

行走在供求紧张与钢铁业微利之间

——铁矿石行业专题研究

行业动态

◆2019年以来矿价显著上涨，仍处于历史中低水平。

受巴西淡水河谷矿山事故、澳大利亚飓风等事件的持续影响，2019年以来，铁矿现货价累计上涨43.6%；Mysteel铁矿石价格指数累计上涨32.2%。当前矿价创近四年以来新高，但从历史角度来看仍处于中低水平，处于历史价格区间的37%分位；铁矿石成本/螺纹钢价的比值为27.8%，约处于历史区间1/4分位数，仍属较低水平。

◆供不应求：发货量与进口量骤减，下游高炉开工显著复苏。

供给方面，2019年以来澳洲巴西铁矿石累计发货量同比下降8.1%，其中4月份同比下降25.5%；1-5月我国累计进口铁矿量同比下降5.2%，其中5月同比下降11%。需求方面，2019年至今高炉产能利用率同比增长约2个百分点；1-5月全国生铁产量同比增长8.9%，创历史新高；1-5月铁精粉供给量/生铁产量比值降至1.38，供需表失衡，带动矿价上涨。

◆钢铁业利润已显著收窄，或压制矿价进一步上涨。

展望后市，国外矿山预计短期难以显著增持，下游高炉产能利用率维持高位，供不应求局面难以扭转，给予铁矿石价格支撑。但另一方面，受矿价高企影响，下游钢铁业利润已显著收窄，长流程钢材模拟毛利已低于短流程，热轧、冷轧更是已现亏损，替代品废钢的相对成本优势凸显，这些因素都可能压制矿价进一步上涨。综上所述我们预计矿价或将维持高位震荡。

◆主要铁矿石上市公司业绩弹性测算。

矿价持续上涨，使具备铁矿产能的上市公司受益。我们测算，在2018年报的基础上，假设铁矿石年度均价上涨200元/吨，金岭矿业、河北宣工、酒钢宏兴的归母净利润将分别增长186%、443%、66%，当前PE(2018)估值水平也将相应优化至13倍、16倍、7倍左右，值得关注。

◆风险提示：铁矿石供给波动风险；国内铁矿石企业经营风险等。

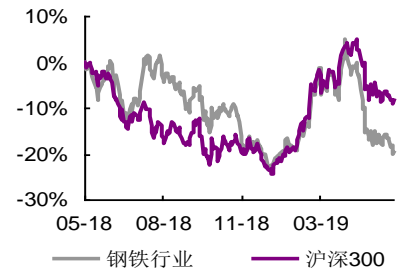
增持（维持）

分析师

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

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

行业与上证指数对比图



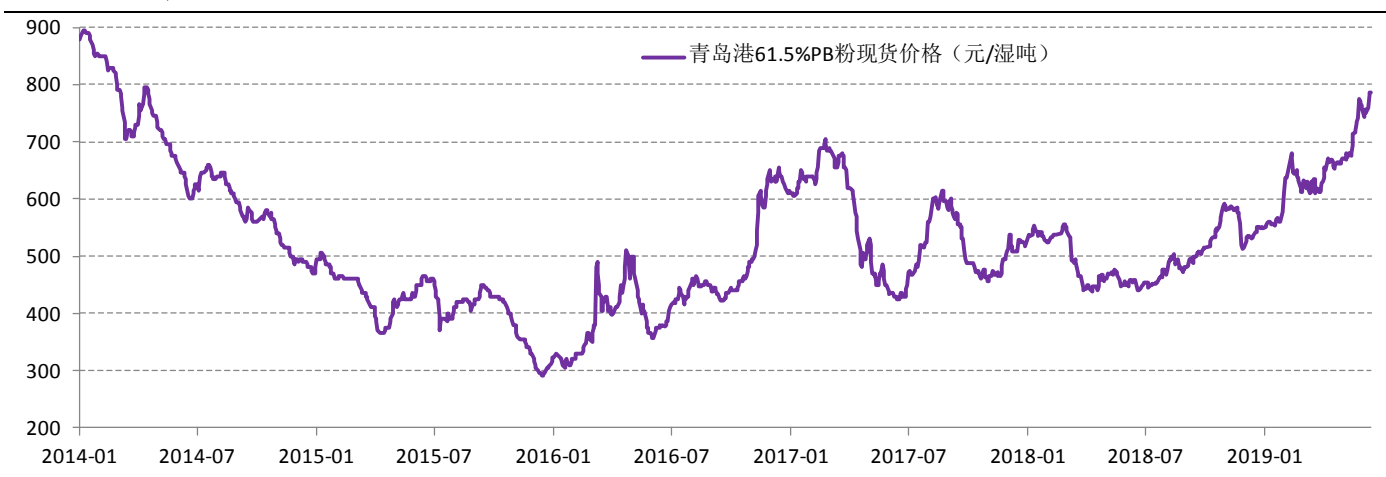
资料来源：Wind

1、近期矿价显著上涨，铁矿成本/钢价底部反弹

2019 年以来，由于巴西淡水河谷矿山事故、澳大利亚飓风等事件的持续影响，铁矿石价格持续上涨。

2019 年年初至今（6 月 20 日），青岛港 61.5%PB 粉矿现货价格累计上涨 43.6%，达到 787 元/湿吨，创近 5 年以来新高。

图 1：2019 年以来进口铁矿石现货价格累计上涨 43.6%

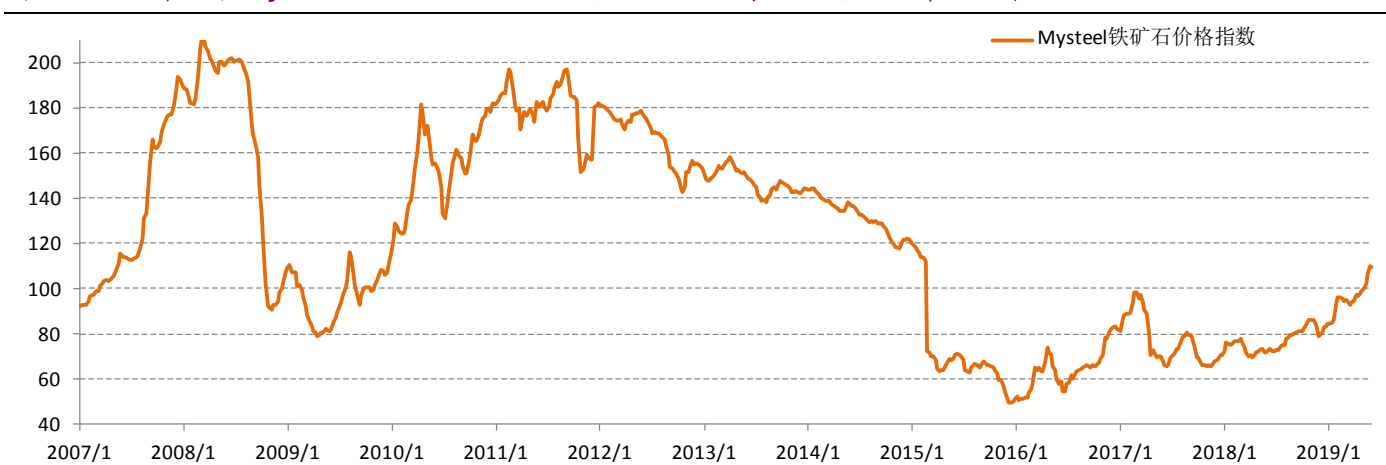


资料来源：Mysteel

从 Mysteel 铁矿石价格指数来看，2019 年至今指数累计上涨 32.2%，达到 110.1，创四年多以来的新高，但相比 2015 年之前的水平仍有差距。

Mysteel 铁矿石价格指数的历史最高值则出现在 2008 年 3 月，为 210.7；最低水平出现在 2015 年 12 月，为 49.4；当前水平处于历史价格区间的 37% 分位，属于中低水平。

图 2：2019 年以来 Mysteel 铁矿石价格指数累计上涨 32.2%，仍处于历史中低水平



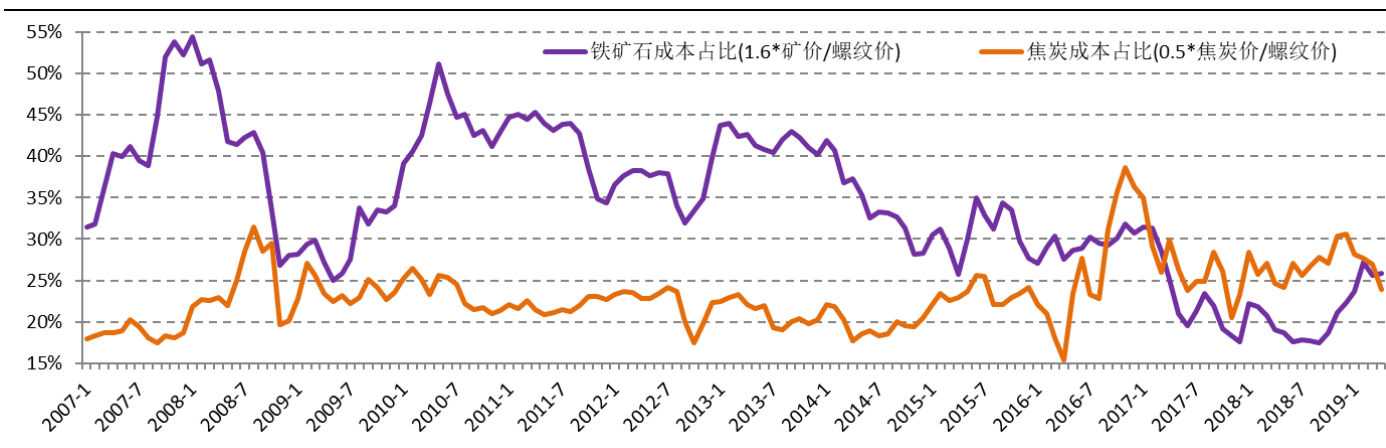
资料来源：Mysteel

相对钢价来看，2019年5月份铁矿石成本/螺纹钢价的月度平均值为27.8%，月环比增长1.9个百分点，近半年以来已累计增长了约10个百分点。

从历史角度来看，铁矿石成本/螺纹钢的最高值出现在2008年1月，为54.1%；最低值出现在2018年9月，为17.5%；当前水平约处于历史区间1/4分位数，属于较低水平。

2017年至2018年9月期间，钢价快速上涨，同期铁矿石价格则涨幅不大，导致铁矿石成本占比降至历史最低；近期铁矿石价格上涨速度超过钢价，铁矿石成本占比有所回升，但仍属于历史偏低水平。

图3：螺纹钢的铁矿成本占比、焦炭成本占比变化趋势（按月度均价统计）



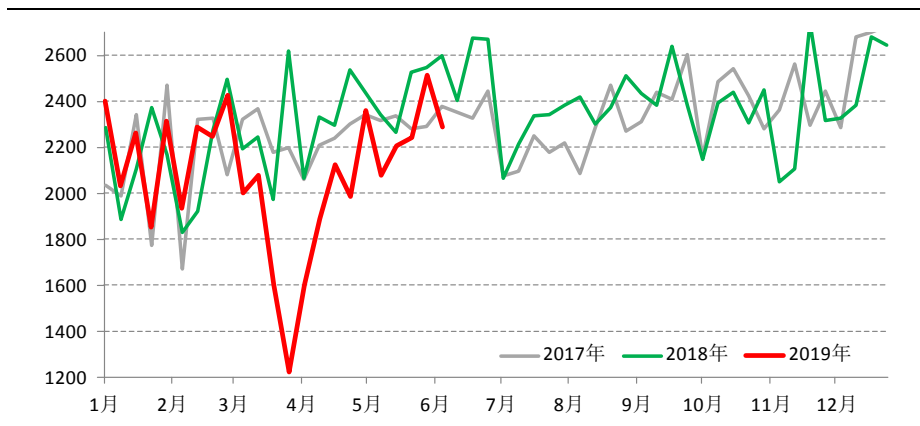
资料来源：Wind、光大证券研究所

2、铁矿石供需分析：供不应求，库存下探

2.1、供给：铁矿石发货量与进口量骤降

2019年以来铁矿石价格大幅上涨，主要是因为海外铁矿石供给仍然整体偏紧，叠加国内高炉产能复苏，拉动矿价上涨。

图4：澳洲、巴西铁矿石每周发货量（万吨）



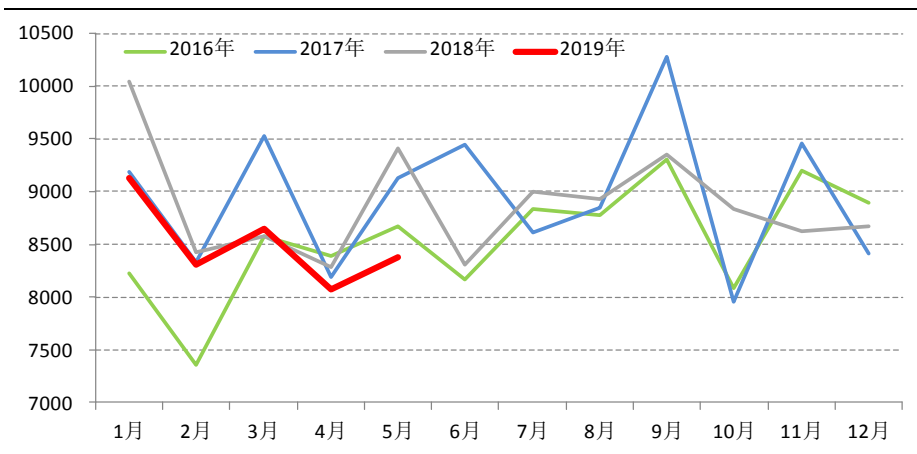
资料来源：Mysteel

2019 年年初至今（6 月 20 日），澳洲巴西铁矿石累计发货量同比下降 8.1%；其中 4 月份最为显著，同比下降 25.5%。

受国外铁矿石产量与运量减少的影响，2019 年以来我国铁矿石进口量同比显著减少，使国内铁矿石供给紧缩。

2019 年 1-5 月我国累计进口铁矿石及其精矿 42391.6 万吨，同比下降 5.2%；其中 5 月单月为 8375.3 万吨，同比下降 11%。

图 5：我国铁矿石每月进口数量（万吨）



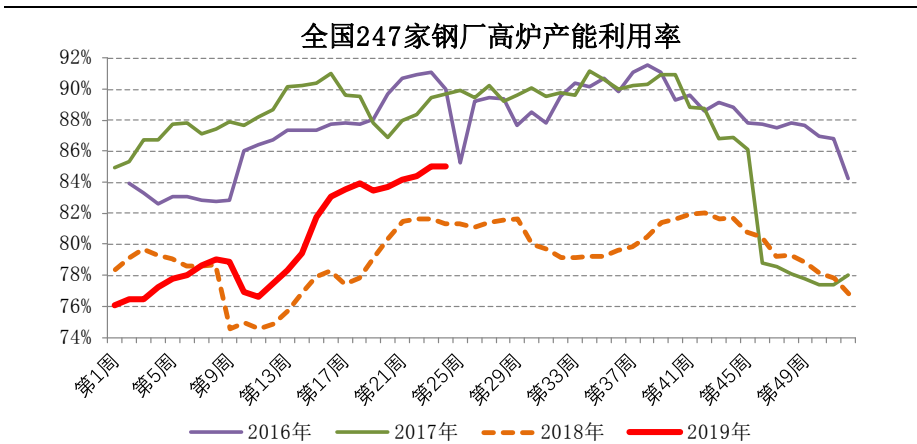
资料来源：海关总署、Wind

2.2、需求：国内生铁产量再创历史新高

铁矿石供给面紧缩的同时，需求面则呈现扩张的趋势。2019 年以来我国钢铁行业的高炉产能利用率、生铁产量均显著增长。

根据 Mysteel 统计的全国 247 家高炉产能利用率（剔除淘汰产能）数据，从 2019 年初至 6 月中旬的平均值为 80.22%，同比 2018 年同期显著增长约 2 个百分点，这表明 2019 年高炉开工更活跃，受限产影响更小。

图 6：2019 年以来全国高炉产能利用率明显高于 2018 年同期

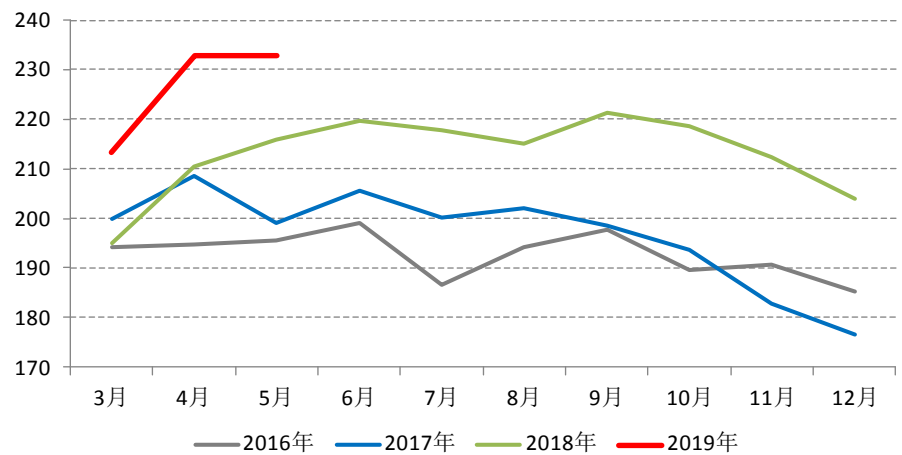


资料来源：Mysteel、光大证券研究所

高炉的显著复苏，使我国生铁产量大幅增加，这意味着钢铁行业对铁矿石的需求量显著增长。

2019年1-5月全国生铁产量为33535万吨，同比大幅增长8.9%，创历史新高；其中5月份的生铁日均产量达到233万吨，同比增长6.6%。

图7：2019年以来我国每月生铁日均产量均创历史新高（万吨）



资料来源：国家统计局、Wind、光大证券研究所

2.3、供需平衡表：铁矿石出现显著供给缺口

铁矿石出口量的减少，叠加生铁产量的增长，使铁矿石出现供需缺口。我们根据铁精粉进口量、国产铁精粉产量（按铁矿矿石原矿量10:1折算）、生铁产量，制作了铁矿石行业的供需平衡表。

2019年1~5月，铁精粉供给量/生铁产量的比例为1.36，而2018年为1.48，2017年为1.69，这表明2019年铁精粉供不应求，相比前期已经出现显著缺口，直接导致铁矿石价格大幅上涨。

表1：我国铁矿石供需平衡表

	铁精矿进口 (万吨)	国产铁精粉产量(万吨) (按原矿量10:1折算)	合计铁精粉供给 (万吨)	同比	我国生铁产量 (万吨)	同比	铁精粉产量/ 生铁产量
2011年	68608	13269	81877	12.8%	62969	8.4%	1.30
2012年	74355	13096	87451	6.8%	65791	3.7%	1.33
2013年	81941	14510	96451	10.3%	70897	6.2%	1.36
2014年	93251	15142	108394	12.4%	71160	0.5%	1.52
2015年	95272	13813	109085	0.6%	69141	-3.5%	1.58
2016年	102412	12809	115221	5.6%	70074	0.7%	1.64
2017年	107474	12294	119768	3.9%	71076	1.8%	1.69
2018年	106447	7634	114081	-4.7%	77105	3.0%	1.48
2019年 1~5月	42392	3355	45746	-4.6%	33535	8.9%	1.36

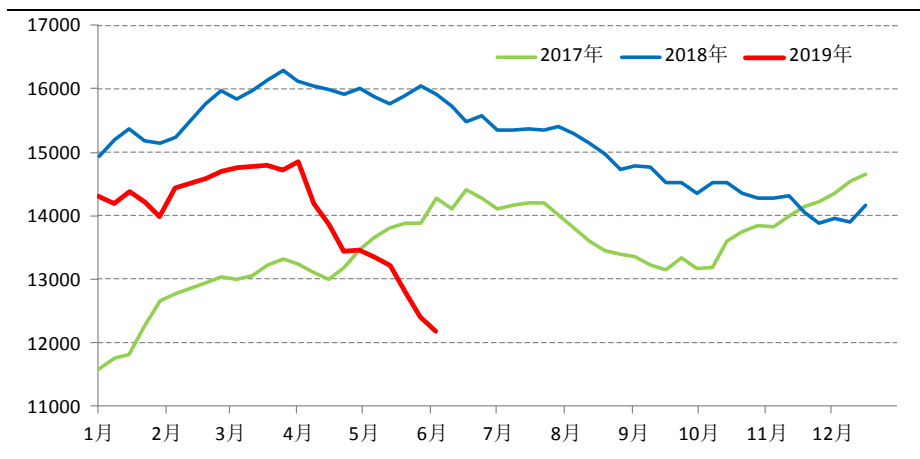
资料来源：Wind、光大证券研究所

2.4、库存：铁矿石港口库存显著下探

综上，2019 年以来国内外铁矿石供应量的下降，叠加国内钢铁行业对铁矿石需求的增长，使铁矿石短期内呈现供不应求的格局，推动铁矿石价格的大幅上涨。铁矿石港口库存的大幅下降，便反映了供不应求的格局：

2019 年 4 月份以来，我国铁矿石港口总库存呈现逆季节性迅速下降，从 4 月初至 6 月初累计下降 18%；截止 6 月 7 日铁矿石港口总库存为 12174 万吨，同比 2018 年同期低 23.5%。

图 8：周度铁矿石港口总库存（万吨）



资料来源：Mysteel、光大证券研究所

3、铁矿石后市展望：供需短期稳定，钢铁业利润收窄或压制矿价进一步上涨

3.1、供给面短期内难以显著增产，给予矿价支撑

展望后市，供给方面，根据 Mysteel 报道，5 月 6 日巴西淡水河谷公司官方发文表示，年产 3000 万吨 Brucutu 矿区复产决议被法院撤销；6 月 19 日淡水河谷官网称 Brucutu 矿区剩余 2000 万吨湿选产能或将在 72 小时复产，不过也再次确认 2019 年铁矿石销售目标（含球团）为 3.07-3.32 亿吨，与此前发布的官方发文并未有变化。

铁矿石运量方面，6 月初巴西及澳大利亚的铁矿石发货量有所复苏，供给面相比 4 月份有所缓解，但仍低于去年同期 12% 左右。

需求方面，目前高炉产能利用率仍维持高位，预计生铁产量或继续增长，铁矿石需求力度不减。

库存方面，目前铁矿石港口库存仍维持低位，低于去年同期 25% 左右。

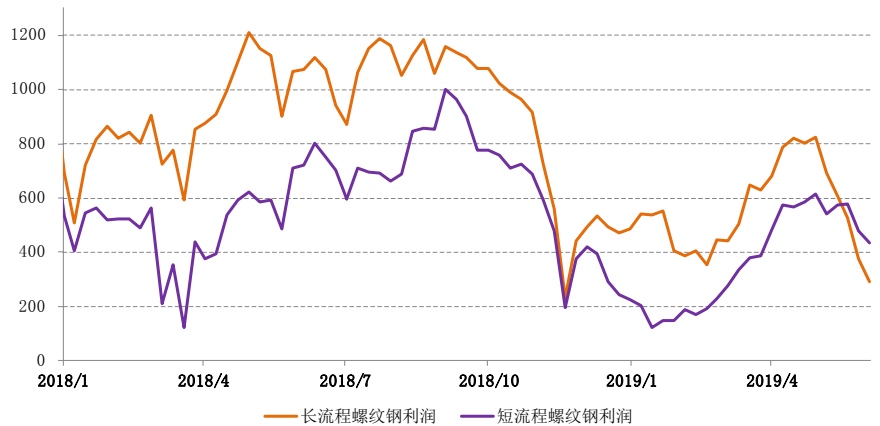
综上，我们预计铁矿石仍维持供给偏紧的格局，对价格构成支撑。

3.2、下游钢铁业利润空间收窄，压制矿价进一步上涨

近期铁矿石价格快速上涨，已对钢铁行业盈利构成显著影响。2019 年二季度模拟长流程螺纹钢毛利显著下跌，已经低于短流程模拟螺纹钢毛利，模拟冷轧毛利更是已出现亏损。

钢铁业利润空间的大幅收窄，对于矿价上涨构成压力。

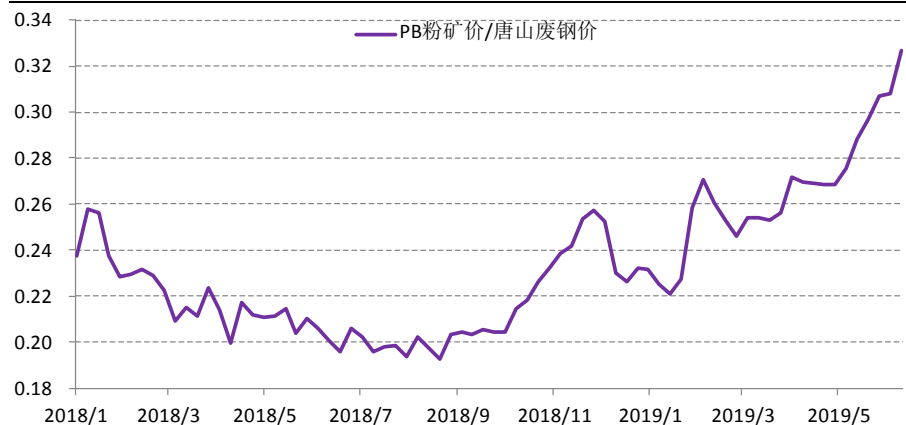
图 9：受矿价影响，近期长流程螺纹钢模拟毛利显著下跌（元/吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所测算

铁矿石价格持续上涨，也使铁矿石相比替代品废钢的成本优势减弱。我们统计，青岛港澳澳大利亚 PB 粉矿 (61.5%) 价格/唐山废钢 (6-8mm 不含税) 价格的比值，2019 年 6 月中旬已经高达 0.31，相比年初增长 40%，这意味着铁矿石价格涨幅显著大于废钢，钢企或将更多使用废钢代替铁矿石，也将对矿价形成压力。

图 10：铁矿价/废钢价的比值攀高，铁矿石的相对成本优势减弱



资料来源：Wind、光大证券研究所测算

综上，我们预计矿价继续上涨的压力较大，或将维持高位震荡格局。

4、主要铁矿石上市公司业绩弹性测算

目前国内具备铁矿石产能的上市公司有金岭矿业、宏达矿业、河北宣工、海南矿业、酒钢宏兴等。

根据上市公司年报数据，金岭矿业、宏达矿业、河北宣工 2018 年铁矿石销售单价均处于 600~650 元/吨之间。2018 年以上 5 家上市公司的整体盈利和估值水平，在黑色金属产业链中并无显著优势，其中海南矿业还陷入显著亏损。

2019 年以来，铁矿石价格上涨明显。在此背景下，我们对以上上市公司的盈利估值相对铁矿石价格的弹性做了测算。

在 2018 年的基础上，假设铁矿石均价上涨 200 元/吨，金岭矿业、宏达矿业、河北宣工、酒钢宏兴的归母净利润将分别增长 186%、274%、443%、66%，海南矿业将减亏 37%；上市公司的 PE (2018) 估值水平也将相应改善，金岭矿业、宏达矿业、河北宣工、酒钢宏兴 PE 将优化为 13 倍、72 倍、16 倍、7 倍。

整体来看，随着铁矿石价格上涨，金岭矿业、河北宣工、酒钢宏兴的估值水平有望优化至较为合理的空间，值得关注。

表 2：主要铁矿石上市公司基本情况

财务指标	单位	金岭矿业	宏达矿业	河北宣工	海南矿业	酒钢宏兴
2018 年铁矿产量	万吨	145.21	23.52	463.00	221.17	566.00
2018 年铁矿收入	亿元	9.01	1.51	30.06	8.53	年报未披露
2018 年铁矿毛利	亿元	1.99	0.39	24.13	0.28	年报未披露
2018 年铁矿销售单价	元/吨	620.48	642.01	649.24	385.68	年报未披露
2018 年公司归母净利润	亿元	1.00	0.11	1.34	-7.66	10.93
总市值 (2019.6.21)	亿元	37.63	29.47	114.00	118.00	129.00
当前 PE (2018)	倍	38	268	85	-	12
假设铁矿石均价每上涨 100 元/吨可增厚公司净利	亿元	0.93	0.15	2.97	1.42	3.63
公司盈利估值对铁矿价格的弹性测算：						
2018 年净利 (假设铁矿涨 100 元)	亿元	1.93	0.26	4.31	-6.24	14.56
2018 年 PE (假设铁矿涨 100 元)	倍	19	113	26	-	9
2018 年净利 (假设铁矿涨 200 元)	亿元	2.86	0.41	7.28	-4.82	18.19
2018 年 PE (假设铁矿涨 200 元)	倍	13	72	16	-	7

资料来源：公司 2018 年报、Wind、光大证券研究所测算（假设公司成本端不变，所得税率为 25%，增值税率为 17%）

5、风险提示

(1) 铁矿石供给波动风险。近期铁矿价格波动主因是海外矿山供给波动，后期供给的变化趋势较难以跟踪和预判。

(2) 国内铁矿石企业经营风险等。包括生产安全风险、财务风险、产量及品位的不确定性等。

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, 也将不会与本报告中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