すると考えられる。

（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、%)

会社	期	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
		(億円)	(%)	(億円)	(%)	(億円)	(%)	(%)	(億円)	(%)
新日鐵住金 (5401)	17/3 期	46,328	▲5.6	1,142	▲31.9	1,745	▲13.1	3.8	1,309	▲10.0
	18/3 期	56,686	22.4	1,823	59.7	2,975	70.5	5.2	1,950	49.0
	19/3 期予	未定								
JFE (5411)	17/3 期	33,089	▲3.6	967	6.7	847	31.9	2.6	679	101.9
	18/3 期	36,786	11.2	2,466	155.0	2,163	155.3	5.9	1,446	112.9
	19/3 期予	-	-	-	-	2,200	1.7	-	-	-
神戸製鋼所 (5406)	17/3 期	16,958	▲7.0	97	▲85.8	▲191	-	▲1.1	▲230	-
	18/3 期	18,811	10.9	889	812.0	711	-	3.8	631	-
	19/3 期予	19,900	5.8	550	▲38.1	350	▲50.8	1.8	450	▲28.8
日新製鋼 (5413)	17/3 期	5,255	▲3.9	78	▲22.3	59	▲3.4	1.1	16	-
	18/3 期	6,141	16.9	178	127.2	188	214.7	3.1	130	-
	19/3 期予	未定								
4 社合計	17/3 期	101,633	▲5.1	2,285	▲32.2	2,461	▲18.0	2.4	1,775	17.6
	18/3 期	112,284	10.5	5,179	126.6	5,850	137.7	5.2	4,028	127.0

(出所:各社決算資料より JCR 作成)

※1 4 社合計の 18/3 期は新日鐵住金の連結決算に含まれる日新製鋼を除く 3 社合計

(図表 3) 高炉大手 4 社の財務推移

(単位: 億円、倍)

会社	期	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
		(億円)	(億円)	(倍)	(億円)	(倍)	(億円)	(億円)
新日鐵住金 (5401)	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
	18/3 期	32,954	19,029	0.6	5,458	3.5	4,588	▲3,534
JFE (5411)	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
	18/3 期	20,712	12,059	0.6	4,156	2.9	2,988	▲1,948
神戸製鋼所 (5406)	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
	18/3 期	7,425	7,388	1.0	1,972	3.7	1,908	▲1,615
日新製鋼 (5413)	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
	18/3 期	2,335	2,240	1.0	539	4.2	443	▲277
4 社合計	16/3 期	58,767	40,485	0.7	9,934	4.1	9,785	▲5,124
	17/3 期	59,329	38,192	0.6	8,790	4.3	8,690	▲6,829
	18/3 期	61,092	38,477	0.6	11,586	3.3	9,484	▲7,098

(出所:各社決算資料より JCR 作成)

※2 新日鐵住金、JFE、日新製鋼 (16/3~17/3 期) は劣後ローンの資本性評価後

※3 有利子負債にリース債務は含まれていない

※4 4 社合計の 17/3 期自己資本、有利子負債および 18/3 期は日新製鋼を除く 3 社合計

## 【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：ネガティブ

### 発行体：日新製鋼株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：ポジティブ

## ■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)項に基づき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