

## 疫情专题：延后复工压制下游需求，钢价短期承压，钢铁行业信用风险上行，开工受限、库存积压的中小电炉钢企信用风险进一步增大

工商企业一部 段莎 贾秋慧

### 新冠病毒疫情导致下游行业延后复工，钢材需求短期减弱及库存累积，长材需求受冲击大于板材，预计疫情减弱后下游需求逐步恢复，中长期钢铁需求仍有支撑

春节期间发生的新冠病毒疫情直接导致全国大部分区域、行业延迟开工。根据目前各省市节后开工情况来看，大部分省市延迟复工。短期内钢材需求受下游行业开工延迟的影响而减弱，其中房地产及基建行业的延期复工对长材需求冲击显著，汽车、机械及家电等行业产品产量也呈下滑趋势，整体来看，长材需求受影响程度大于板材。

长材需求方面，在基准情形下<sup>1</sup>，房地产行业线下售楼处关闭及开发项目停工，影响1~2月房地产新开工及成交面积并不景气；基建行业同样受延期复工的影响，审批项目落地时间延长，1~2月投资增速有所放缓。悲观预期下<sup>2</sup>，房地产及基建行业开工率持续下降，行业投资持续下滑，长材需求出现较大幅度下降。板材需求方面，基准情形下，受新冠疫情影响，短期内家电需求受到扰动，安装类家电销量下降与清洁家电销量上升并存，家电整体需求影响不大；疫情对汽车行业的影响将主要集中在2-3月，零部件的断供风险或将影响汽车行业业绩加剧下跌，短期内，汽车对板材的需求也将保持平稳或略有下行；机械行业的下游房地产及基建虽延迟开工，但并不影响全年的产量订单，对板材的需求尚能维持。悲观预期下，国内物流运输长时间受限，企业开工进一步延迟，家电行业及汽车行业均将面临停产风险；受房地产及基建拖累，机械行业订单量出现下降，行业景气度下行，板材总体需求出现下滑。

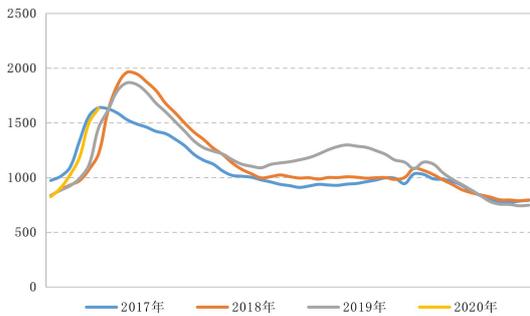
2月7日，主要钢材社会库存1634.40万吨，较去年同期增长12.09%；2月13日，长材社会库存为350.47万吨，同比增长25.11%，板材社会库存为291.87万吨，同比增长11.10%，长材垒库速度大于板材。从整体库存来看，基准情形下，预计短期内，春节期间下游需求基本停滞，钢厂尚无全面停工迹象，钢材社会库存快速累积，长材由于需求量大、生产灵活等原因，库存增速仍将大于板材。受疫情影响钢材运输受限，钢厂库存环比累积幅度高于去年同期，钢厂库存向社会库存转移难度加大。悲观预期下，钢材需求持续下降，钢

<sup>1</sup> 基准情形下，疫情防控比较得力，防控效果持续显现，到3、4月份就实现完全控制。

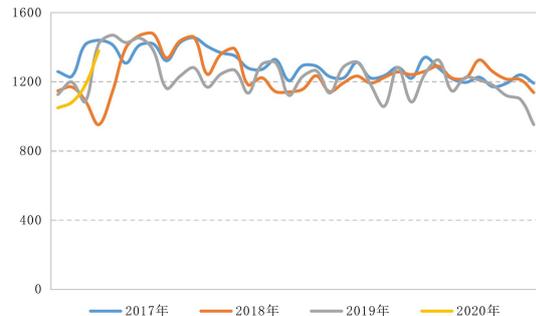
<sup>2</sup> 悲观预期下，疫情情况短时间内未出现明显转好，或集中返工带来疫情的二次扩散，持续至二季度，甚至下半年或更长时间。

厂资金周转压力加大，将被迫面临阶段性停产风险，库存进一步上行空间不大。其中板材生产工序复杂、生产成本更高，产品盈利对市价下滑更为敏感。若疫情长时间延续，板材开工将受到较大影响，累库速度将出现较明显下滑；长材因利润空间较板材大，厂商开工韧性较强，长材库存积累速度将高于板材。

**图表 1 主要钢材社会库存情况 (单位: 万吨)** **图表 2 重点企业钢材库存量 (单位: 万吨)**



资料来源: Wind, 东方金诚整理



资料来源: 西本新干线, 东方金诚整理

从中长期来看，疫情对钢铁需求影响较小，房地产及基建行业需求有望在疫情结束后集中释放，将对钢铁需求有所支撑。2020 年房地产政策仍以“住房不炒”和“一城一策”为主基调，货币政策维持宽松，地产融资端或将实现边际放松，需求端销售或将小幅下滑。中央“补短板”意愿明显，地方政府专项债额度提升以及补充资本金政策刺激，一季度经济受疫情影响较大，后期基建逆周期调节力度或进一步发力。2020 年低基数下乘用车销量降幅收窄，家电行业更新替代潜在需求存在一定支撑、行业自身衰减势能趋弱。整体来看，2020 年钢铁需求仍有支撑，大概率延后释放，全年钢铁需求保持增长，增速有所放缓。

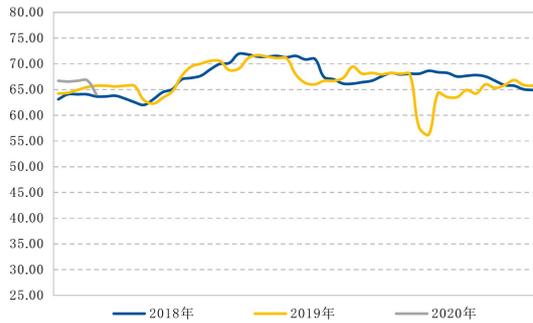
**电炉延后开工叠加高炉减产导致钢材产量短期小幅回落，短期内供给端受疫情影响有限，随着环保限产放松和置换产能落地，预计 2020 年钢材产量仍将保持较快增长**

一季度为行业传统需求淡季，钢厂会提前安排减产计划。春节前，短流程电炉企业逐渐停产，长流程高炉企业仍维持正常生产；春节期间，大部分高炉企业生产连续，部分钢厂存在检修情况，疫情对高炉开工无明显影响。截至 2 月 7 日，全国高炉开工率为 64.09%，较上年同期下降 1.66 个百分点；全国 70 家电炉钢厂平均开工率为 4.55%。基准情形下，短期内，受疫情影响电炉延后开工叠加高炉减产，钢材产量环比回落，行业供给端受疫情影响有限，钢厂全面停产可能性较低；预计一季度高炉、电炉企业开工保持稳定或略有回升，一季度钢材产量将同比增长约 3%，增速有所放缓。

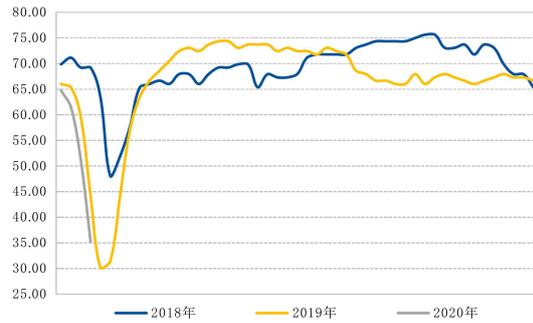
悲观预期下，下游需求迟迟不能启动，后续正常开工时间受废钢供应、物料运输、员工返岗等因素进一步后推，高炉和电炉开工率将进一步趋缓，行业整体供给端将出现明显收缩，二季度及上半年钢材产量将持续放缓甚至下跌。电炉本身成本较高，受钢价下滑影响更大，

悲观预期下电炉将出现较大亏损，开工率持续保持低位。高炉生产灵活度小于电炉且停炉再开的成本较高。悲观预期下，高炉开工率将出现下滑但停产可能较小，预计全年高炉开工率预维持 60-70%，开工率仍将整体高于电炉企业。从区域分布来看，内陆钢企交通运输成本偏高，其中原材料自给率偏低的钢企阶段性停产风险偏大；沿海区域、拥有自有铁路的钢企能够实现进口铁矿从港口直达厂区，原材料断供风险较低，开工灵活度较高。

图表 3 全国高炉开工率 (单位: %)



图表 4 全国电炉开工率<sup>3</sup> (单位: %)



资料来源: Wind, 东方金诚整理

从中长期来看，2020 年钢材产量仍将保持较快增速。一方面随着钢企环保水平提高，环保限产约束力减弱；另一方面需求仍保持一定韧性。考虑到目前利润水平下电炉企业复工意愿不强，如果钢价进一步下跌，可能会对电炉企业开工造成进一步冲击，高炉企业可通过提高产能利用率来弥补钢材产量，行业供给影响较小。中长期来看，钢铁行业重资产属性对开工率有较高要求，行业微利情况下，钢厂开工意愿仍强。同时，近期国务院常务会议要求有序推动企业复工复产，2 月 13 日国资委数据显示，钢铁行业央企主要子公司全面复工。整体来看，政策推动下供给端受疫情影响相对较小，同时伴随钢铁需求增速放缓，2020 年钢铁行业将维持供给宽松格局。

**短期内钢价面临下跌压力，长材价格下滑快于板材，钢企盈利承压，一季度电炉企业盈利降幅偏大，后期需求改善钢价存在反弹动力，全年钢价中枢下移趋势不改**

2020 年 1 月，钢材综合均价为 4018.24 元/吨，同比下滑 0.64 个百分点，长材均价为 3842 元/吨，同比下滑 5.33%，板材均价为 4046.07 元/吨，同比下滑 1.32%。基准情形下，短期内，受疫情影响，钢铁行业供需宽松，钢价整体有所下滑，长材价格下滑快于板材。预计 2~3 月钢价走势仍将承压，长板材价差有望继续扩大，长材供给量较大，价格下跌速度较快。悲观预期下需求迟迟无法复苏，钢材销售不畅、库存消化困难，钢价跌速加快，整体均价或将跌至 3500 元/吨以下。板材价格下滑将加速，均价跌至成本边缘，维持 3700 元/

<sup>3</sup> 图中电炉开工率数据截至到 2020 年 1 月 17 日，之后数据尚未披露。

吨左右；长材价格也延续下滑，均价将维持在 3000 元/吨甚至击穿成本线。中长期来看，后续随着疫情影响趋弱，下游行业将陆续复工，部分行业需求存在阶段性大幅增长可能，行业有望出现阶段性供需矛盾改善，钢价存在反弹动力。整体来看，2020 年钢价中枢下移趋势不变。

截至 2020 年 2 月 10 日，铁矿石综合价格 644.60 元/吨，较年初下降 6.8%，同比下滑 2.89%，进口矿均价为 593.37 元/吨，同比下滑 6.64%。全国市场二级冶金焦均价为 1793.35 元/吨，同比下滑 6.03%。废钢均价 2586.07 元/吨，同比微增 1.30%。短期内，基准情形下，钢铁行业产量小幅回落，同时国内港口及交通运输条件部分受限，国内铁矿石需求小幅下滑；国外铁矿山复产，铁矿石供给提升，价格有所回落。短期内铁矿石供给充足价格仍将缓慢下跌、焦炭及废钢价格将保持稳定。

悲观预期下，钢企停产面扩大及港口物流受限，铁矿石供给增加，价格将跌至 400 元/吨~500 元/吨；受钢厂停产影响，焦炭需求减弱、价格仍有下滑空间，焦炭价格将跌至 1500 元/吨；受需求下滑影响，废钢价格或将跌至 2000 元/吨。中长期来看，伴随疫情得到控制运力逐步恢复，海外矿山扩产，预计铁矿石供需格局偏松，价格仍有进一步下滑空间；焦炭价格受限产及安全生产的影响，全年均价下跌空间有限；废钢供给量有限，价格或将小幅微增。

从钢企盈利来看，基准情形下，短期内钢价下滑幅度大于成本下滑幅度。截至 2 月 12 日，钢材综合价格成本差从年初的 539 元/吨下降至 357 元/吨，钢厂盈利短期承压。长板材品种盈利分化延续，长材企业短期内业下滑压力更大；电炉企业受停产及延期复工影响较大，一季度业绩或大幅下滑。

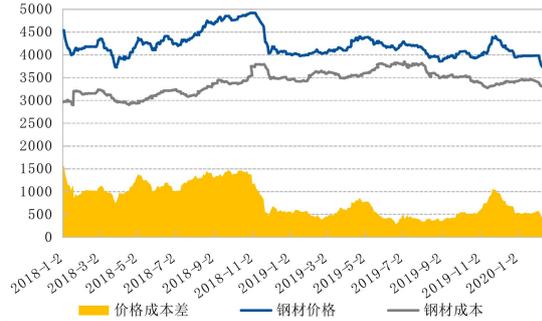
悲观预期下，需求大幅下滑，钢价持续下跌，且原材料价格降速低于钢材价格跌幅，钢企利润受到大幅压缩甚至亏损。其中电炉企业因成本更高，将在高炉企业之前率先跌破成本，出现亏损及停产。高炉企业虽然能够通过灵活控制铁矿石品位、减少用工量来控制成本，但仍不能避免利润大幅下跌，跌幅要小于电炉企业。中长期来看，疫情结束后需求存在集中爆发可能，钢价将出现阶段性反弹，但 2020 年全年钢价中枢下移趋势不改，钢企利润将小幅下滑。

图表 5 铁矿石价格走势 (单位: 元/吨)

图表 6 钢价走势及价格成本差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 东方金诚整理



资料来源: 西本新干线, 东方金诚整理

## 短期内钢企信用风险提升, 开工受限、库存积压的中小电炉钢企信用风险进一步增大; 2020 年行业整体信用风险小幅上行, 钢企间信用风险分化加剧

盈利方面来看, 短期内运输受限、需求延迟, 钢价延续下行, 量价齐跌导致钢企收入下滑。主要原材料铁矿石及焦炭价格下滑仍较为缓慢, 同时钢铁行业重资产属性导致刚性成本支出较大, 短期内钢企利润压缩较大, 钢企间盈利分化加剧。部分中小电炉钢企受工人未能返厂、物流运输受限等导致开工不足及库存积压, 业绩处于亏损边缘; 宝钢、沙钢、太钢等大型钢铁企业集团能够保证疫情下工作人员到岗, 稳定开工率, 且具备协调铁路、船舶等运力的能力, 利润尚能维持。悲观预期下, 电炉企业以及原材料自给率偏低的内陆高炉企业亏损加剧甚至面临停产风险; 龙头钢企产品竞争力强, 受需求下滑影响偏低, 且部分企业原材料自给率较高, 开工下滑幅度有限, 盈利下滑幅度不大。中长期来看, 房地产及基建行业需求有望在疫情结束后集中释放, 钢铁需求仍有支撑, 2020 年钢材销量仍将保持增长, 但受钢价中枢下移影响, 钢企收入增速放缓。成本端有所回调但仍处于较高水平, 钢价中枢下移情况下钢企毛利率小幅下降, 利润总额将有所下滑, 降幅将较 2019 年收窄。

从信用风险变化来看, 短期内受疫情影响, 钢企盈利及偿债能力有所下滑, 行业整体信用风险提升, 其中开工受限、库存积压的中小电炉钢企信用风险进一步增大。中长期来看, 2020 年钢铁行业供需宽松格局不变, 钢价中枢下移, 整体信用风险小幅上行, 钢企间信用风险分化加剧。大型钢铁企业集团具备协调产业链资源配置的能力, 抵抗行业风险波动的能力更强, 同时, 伴随兼并重组持续推进, 规模优势将进一步提升, 信用风险维持较低水平。中小钢企尤其是部分电炉企业开工不确定性更大, 且其对钢价波动较为敏感, 在钢价中枢下移背景下, 一旦库存消化受阻, 更容易发生被迫停产, 信用风险将进一步提升。

声明: 本报告是东方金诚的研究性观点, 并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息, 东方金诚进行了合理审慎地核查, 但不应视为东方金诚对引用

资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。