

高炉产能利用率逆季节下降，支撑3月基本面回暖

——钢铁行业动态研究

行业动态

◆**供给：2019年3月上旬全国高炉产能利用率出现逆季节性显著下降。**回顾历年3月上旬，高炉产能利用率一般呈现季节性增长；但2018年和2019年则不然，受环保限产影响，高炉产能利用率出现逆季节性下降，尤其是2019年降幅最为显著，3月1日-8日骤降3.21个百分点，至今仍维持较低水平，这是2019年春季钢铁行业基本面回暖的重要原因。

◆**需求：2019年春季下游需求复苏节奏较为正常。**2019年春季钢铁下游行业需求开工节奏较为正常，主要由于环保限产较宽松，“两会”会期较短等原因。2019年1-2月粗钢表观消费量同比增长约8.2%；2019年3月上中旬全国主流贸易商日均建筑钢材成交量为19.9万吨，同比2018年同期增长45.2%。细分来看，2019年2月钢铁PMI新订单指数回落至47.8，挖掘机开工小时数同比增长1.8%，表明2月份工业需求平稳、基建等略有复苏迹象，需进一步关注3月份数据。

◆**成本：淡水河谷矿区停复产并列，短期矿价面临不确定性。**淡水河谷最新进展：3月15日年产量1280万吨Timbopeba矿山停产；3月19日年产量3000万吨的Brucutu矿区已获批即将复产；一停一开估算年产量将净增加1720万吨，占公司总产量4.4%。公司3月18日即刻恢复瓜伊巴岛海运码头运营，其装载量4350万吨占公司总量13%。近期淡水河谷铁矿供给情况的连续波动，可能会使短期矿价面临不确定性。

◆**钢价：库存去化符合预期，钢价呈现缓慢上涨趋势。**在高炉产能利用率下降、下游需求启动正常的背景下，2019年3月上旬起，经销商钢材库存开始去化，时间节点同比有所提前，幅度和进度则符合预期。Myspic国内钢价综合指数从2019年初至今呈现较为缓慢的复苏趋势，较为稳健，2019年以来已累计上涨3.25%，2019年3月上中旬累计上涨1%。

◆**后市展望：高度关注高炉产能利用率的潜在增长。**展望后市，最需关注钢铁供给复苏情况。当前高炉产能利用率仍处于相对低位，这是不符合季节性规律的。目前“两会”已经结束，后期唐山等地区继续实施严厉环保限产的可能性较小，高炉产能利用率有增长空间，这可能对钢价走势构成压力。但另一方面，部委例行的清理地条钢产能、违规落后高炉产能的行动也有可能逐步展开。

◆**维持钢铁板块“增持”评级。**在近期钢价稳健的背景下，钢铁板块低估值具备一定的修复空间。2019年3月以来申万钢铁指数涨幅为5.2%，跑赢沪深300指数0.7个百分点。但考虑到2019Q1可能偏低的盈利，以及供给潜在的复苏，预计钢铁板块尚不具备实现显著超额收益的条件。维持钢铁行业“增持”评级。

◆**风险提示。**钢铁供给增长超预期风险：钢铁需求不及预期风险：铁矿价格过快上涨，压缩钢铁利润空间。

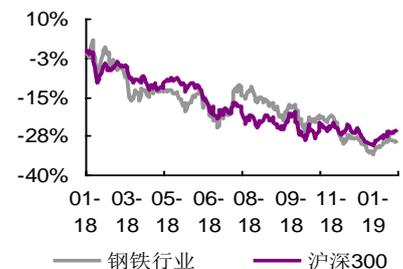
增持（维持）

分析师

王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523812
wangk@ebsecn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzh@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

1、2019年3月上旬全国高炉产能利用率出现逆季节性显著下降

2019年3月份以来, Mysteel 统计的全国 163 家钢厂高炉产能利用率出现逆季节性显著下降, 这在历年的三月上旬都是较为少见的现象。

例如 2016 年及 2017 年, 在 3 月份高炉产能利用率都是呈现增长趋势, 尤其是 2016 年呈现快速增长——这符合季节性惯例, 即每年 3 月是春节后下游需求复苏之时, 钢厂为了满足订单需求会加速开工。

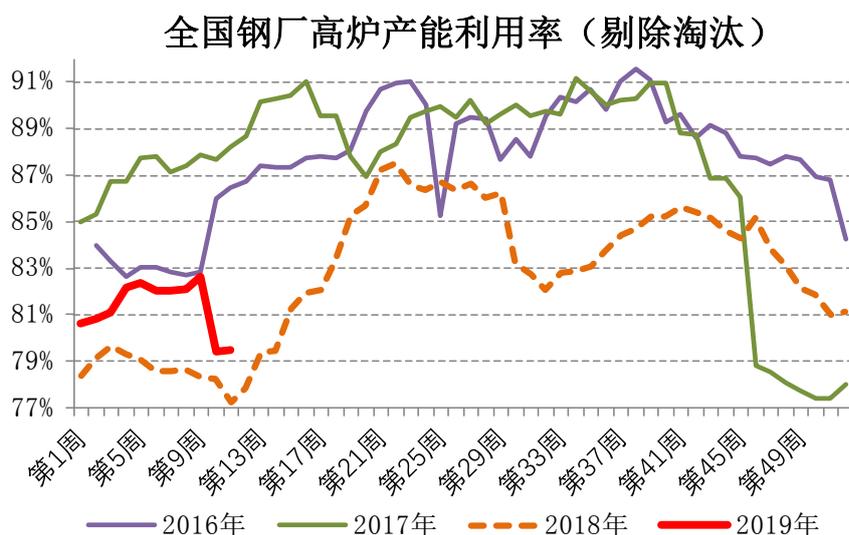
2018 年 3 月, 高炉产能利用率则呈现下降趋势, 主要是因为当年“两会”的重要性较为突出, 期间下游行业需求延迟开工, 同时钢铁行业自身也受到了“采暖季限产”期限延长的影响。

2019 年 3 月上旬, 高炉产能利用率再次呈现下降趋势, 且降幅比 2018 年更大。2019 年 3 月 1 日-8 日一周之内, 高炉产能利用率就骤降 3.21 个百分点至 79.45%, 至 3 月 15 日为止, 仍维持在 79.46% 的较低水平。

值得注意的是, 2019 年春季下游需求启动节奏较为正常, 受相关事件影响较小, 钢价也并未出现大幅波动。在此背景下, 2019 年春季全国高炉产能利用率出现逆季节性的显著下降, 主要原因是唐山钢铁行业临时限产等事件影响。

唐山市人民政府发布自 3 月 1 日 0 时至 3 月 6 日 8 时启动《关于启动重污染天气 I 级应急响应的通知》, 两会召开期间, 河北地区的环保政策将趋于严格, 对钢铁供给构成抑制。

图 1: 2019 年 3 月高炉产能利用率出现拟季节性显著下降



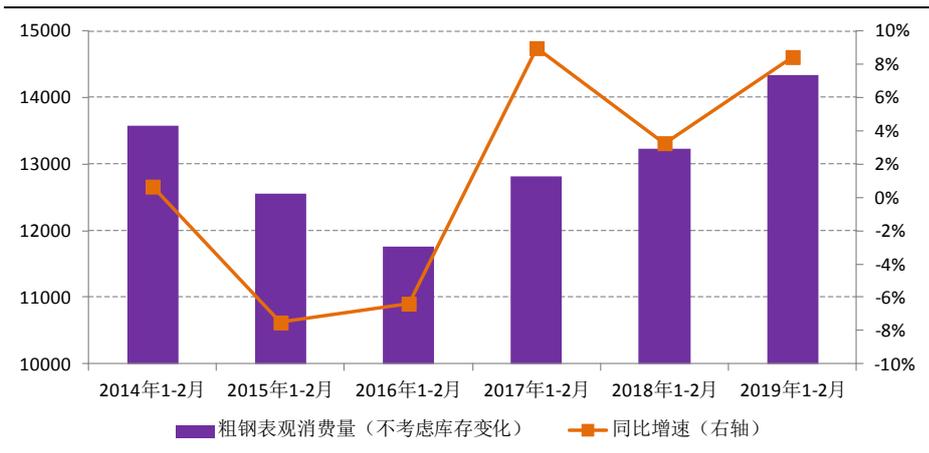
资料来源: Msysteel、光大证券研究所

2、2019 年春季下游需求复苏节奏较为正常

2019 年春季，钢铁下游行业的需求启动时间同比 2018 年启动更早，较为符合一致预期的节奏，这对春季钢铁基本面构成支撑。

根据国家统计局数据，2019 年 1-2 月，我们计算的中国粗钢表观消费量（考虑地条钢因素、不考虑库存变化因素）同比增长约 8.2%，表明 2019 年春季钢铁需求量较去年更好。

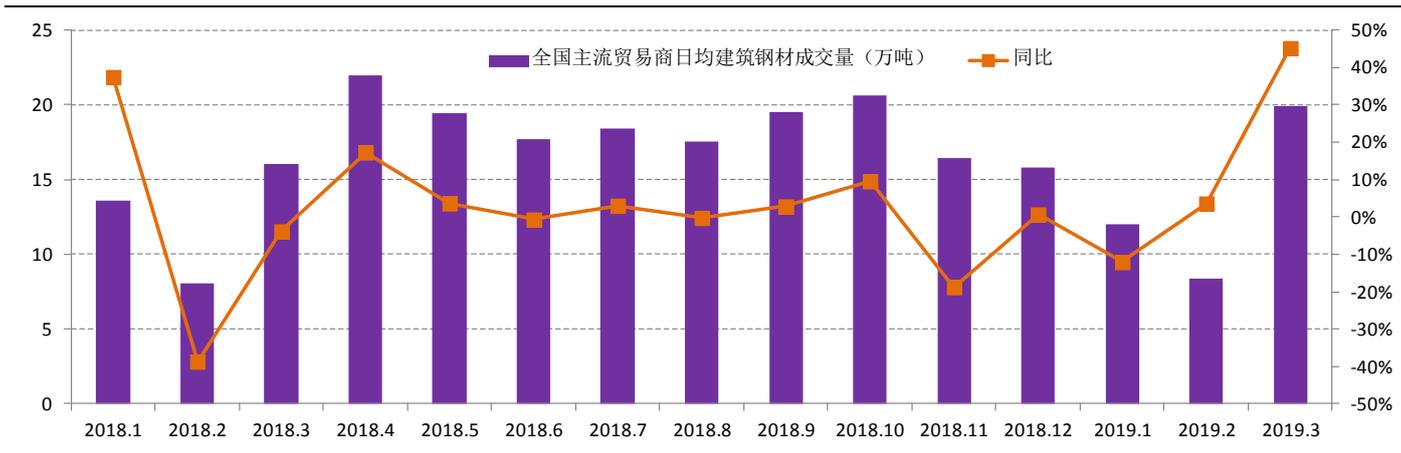
图 2：历年 1-2 月粗钢表观消费量（万吨）



资料来源：国家统计局、Wind、光大证券研究所

2019 年春节过后，全国主流贸易商日均建筑钢材成交量开始回升，2019 年 3 月上中旬日均为 19.9 万吨，同比 2018 年同期增长 45.2%。

图 3：2019 年 3 月上中旬，全国主流贸易商日均建筑钢材成交量同比增长 45.2%



资料来源：Mysteel、光大证券研究所

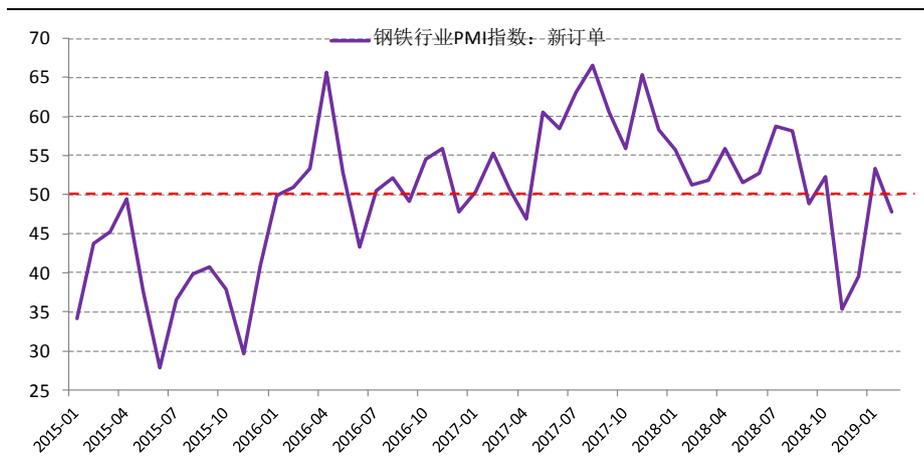
我们分析 2019 年 3 月钢铁下游需求启动较为正常的原因：

一方面，这是由于 2019 年农历春节时间（2 月 5 日）早于 2018 年（2 月 16 日），春节过后需求开始逐步复苏，至 3 月初已经恢复到较好的水平。

另一方面，2018年3月正逢重要“两会”，会议持续18天，期间叠加了严厉的“采暖季环保限产”延长，使下游工地普遍延迟到3月底开工；而2019年的“两会”持续13天，期间仅有唐山市对钢铁供给发布了限产政策，但全国范围内并未有对下游行业开工有明显的限制性政策，春季需求启动如期而至。

细分来看钢铁下游需求情况，首先是钢铁行业PMI新订单指数，是衡量工业制造业领域对钢铁需求的较为直观的指标，2019年1月恢复至53.4，较2018Q4有较好的复苏；2019年2月回落至47.8%。这表明工业用钢需求整体较为平稳。

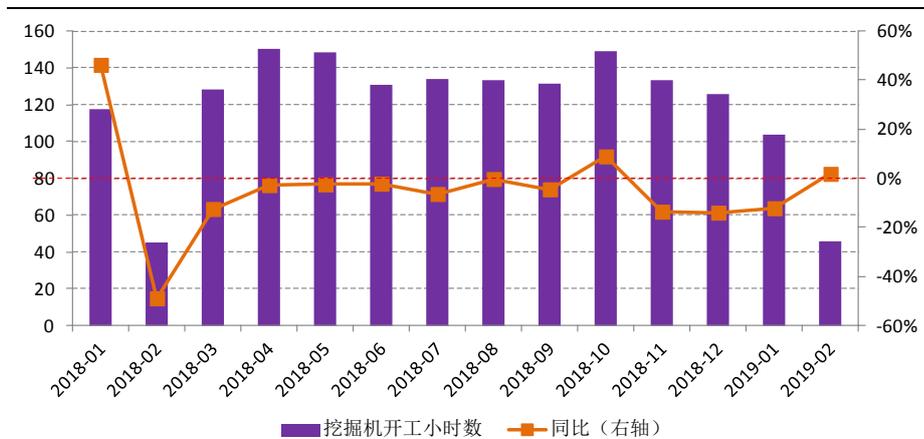
图4：钢铁行业PMI指数：新订单



资料来源：Wind、光大证券研究所

挖掘机开工小时数则是衡量建筑业钢铁需求的较为直观的指标，2019年2月为45.7小时，同比增长1.8%，而2018年多数月份的同比增速均为负值。这表明基建等需求有小幅复苏的迹象。

图5：挖掘机开工小时数及同比增速

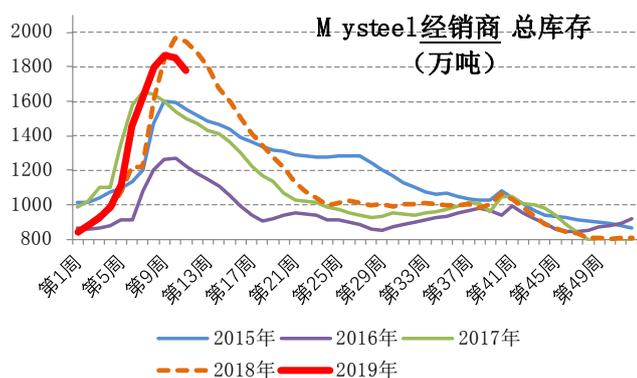


资料来源：Wind、光大证券研究所

3、库存去化符合预期，钢价呈现缓慢上涨趋势

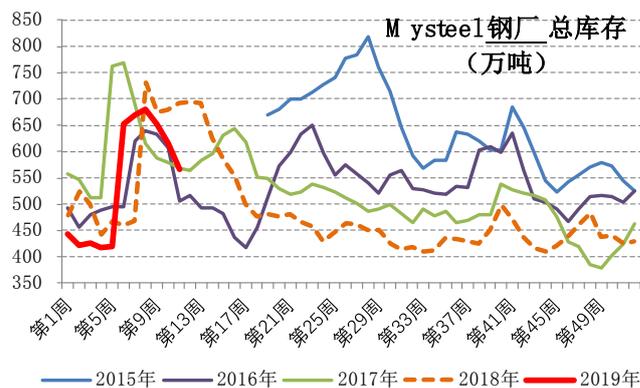
综上，在 2019 年 3 月初，钢铁行业供给仍然受到了临时限产等影响，高炉产能利用率逆季节性下降；钢铁行业需求则并未受到显著影响，需求复苏节奏符合季节性规律。

图 6: Mysteel 经销商钢材库存 (截止 3 月 15 日)



资料来源: Msysteel、光大证券研究所

图 7: Mysteel 钢厂钢材库存 (截止 3 月 15 日)

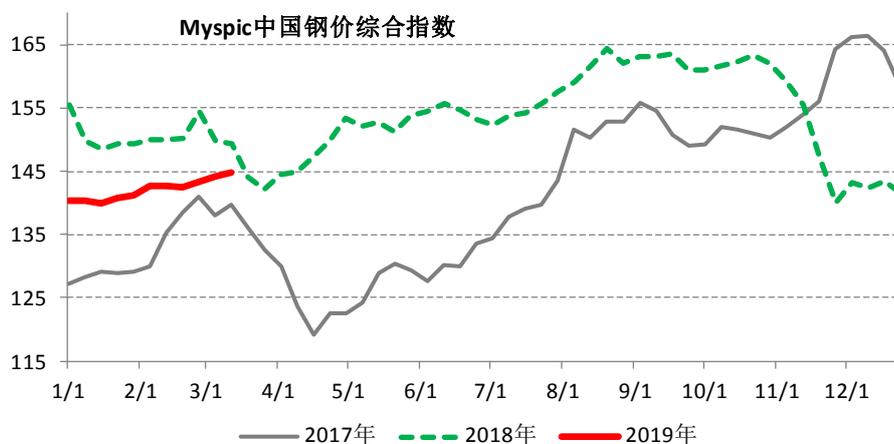


资料来源: Msysteel、光大证券研究所

在高炉产能利用率下降、下游需求启动正常的背景下，2019 年 3 月上旬起，Mysteel 统计的经销商钢材库存开始进入去化周期，同比有所提前，去化幅度和进度符合预期；钢厂钢材库存则从 2019 年 2 月下旬开始进入去化周期。整体上，3 月份以来钢铁市场呈现供不应求的格局。

此外，无论是经销商钢材库存还是钢厂钢材库存，2019 年春季的绝对水平均低于 2018 年同期。这主要是因为 2018 年春季钢价的大幅波动，使产业链参与者在 2019 年普遍更为谨慎。

图 8: 2019 年春节国内钢价呈现缓慢上涨趋势



资料来源: Msysteel、光大证券研究所

在此背景下，2019 年春季国内钢价呈现上涨，年初至今呈现较为缓慢的复苏趋势，走势较为稳健，2019 年 3 月 15 日 Myspic 国内钢价综合指数相比元旦已累计上涨 3.25%。

展望后市，我们认为最需要关注的方面仍然是钢铁供给端的复苏情况。当前的高炉产能利用率仍处于相对低位，这是不符合季节性规律的。目前“两会”已经结束，后期唐山等地区继续实施严厉环保限产的可能性较小，高炉产能利用率有复苏空间，这可能对钢价走势构成压力。

但另一方面，部委例行的清理地条钢产能、违规落后高炉产能的行动也有可能逐步展开，有望对钢铁供给复苏形成一定的对冲效应。

4、淡水河谷矿区停复产并存，短期矿价或面临不确定性

淡水河谷矿难事件又有进一步的进展情况：

2019 年 3 月 15 日，巴西当地一家法院要求淡水河谷暂停 Timbopeba 矿山的生产，该矿山铁矿年产量 1280 万吨。

2019 年 3 月 19 日，淡水河谷官方宣布其收到来自米纳斯吉拉斯(Minas Gerais) 州检查厅的文件，批准恢复其 Brucutu 矿区作业活动及 Laranjeiras 尾矿坝的运营。但目前该矿区及尾矿坝仍处于关停中，最终重启的时间仍旧需要得到环保部的最终答复。

综上，我们假设淡水河谷公司 Timbopeba 矿区关停、Brucutu 矿区复产，一停一开，估算年产量将净增加 1720 万吨，占公司总产量 4.4%。

此外，2019 年 3 月 18 日，淡水河谷公司宣布即刻恢复瓜伊巴岛海运码头的业务活动，2017 年该码头的铁矿石装载量为 4350 万吨，占淡水河谷装载量的 13%，并与中国有较多的铁矿石业务联系。至此，淡水河谷全面恢复港口运营，铁矿石共由 4 个港口运往中国。

表 1：淡水河谷共关停 5280 万吨产能

淡水河谷公司受矿难影响的矿区	产能
Brucutu 矿区（复产）	3000 万吨
Mina Feijao 矿区（关停）	800 万吨
Vargem Grande 矿区（关停）	1300 万吨
Timbopeba 矿山（关停）	1280 万吨
关停产能小计	3380 万吨
淡水河谷其他计划产能待关停	1900 万吨
淡水河谷合计关停	5280 万吨
淡水河谷铁矿总产量（2018E）	39000 万吨
全球铁矿总产量（2018E）	210500 万吨

资料来源：券商中国

近期，淡水河谷矿难事件已经引起国际铁矿石价格频繁波动，此次 Timbopeba 矿山、Brucutu 矿区复产、瓜伊巴岛海运码头恢复运营等，可能会再次使铁矿石价格面临不确定性。

5、维持钢铁板块“增持”评级

综上，2019 年 3 月钢铁行业基本面迎来供需短期双重利好：

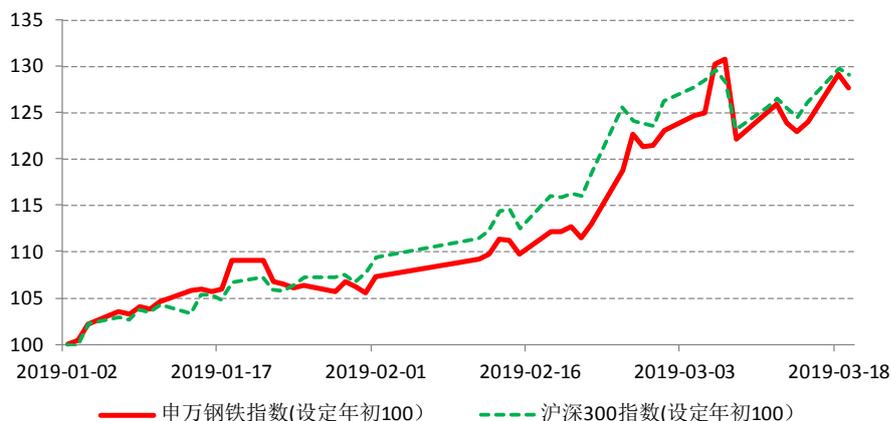
(1) 供给端：由于唐山临时环保限产，3 月上旬全国高炉产能利用率出现逆季节性的显著下降，至今仍维持较低水平；(2) 需求端：2019 年下游需求如期启动，符合预期；

受供需原因影响，2019 年钢价呈现缓慢上涨的趋势，整体较为稳健，符合市场预期。

在此背景下，整体估值偏低的钢铁板块具备一定的估值修复空间。

2019 年初至 2019 年 3 月 19 日，申万钢铁指数涨幅为 27.72%，跑输沪深 300 指数 1.4 个百分点；2019 年 3 月 1 日至 3 月 19 日，申万钢铁指数涨幅为 5.2%，跑赢沪深 300 指数 0.7 个百分点。

图 9：2019 年以来申万钢铁指数和沪深 300 指数走势对比



资料来源：Wind、光大证券研究所

另一方面，2019Q1 钢铁板块的盈利水平环比 2019Q4、同比 2019Q1 均有可能较显著下降。后期高炉产能利用率的复苏也有可能对钢价和钢铁盈利构成压力。我们预计钢铁板块尚不具备实现显著超额收益的条件。

我们维持钢铁行业“增持”评级。

6、风险提示

(1) 钢铁供给增长超预期风险：目前全国高炉产能利用率受临时限产影响仍处于低位，后期若有所反弹，可能使钢铁供给增长超预期，对钢价构成压力；

(2) 钢铁需求不及预期风险：2019 年二季度房地产、基建、汽车等钢铁下游行业的景气度有可能不及市场预期，对钢价构成压力；

(3) 铁矿价格过快上涨，压缩钢铁利润空间：如果淡水河谷事件影响超预期，可能使铁矿价格过快上涨，提高钢铁成本，压缩钢铁利润空间。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼