

钢铁

巴西矿难有望重塑黑色产业格局

评级：中性（维持）

分析师：笃慧

执业证书编号：S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师：赖福洋

执业证书编号：S0740517080002

电话：021-20315128

分析师：邓轲

执业证书编号：S0740518040002

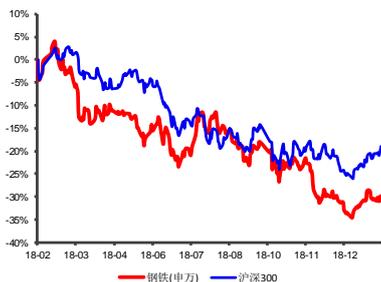
电话：021-20315223

研究助理：曹云

电话：021-20315766

基本状况

上市公司数	32
行业总市值(百万元)	658554.12
行业流通市值(百万元)	593843.65

行业-市场走势对比

相关报告

- <<贴水修复估值改善>>2019.01.26
- <<地产投资是全年需求定海神针>>2019.01.22
- <<逆周期调节估值修复>>2019.01.19
- <<纠结中的冬储季节>>2019.01.12
- <<再创辉煌-2018年钢铁上市公司业绩前瞻>>2019.01.11
- <<逆周期调节政策继续加码>>2019.01.04
- <<进退之间>>2019.01.02
- <<需求向冬储迁移>>2018.12.31
- <<淡季下的弱冬储>>2018.12.31
- <<2019年基调重回保增长>>2018.12.22

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		
方大特钢	11.16	1.92	2.06	1.78	1.92	5.81	5.42	6.27	5.81	0.25	增持
华菱钢铁	7.04	1.37	2.28	1.67	1.85	5.14	3.09	4.22	3.81	0.04	增持
马钢股份	3.62	0.54	0.77	0.51	0.56	6.70	4.70	7.10	6.46	0.06	增持
宝钢股份	7.07	0.86	0.95	0.85	0.93	8.22	7.44	8.32	7.60	0.69	增持
南钢股份	3.58	0.79	0.91	0.70	0.77	4.53	3.93	5.11	4.65	0.09	增持

备注：股价取 2019 年 02 月 01 日收盘价

投资要点

- **巴西矿难事件不断发酵**：1月25日下午，全球最大的铁矿石生产企业巴西淡水河谷（Vale）位于南部系统的 Paraopebas 项目的 Mina Feijão 矿区发生重大溃坝事故，造成该国有史以来最严重的矿难，其后该事件不断发酵。根据最新进展，公司已宣布部分铁矿石合同遭遇“不可抗力”；
- **短期造成供给刚性缺口**：考虑到事发的 Mina Feijão 矿区、Vargem Grande 项目以及被吊销营业执照的 Brucutu 矿区，目前已关停产能达到 5150 万吨，占淡水河谷年产量的 13%，占全球铁矿石产量的 2.3%。短期来看，在矿难事件造成供给端刚性缺口且有进一步发酵可能性存在的情况下，供应短缺忧虑加剧，铁矿石期现价预计将维持坚挺状态；
- **中长期供需影响有待观察**：铁矿作为上游采掘业从资本开支到产能投放周期一般为 5-8 年，自 2014 年后投资逐步收缩，扩张周期目前已经进入末期，今年全球铁矿供给增量为 3800 万吨左右，巴西铁矿事故将令铁矿供需平衡边际发生变化，由于工业品边际定价，低成本矿区的关闭，将导致铁矿石行业边际成本出现大幅抬升，短期价格提振明显。在弹性假设情况下，我们预计矿难将导致全球铁矿石供给减少 2500-7000 万吨，2019 年普氏 62% 铁矿石指数将抬升至 75-88 美元/吨，同比增幅为 8%-27%；
- **成本上涨压力将逐步转嫁至下游**：铁矿石价格的快速上涨表面来看会对钢厂盈利构成压力，事发至今普氏指数增加 18.8 美元，折合人民币约为 127 元，钢坯成本因此抬升近 200 元/吨。但冶炼业盈利取决于其自身的产能利用率变化，在钢铁行业产能利用率变化不大的情况下，钢厂可以通过抬升钢价将大部分成本上涨压力转嫁给下游，钢价底部抬升相关终端行业原材料成本压力将重新加剧。受益于铁矿价格上涨的标的可关注海南矿业、*ST 金岭、河北宣工、宏达矿业，以及涉矿类钢企如酒钢宏兴、西宁特钢、凌钢股份等；
- **风险提示**：铁矿石价格过快上涨后的情绪回调；宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端增加超预期。

内容目录

巴西矿难事件评估	- 3 -
事件回溯	- 3 -
短期造成供给刚性缺口，中长期供需影响有待观察	- 4 -
成本上涨压力将逐步转嫁至下游.....	- 7 -
投资建议.....	- 7 -
风险提示.....	- 8 -

图表目录

图表 1: 矿难发生前尾矿坝卫星图	- 3 -
图表 2: 矿难发生后尾矿坝卫星图	- 3 -
图表 3: Vale 四大系统及港口铁路地理分布位置	- 4 -
图表 4: 2018 年上半年 Vale 四大矿区产量占比	- 4 -
图表 5: 2017 年南部系统三大矿区产量占比.....	- 4 -
图表 6: 铁矿石普氏指数及内外盘商品价格走势.....	- 5 -
图表 7: 全球主要铁矿石生产商产能增量预测(单位:百万吨).....	- 6 -
图表 8: 2019 年铁矿石价格预测.....	- 6 -
图表 9: 全球铁矿石成本曲线.....	- 7 -
图表 10: 铁矿石标的梳理 (截至 2019 年 2 月 1 日)	- 8 -

巴西矿难事件评估

事件回溯

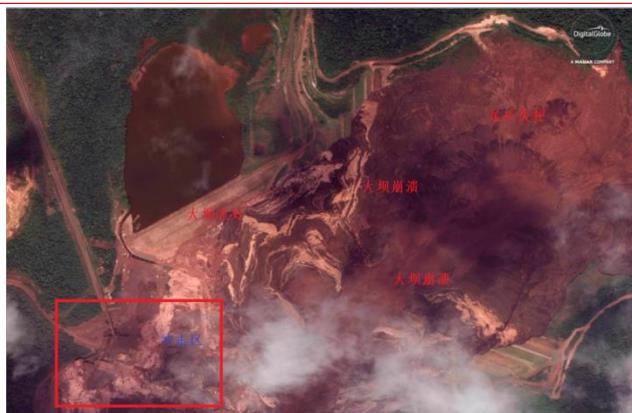
- **矿难事件不断发酵**：巴西当地时间1月25日下午，全球最大的铁矿石生产企业巴西淡水河谷(Vale)位于南部系统的Paraopebas项目的Mina Feijão矿区1号尾矿坝发生重大溃坝事故,造成300多人死亡及失踪,是该国有史以来最严重的矿难。其后该事件不断发酵:
 - 1月29日, Vale宣布关闭10座上游尾矿坝,整个关停过程可能持续1-3年时间,或将影响年产量4000万吨铁矿石,公司称将增加其他地区铁矿石产量来弥补溃坝矿区停产影响;
 - 2月1日, Vale表示自Samarco事件后,公司就随即作出关停19座上游尾矿坝的决定。截至矿难事件发生时,已有9座全部关停,公司决定加快剩下的10座上游尾矿坝的关停进程;
 - 2月4日,巴西法院要求Vale位于Minas Gerais州的Brucutu矿区暂停生产,作为该州规模最大的矿区,铁矿石年产能约3000万吨,且不包含在此前4000万吨的减产计划内。次日,巴西监管机构吊销了Brucutu矿区营业执照。能否恢复运营要取决于推翻法院禁令和重新获得牌照;
 - 2月5日, Vale宣布暂停Vargem Grande项目部分作业,该项目属于余下10座尾矿坝之一,预计将影响1300万吨/年产量,包含在4000万吨减产计划内;
 - 2月6日,公司宣布部分铁矿石合同遭遇“不可抗力”。

图表 1: 矿难发生前尾矿坝卫星图



来源：中泰证券研究所

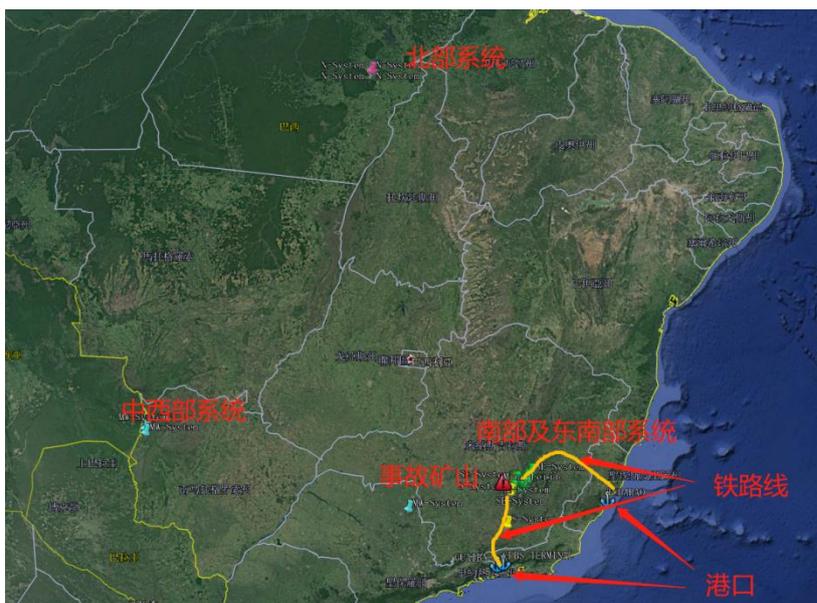
图表 2: 矿难发生后尾矿坝卫星图



来源：中泰证券研究所

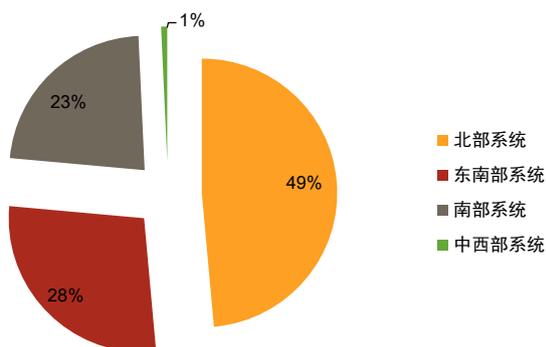
- **事故矿区相关背景**：Mina Feijão 矿区属于南部系统 Paraopebas 项目的一部分,2017 年和 2018 年,该矿区产量分别为 780 万吨和 850 万吨,Paraopebas 项目产量分别为 2630 万吨和 2730 万吨。而被吊销营业执照的 Brucutu 矿区则属于东南部系统,南部及东南部系统是淡水河谷重要的铁矿石产区,2017 年产量 1.95 亿吨,2018 年上半年产量 0.91 亿吨,占淡水河谷总产量的 51%。尾矿坝是湿法选的设备,南部/东南部系统目前约 30%产量为湿选,主要生产 SSFT、SSFG 等 65%高硅低铝巴西粗粉,精粉(全部湿选)球团。

图表 3: Vale 四大系统及港口铁路地理分布位置



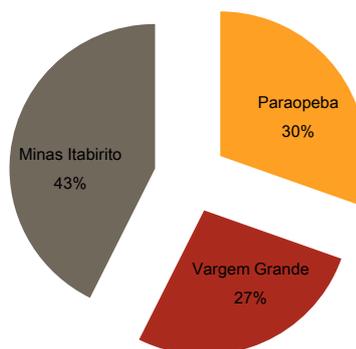
来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 4: 2018 年上半年 Vale 四大矿区产量占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 2017 年南部系统三大矿区产量占比

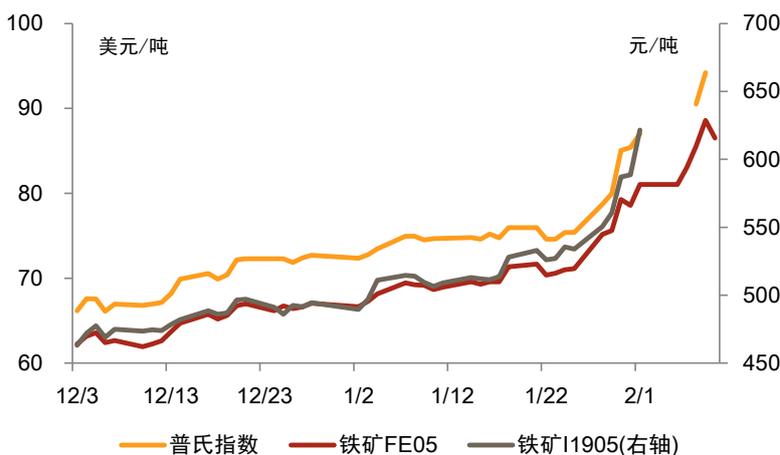


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

短期造成供给刚性缺口, 中长期供需影响有待观察

- **短期造成铁矿石供给刚性缺口:** 考虑到事发的 Mina Feijão 矿区、Vargem Grande 项目以及被吊销营业执照的 Brucutu 矿区, 目前已关停产能达到 5150 万吨, 占淡水河谷年产量的 13%, 占全球铁矿石产量的 2.3%。受此影响, 春节前国内 DCE 市场铁矿石主力合约 I1905 由 1 月 25 日 534 元抬升至 2 月 1 日的 621.5 元, 幅度高达 16.4%; 春节期间 DCE 市场停止交易, 新加坡 SGX 市场铁矿石合约 FE05 继续上扬, 截至 2 月 9 日收于 86.5 美元, 相比 1 月 25 日涨幅达 21.6%, 春节期间涨幅为 6.7%; 普氏指数方面, 截至 2 月 8 日为 94.2 美元, 1 月 25 日以来涨幅达 25%。短期来看, 在矿难事件造成供给端刚性缺口且有进一步发酵可能性存在的情况下, 供应短缺忧虑加剧, 铁矿石期现价格预计将维持坚挺状态;

图表 6: 铁矿石普氏指数及内外盘商品价格走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **中长期供需将趋紧,力度有待观察:** 基于以上对矿难事件最新进展梳理,以及事发矿区背景分析,我们来进一步评估该事件对中长期铁矿石供需影响。在此,我们做几个情景假设:
 - **1、需求小幅增长,结构将有所分化:** 2019 年预计全球生铁产量小幅增加,带动铁矿石需求增长 2%。但钢企利润的收缩将带来铁矿石配比结构发生改变,铁矿石需求结构将有所分化;
 - **2、矿难将造成 2019 年全球铁矿石供给减少 1-3%:** 根据弹性设定,我们做出乐观 (Mina Feijão 矿区+Vargem Grande 项目停产)、中性 (Vale 尾矿坝全部停产)、悲观 (Vale 尾矿坝全部停产+Brucutu 矿区难以恢复生产) 三种假设,分别将减少供给量 2500 万吨、4000 万吨和 7000 万吨,占全球铁矿石供给量的 1.1%、1.8%和 3.2%;
 - **3、停产影响内部难以弥补:** 虽然淡水河谷公司声称将增加其他地区铁矿石产量来弥补溃坝矿区停产影响,但从历史来看,该公司 Samarco 矿区在 2015 年也发生过类似溃坝时间,涉及年产量 3000 万吨,并停产至今。通过近期事件进展来看,目前巴西政府部门对于公司生产运营监管严苛,因此年内停产影响预计将难以弥补;
 - **4、外部产能仅对冲部分矿难影响:** 2019 年除淡水河谷外全球主要铁矿石生产商产能增量预计为 3800 万吨,其中英美资源 (Anglo Ferrous) 的 Minas Rio 矿山年初复产预计将增加 978 万吨产量。矿难事件造成的价格上涨或将引发其他区域的矿山增产或复产对冲部分矿难影响。

图表 7: 全球主要铁矿石生产商产能增量预测(单位:百万吨)

	2019年主要铁矿石生产商产能增量 (万吨)
Anglo Ferrous	978
Trafigura/Mubadala	400
IOC	300
Roy Hill	380
Hierro Peru	350
Champion	220
Citic Pacific	200
BHP	175
Yuzhny	150
Kaunis Iron	140
SNIM	120
A.Mittal Liberia	100
New Millenium	100
Tacora Resources	100
Ferrexpo	100
合计	3813

来源: Mysteel, 中泰证券研究所

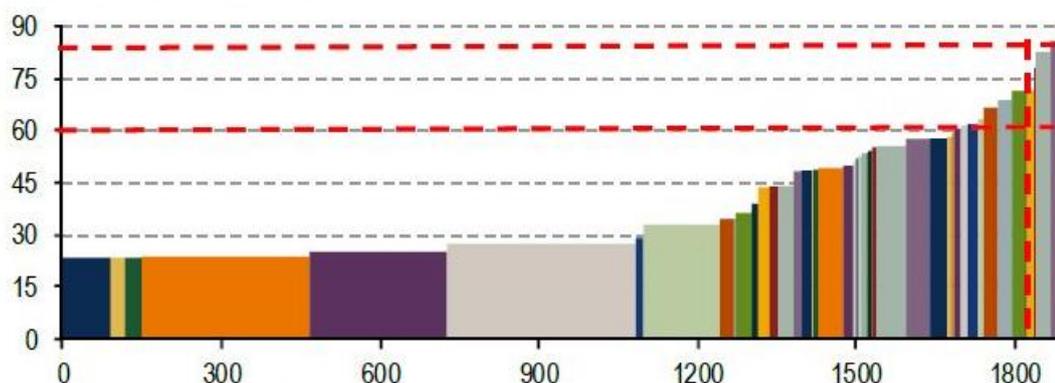
- 小结:** 铁矿作为上游采掘业从资本开支到产能投放周期一般为 5-8 年, 自 2014 年后投资逐步收缩, 扩张周期目前已经进入末期, 今年全球铁矿供给增量为 3800 万吨左右, 巴西铁矿事故将令铁矿供需平衡边际发生变化。由于工业品边际定价, 低成本矿区的关闭, 将导致铁矿石行业边际成本出现大幅抬升, 短期价格提振明显。从最后预测结果来看, 在弹性假设情况下, 受矿难影响 2019 年普氏 62%铁矿石指数将抬升至 75-88 美元/吨, 同比增幅为 8%-27%。

图表 8: 2019 年铁矿石价格预测

单位: (百万吨)	2016	2017	2018E	2019E		
				乐观	中性	悲观
全球铁矿石供应	2219	2145	2207	2220	2205	2175
全球其他地区(除Vale)	1870	1778	1817	1855	1855	1855
Vale	349	367	390	365	350	320
矿难影响供给量				25	40	70
变化量		-74	62	13	-2	-32
普氏指数: 62%(美元/吨)	58	71	69	75	80	88

来源: 中泰证券研究所

图表 9: 全球铁矿石成本曲线



来源: BofA Merrill Lynch Global Research estimates, 中泰证券研究所

成本上涨压力将逐步转嫁至下游

- 铁矿石价格的快速上涨表面来看会对钢厂盈利构成压力，事发至今普氏指数增加 18.8 美元，折合人民币约为 127 元，钢坯成本因此抬升近 200 元/吨。但冶炼业盈利取决于其自身的产能利用率变化，在钢铁行业产能利用率变化不大的情况下，钢厂可以通过抬升钢价将大部分成本上涨压力传导至下游。相比矿难事发前的情况，预计将造成钢价底部抬升。

投资建议

- 巴西矿难事件持续发酵，对铁矿石产量影响持续超预期，供应短缺忧虑加剧。铁矿作为上游采掘业目前已经进入资本开支-产能扩张周期尾声，矿难事故将令铁矿供需平衡边际发生变化，推动产能利用率向成本曲线末端移动，高成本矿山增产及复产概率增大。淡水河谷尾矿坝停产进度有待跟踪，同时低成本矿山 Brucutu 矿区的复产是一个潜在的风险变量。在钢铁冶炼行业产能利用率变化不大的情况下，钢厂可以通过抬升钢价将大部分成本上涨压力转嫁给下游，钢价底部抬升相关终端行业原材料成本压力将重新加剧。受益于铁矿价格上涨的标的可关注海南矿业、*ST 金岭、河北宣工、宏达矿业，以及涉矿类钢企如酒钢宏兴、西宁特钢、凌钢股份等。

图表 10: 铁矿石标的梳理 (截至 2019 年 2 月 1 日)

证券代码	证券简称	股本 (亿股)	市值 (亿元)	2017铁矿石 产量 (万吨)	吨铁矿产量 市值 (元)	每万股矿含量 (吨)
600307.SH	酒钢宏兴	62.6	126.5	867.2	1459	13.8
000923.SZ	河北宣工	6.5	82.4	672.5	1226	103.0
601969.SH	海南矿业	19.5	85.0	400.3	2124	20.5
000655.SZ	*ST金岭	6.0	21.7	149.3	1456	25.1
600117.SH	西宁特钢	10.5	33.3	111.6	2988	10.7
600231.SH	凌钢股份	27.7	78.4	75.7	10364	2.7
600532.SH	宏达矿业	5.2	24.0	30.7	7817	5.9
600507.SH	方大特钢	14.5	161.8	15.4	105342	1.1

来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- 铁矿石价格过快上涨后的情绪回调; 宏观经济大幅下滑导致需求承压; 供给端增加超预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。