

2015-1-8

行业研究(深度报告)

评级 **中性** **维持**

钢铁行业

铁矿石会逆袭吗？

——2015 等待复苏之铁矿石

分析师：刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080003

分析师：王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师：陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080002

联系人：肖勇

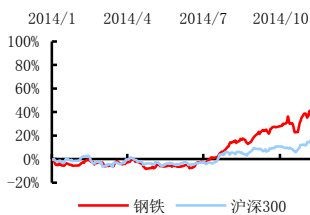
✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000778	新兴铸管	推荐
600019	宝钢股份	推荐
002478	常宝股份	推荐
601028	玉龙股份	推荐
002318	久立特材	推荐
000898	鞍钢股份	谨慎推荐
002443	金洲管道	谨慎推荐

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《库存去哪儿了？——2015 等待复苏之钢材库存》2015-1-7

《宝钢抢跑落幕，出口回归理性——2015 等待复苏之钢材出口》2015-1-6

《库存被动上升，需求仍是主要矛盾，继续关注低估值龙头、国改及主题个股》2014-12-29

报告要点

引言：矿价是逆袭，还是昙花一现？

自 2014 年 11 月 25 日，2014 全年累计下跌 44.13% 的铁矿石期货开始出现企稳的迹象，并从 2014 年 12 月 29 日出现强势反弹，至今累计上涨 8.23%，同期普氏指数反弹 7.55%。此次矿价反弹是铁矿石逆袭的开始还是依旧昙花一现？

供给过剩愈演愈烈，预计 2015 年普氏均价跌至 63 美元附近

铁矿石主要分布于澳大利亚和巴西，需求较大的中国虽然储量较大，但品位低，开采成本高，韩国和日本铁矿石产量更是微乎其微。矿石需求和供给的地域差异导致铁矿石市场主要体现为国际贸易，全球矿价主要由海运市场供需主导。

供给方面，虽然目前矿价已下跌至 70 美元/吨附近，但淡水河谷、力拓等四大矿依靠自身边际成本低的优势，未来继续扩张是符合经济逻辑的大概率事件。预计 2015 年四大矿山合计新增产能 0.78 亿吨，产能规模扩张至 10.75 亿吨。综合考虑部分高成本产能退出的影响，我们预计 2014 和 2015 年海运市场供给分别为 13.37 亿吨和 13.95 亿吨，增速分别为 7.08% 和 4.35%。需求方面，占据全球海运市场需求 70% 的中国不容更乐观，经济转型导致钢铁等大宗需求继续回落，同时反倾销和退税政策取消使得出口面临高位回落的压力。假设中国之外的其他国家和地区需求增速相对稳定，我们预计 2014 年和 2015 年铁矿石海运市场需求 13.11 亿吨和 13.26 亿吨，增速分别为 5.52% 和 0.57%。

综合来看，2015 年铁矿石海运市场供需缺口(需求-供给)为 -0.78 亿吨，相对 2014 年 -0.25 亿吨有所扩大。据此我们预测 2015 年铁矿石均价下跌幅度扩大至 35% 左右，对应进口矿均价在 66 美元左右，普氏全年均价在 63 美元左右。

1 季度反弹上限在 80 美元附近，全年震荡下行

趋势性下跌，不代表这其中矿价不会出现反弹。价格的短期反弹主要受超卖程度的影响，根据 VALE 提供的海运市场和中国矿山的边际成本曲线和当前生铁产量对应的潜在需求，乐观估计普氏 70 美元的水平下存在年化 1.45 亿吨的供需缺口。前期市场对 2015 年供需恶化的悲观预期提前释放，使得矿价短期超跌，存在阶段性企稳反弹的需求。如果主要海运需求大国生铁产量维持在 11 月水平，相应合理矿价应该在 80 美元附近。全年来看，矿价依然震荡下行。未来触发矿价重回下跌的因素是旺季需求恢复低于预期及新增产能逐步投放。风险在于供需任何一方发生剧烈的变化，就供给而言，短期结论的前提是边际成本曲线有效，随着价格的不断下跌，生产随之进行的调整，想找到稳定的资源品边际成本曲线并不太容易；而需求发生短期剧烈波动远比供给的可能性要更高，最为重要的是，其对商品价格带来的影响也远比供给要直接和明显。

目录

引言：矿价是逆袭，还是昙花一现？	4
供给过剩愈演愈烈，矿价中长期继续下跌	4
产能扩张未止，2015 供给继续释放	5
中国钢铁产量负增长，需求颓势未改	7
供需继续恶化，预计 2015 年普氏均价跌至 63 美元附近	11
短期阶段反弹，震荡下行仍为主旋律	12
下跌趋势中的反弹不足为奇	12
1 季度反弹上限在 80 美元附近，全年震荡下行	12
风险在于供给或需求任何一方发生剧烈变化	14

图表目录

图 1：2014 年 12 月 29 日至今国内铁矿石主力期货价格上涨 8.23%	4
图 2：2014 年 12 月 29 日至今普氏指数上涨 7.55%	4
图 3：澳大利亚和巴西的铁矿石主要用于出口	5
图 4：巴西和澳大利亚铁矿石出口占世界海运量比重越来越高	5
图 5：中国铁矿石对外依存度高，近年来超过 70%	8
图 7：中国铁矿石进口量占海运量比重接近 70%，且呈增长趋势	8
图 8：中国生铁产量 02 年以来保持较高增速	8
图 9：日本、韩国、欧盟生铁产量增速较小	8
图 10：14 年 GDP 增速已降至金融危机之后的最低值	9
图 11：生铁产量增速开始趋势性下滑	9
图 12：国内铁矿石产量增速快速下滑	9
图 13：进口铁矿砂增速滞后下滑	9
图 14：除中国外其他国家生铁产量除 2009 和 2010 年外相对平稳	10
图 15：根据淡水河谷资料，70 美金对应的海运市场和中国的矿山供给在 1.30 亿吨左右	12
图 16：2014 年 9、10 月铁矿石主力期货期现价差倒挂加剧，反映市场悲观预期加剧	13
图 17：近期港口进口矿石库存下滑速度较快，开始提供部分供给	14
表 1：澳大利亚和巴西铁矿石资源丰富，品位较高	5
表 2：未来三年四大矿持续扩产	6
表 3：四大矿边际成本低，产能扩张仍然具有较高的经济性	6
表 4：未来两年四大矿山持续扩产	7
表 5：经测算 2015 年铁矿石海运市场供给量为 13.95 亿吨，同比增长 4.35%	7
图 6：中国、韩国、日本、欧盟为铁矿石主要进口国家及地区	8
表 6：中国钢铁主要下游需求均有不同程度下滑	9
表 7：中国生铁 2014 年生铁产量增速降幅较大，仅 0.16%	10

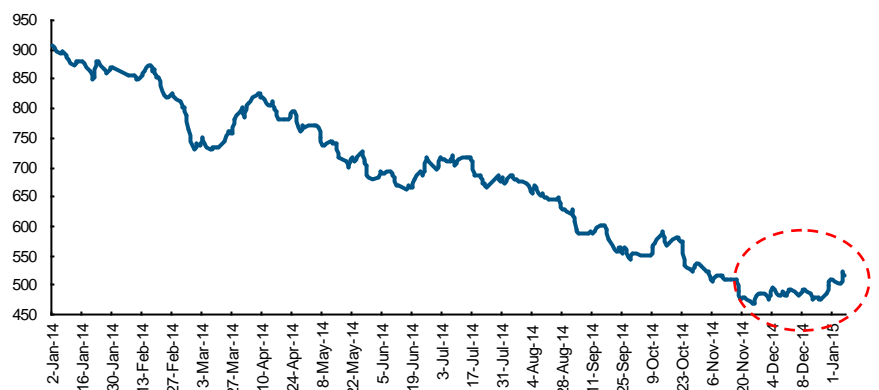
表 8: 预计 2014 年和 2015 年铁矿石海运市场需求分别为 13.11 亿吨和 13.17 亿吨	11
表 9: 根据供需平衡表, 2015 年矿石均价跌幅更大	11
表 10: 2014 年持续下跌的过程中, 矿价出现过 3 次幅度较大的反弹	12
表 11: 我们粗略估算, 当前海运市场和中國矿山的潜在年化需求在 14.45 亿吨左右	13
表 12: 2015 年四大矿山新增产能投放在 1 季度之后	13

引言：矿价是逆袭，还是昙花一现？

自 2014 年 11 月 25 日，2014 年全年下跌的铁矿石价格出现企稳的迹象，并从 2014 年 12 月 29 日开始强势反弹，至今累计上涨 8.23%，同期普氏指数反弹 7.55%。2014 年全年累计下跌 44.13%的矿石期货跌势似乎得到阶段性的遏制，这是否预示着铁矿石最坏的时代已经过去？

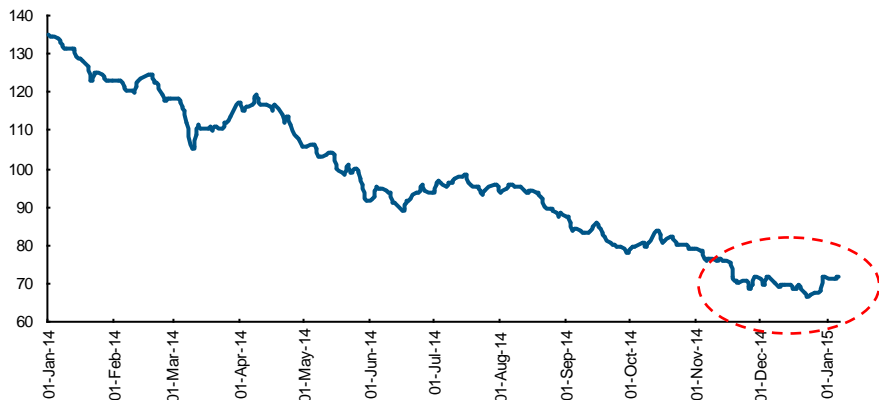
本篇报告试图通过分析 2015 年铁矿石整体供需的情况来判断本轮矿石上涨就是反弹还是反转，并从整体上把握 2015 年的矿价走势。

图 1：2014 年 12 月 29 日至今国内铁矿石主力期货价格上涨 8.23%



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2014 年 12 月 29 日至今普氏指数上涨 7.55%



资料来源：Wind，长江证券研究部

供给过剩愈演愈烈，矿价中长期继续下跌

铁矿石作为一种自然资源，主要分布于澳大利亚、巴西和俄罗斯，而铁矿石需求较大的中国虽然储量较大，但品位低，开采成本高，自给率不超过 30%，矿石需求大国日本和韩国的铁矿石产量更是微乎其微。矿石需求和供给的地域差异导致铁矿石市场主要体现为国际贸易，全球矿价主要由海运市场供需主导。因此，本文的研究着眼点主要在全球海运市场。

产能扩张未止，2015 供给继续释放

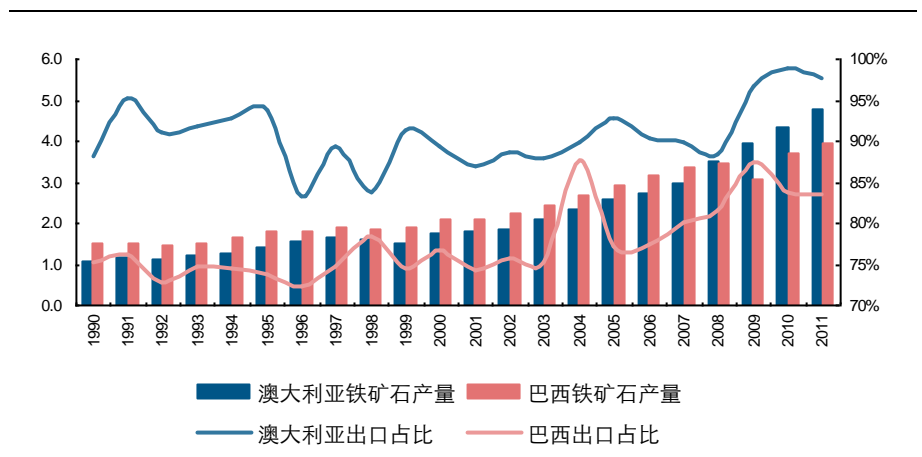
巴西和澳大利亚的钢铁行业相对来说并不发达，其国内铁矿石主要用于出口。目前，铁矿石海运市场供给也主要来自于巴西和澳大利亚，其铁矿石出口之和占世界铁矿石海运市场比重在 2012 年达到 75%。而且，这一比例有望继续上升。

表 1：澳大利亚和巴西铁矿石资源丰富，品位较高

国家	平均品位 (%)	铁矿石储量	占比	含铁量储量
澳大利亚	49	350	20.59%	170
巴西	55	290	17.06%	160
俄罗斯	56	250	14.71%	140
中国	31	230	13.53%	72
印度	64	70	4.12%	45
加拿大	37	63	3.71%	23
乌克兰	35	60	3.53%	21
美国	30	69	4.06%	21

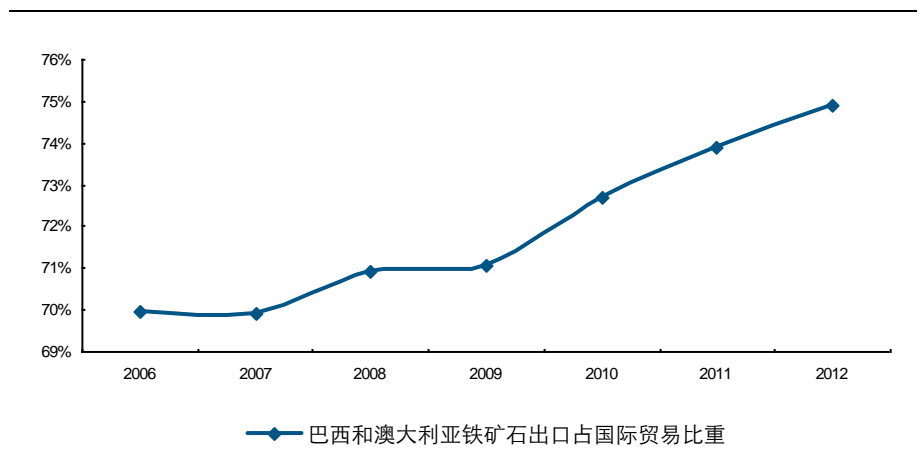
资料来源：UBGS、长江证券研究部

图 3：澳大利亚和巴西的铁矿石主要用于出口



资料来源：国际钢协、长江证券研究部

图 4：巴西和澳大利亚铁矿石出口占世界海运量比重越来越高



资料来源：Clarkson、长江证券研究部

由于过去十年中国需求的爆发，以淡水河谷、力拓、必和必拓和 FMG 为代表的铁矿石开采企业盈利可观，近年来纷纷投资扩产以拓展收入来源。虽然目前矿价已下跌至 70 美元/吨附近，但四大矿依靠自身低边际成本（铁矿石开采现金成本）的优势，未来继续扩张仍是符合经济性的大概率事件。

表 2：未来三年四大矿持续扩产

矿企	时间	扩产新闻
力拓	2012/9/29	力拓：力拓仍致力于开发铁矿扩建项目
	2012/7/4	澳大利亚力拓投资42亿美元扩建铁矿石产能
	2012/2/8	力拓批准向西澳铁矿再投资34亿美元
	2013/10/14	力拓兰伯特角港第一阶段扩建完成
	2014/5/1	2017年产能扩大至3.6亿吨
淡水河谷	2013/6/29	淡水河谷再扩产能 铁矿石未来涨跌现迷离
	2012/5/4	巴西淡水河谷扩大在非洲的投资
	2013/2/6	淡水河谷与力拓角逐频繁失守，扩张产能欲重夺失地
	2013/8/9	巴西矿商淡水河谷完成Serra Sul铁矿石新扩张项目
	2014/9/14	计划在未来4年内，将铁矿石年产量由目前的3亿吨扩大到4.5亿吨
必和必拓	2012/11/26	必和必拓计划将铁矿石产能提高
	2012/11/15	必和必拓计划将铁矿石产能提高近五分之一
	2013/7/17	必和必拓铁矿石年产量创新高
	2014/10/5	公司希望在2017年6月份以前将铁矿石产量提高6500万吨，产量达到2.9亿吨
FMG	2012/12/27	FMG重启Kings铁矿项目开发
	2013/5/8	FMG集团Firetail铁矿正式投运
	2013/7/13	FMG现状大起底：120亿美元负债下的扩张
	2013/8/22	FMG完成德黑兰钢扩建项目

资料来源：公开资料、长江证券研究部

表 3：四大矿边际成本低，产能扩张仍然具有较高的经济性

供应商	地点	主要矿区	2014年产能 (约)	储量	现金成本 (FOB)
淡水河谷	主要在巴西	铁矿资源集中在“铁四角”地区和巴西北部的巴拉州，拥有挺博佩贝铁矿、卡潘尼马铁矿、卡拉加斯铁矿	3.27	195.36亿吨	23.20美元
必和必拓	占股约60%的澳大利亚公司总部位于墨尔本，占股约40%的英国公司总部位于伦敦	澳大利亚西部皮尔巴拉地区，分别是纽曼、扬迪和戈德沃斯	2.25	40.21亿吨	25.89美元
力拓	1873年成立于西班牙，集团总部在英国，澳洲总部在墨尔本	西澳皮尔巴拉地区汤姆普赖斯铁矿、帕拉布杜铁矿、恰那铁矿、马兰杜铁矿和布诺克曼第二矿区	2.90	46.94亿吨	20.40美元
FMG	澳大利亚	公司在澳洲皮尔巴拉地区拥有最大探矿领地	1.55	23.44亿吨	34.03美元

资料来源：公开资料、长江证券研究部

表 4：未来两年四大矿山持续扩产

四大矿产能统计	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
必和必拓	1.55	1.80	1.92	2.25	2.45	2.70	2.90
——同比增长	24.00%	16.13%	6.67%	17.19%	8.89%	10.20%	7.41%
力拓	2.30	2.55	2.90	2.90	3.30	3.60	3.60
——同比增长	4.55%	10.87%	13.73%	0.00%	13.79%	9.09%	0.00%
淡水河谷	3.10	3.10	3.20	3.27	3.40	3.76	4.10
——同比增长	3.33%	0.00%	3.23%	2.19%	3.98%	10.59%	9.04%
FMG	0.55	0.95	1.15	1.55	1.60	1.60	1.60
——同比增长	0.00%	72.73%	21.05%	34.78%	3.23%	0.00%	0.00%
四大矿山合计	7.50	8.40	9.17	9.97	10.75	11.66	12.20
——同比增长	7.14%	12.00%	9.17%	8.72%	7.82%	8.47%	4.63%

资料来源：公司公告，公开资料、长江证券研究部

考虑到未来铁矿石供给增量主要为澳大利亚和巴西的优质矿山，而这些矿山大多为四大矿所有，因此我们假设澳大利亚产量增速与力拓、必和必拓、FMG 产量和的增速相近，巴西产量增速近似淡水河谷产量增速，其他地区的产量增速由于挤出效应有所下降。综合来看，我们预测 2014 和 2015 年海运市场供给分别为 13.37 亿吨和 13.95 亿吨，增速分别为 7.08%和 4.35%。

表 5：经测算 2015 年铁矿石海运市场供给量为 13.95 亿吨，同比增长 4.35%

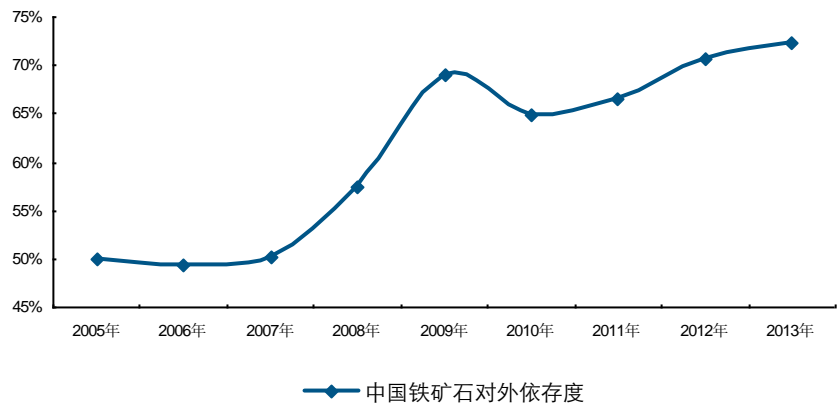
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
世界	7.44	8.14	8.73	9.27	10.42	10.99	11.68	12.48	13.37	13.95
增速		9.49%	7.20%	6.14%	12.47%	5.44%	6.28%	6.87%	7.08%	4.35%
澳大利亚	2.48	2.69	3.09	3.81	4.27	4.66	5.24	5.98	6.81	7.42
增速		8.23%	15.03%	23.17%	12.32%	8.95%	12.55%	14.20%	13.76%	9.00%
巴西	2.47	2.69	2.82	2.66	3.11	3.31	3.27	3.23	3.44	3.64
增速		9.27%	4.54%	-5.55%	16.87%	6.40%	-1.30%	-1.00%	6.30%	6.00%
南非	0.26	0.30	0.32	0.45	0.48	0.53	0.54	0.63	0.65	0.58
增速		15.96%	4.14%	41.05%	7.66%	11.20%	1.24%	16.48%	2.70%	-10.00%
印度	0.87	0.94	1.01	0.91	0.96	0.39	0.28	0.14	0.11	0.05
增速		8.00%	8.19%	-10.51%	5.71%	-59.18%	-27.39%	-49.01%	-25.00%	-50.00%
其他	1.36	1.52	1.49	1.45	1.60	2.10	2.35	2.49	2.37	2.25
增速		11.90%	-1.88%	-3.09%	10.47%	31.25%	11.90%	6.00%	-5.00%	-5.00%

资料来源：国际钢协、公开资料、长江证券研究部

中国钢铁产量负增长，需求颓势未改

铁矿石进口国主要为中国、日本和韩国。其中，中国虽然铁矿石储量较为丰富，但资源品位低，开采难度大、成本高，导致其铁矿石对外依存度较高。而日本、韩国和欧盟由于资源匮乏，铁矿石对外依存度更是达到 100%、99%和 81%。同时，中国、日本、韩国和欧盟的粗钢产量高，铁矿石需求大，使其成为主要的铁矿石进口国家和地区。

图 5: 中国铁矿石对外依存度高, 近年来超过 70%



资料来源: 国际钢协、公开资料、长江证券研究部

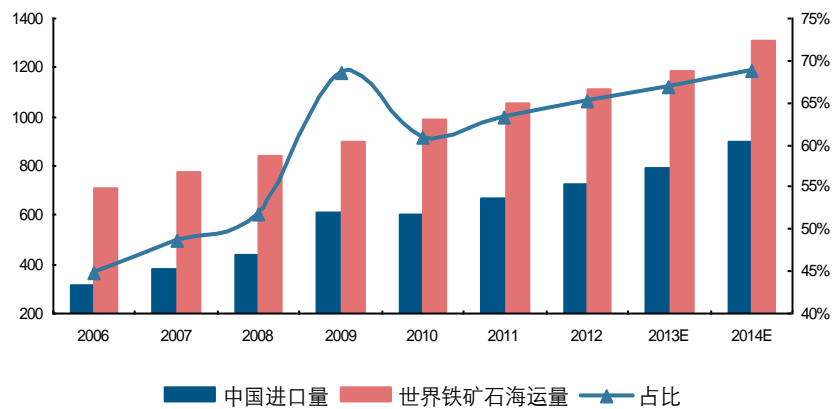
图 6: 中国、韩国、日本、欧盟为铁矿石主要进口国家及地区

铁矿石进口数量	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
世界	7.54	8.04	8.60	9.33	9.85	10.71	11.40	12.06
欧盟27国	1.83	1.93	1.87	1.81	1.06	1.55	1.55	1.48
中国	2.75	3.26	3.83	4.44	6.28	6.19	6.87	7.45
韩国	0.42	0.43	0.44	0.49	0.42	0.55	0.65	0.66
日本	1.32	1.34	1.39	1.40	1.05	1.34	1.28	1.31
占比	83.88%	86.60%	87.49%	87.32%	89.47%	89.98%	90.80%	90.39%

资料来源: Clarkson、长江证券研究部

由于中国粗钢产量 2002 年以来保持较高增速, 铁矿石海运市场需求增量主要由中国贡献, 而日本、韩国和欧盟由于粗钢产量增速较缓, 其铁矿石进口需求变化幅度不大, 对铁矿石海运市场影响相对较小。中国作为世界钢铁产量最大的国家, 其铁矿石进口量占世界铁矿石海运量比重高达 70%。

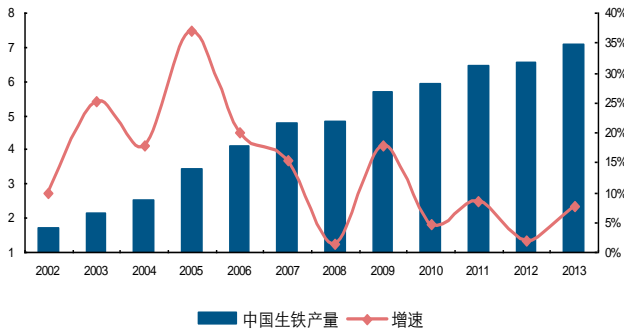
图 7: 中国铁矿石进口量占海运量比重接近 70%, 且呈增长趋势



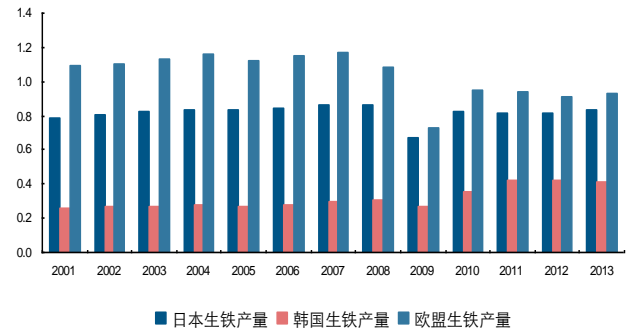
资料来源: Clarkson、长江证券研究部

图 8: 中国生铁产量 02 年以来保持较高增速

图 9: 日本、韩国、欧盟生铁产量增速较小



资料来源：国际钢协，长江证券研究部

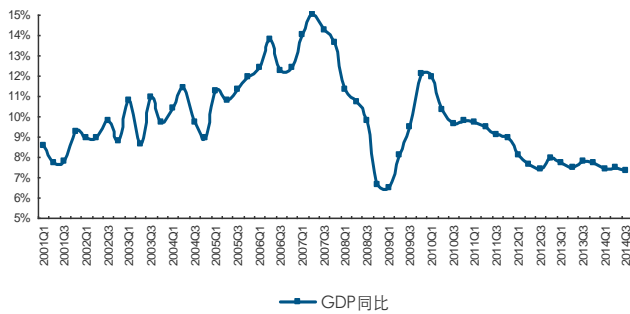


资料来源：国际钢协，长江证券研究部

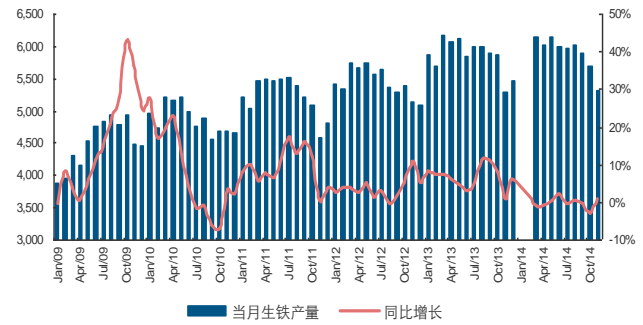
2014年，随着中国整体经济下滑，GDP增速降至金融危机之后的最低值，钢铁业下游需求低迷，导致中国粗钢产量增速下滑较大，进而带动生铁产量增速下滑，其中9月和10月增速转负为负。

图 10: 14年 GDP 增速已降至金融危机之后的最低值

图 11: 生铁产量增速开始趋势性下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 6: 中国钢铁主要下游需求均有不同程度下滑

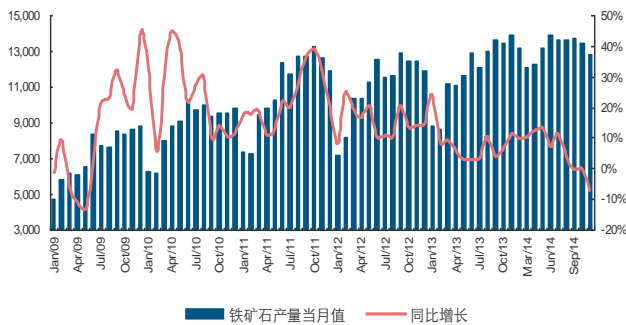
时期	水利、环境和公共 设施管理业固定 资产投资完成额		交通运输、仓 储和邮政业固 定资产投资完 成额		房屋新开工面 积累计同比	挖掘机产量 累计同比	起重机产量 累计同比	汽车产量 累计同比	混凝土机械产 量累计同比	家用洗衣机产 量累计同比	家用冰箱 产量累计 同比	空调产量 累计同比
	累计同比	成额累计同比	累计同比	成额累计同比	累计同比	累计同比	累计同比	累计同比	累计同比	累计同比	累计同比	累计同比
	2013-11	28.48%	21.21%	11.50%	-3.09%	7.15%	18.11%	5.04%	8.50%	11.29%	11.32%	
2013-12	26.94%	17.20%	13.50%	1.40%	7.30%	18.40%	6.27%	8.16%	10.63%	11.63%		
2014-10	24.80%	19.80%	-5.50%	-8.77%	9.66%	9.00%	0.82%	-3.19%	0.80%	13.32%		
2014-11	25.00%	18.50%	-9.00%	-11.93%	8.09%	8.40%	0.36%	-4.51%	0.00%	13.77%		

资料来源：Wind，长江证券研究部

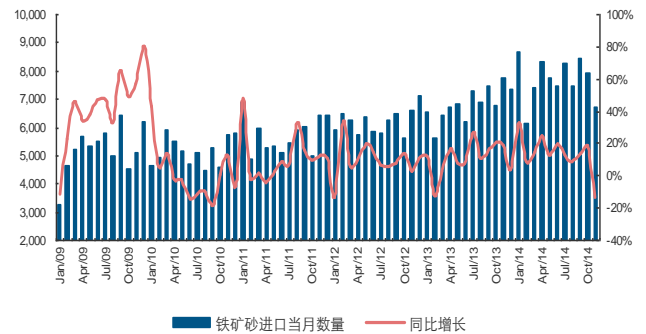
中国粗钢产量增速的下滑带动铁矿石需求下降，国内铁矿石成本较高首先受到影响，然而随着需求增速的不断下降，进口矿于11月开始同比下滑。

图 12: 国内铁矿石产量增速快速下滑

图 13: 进口铁矿砂增速滞后下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究部



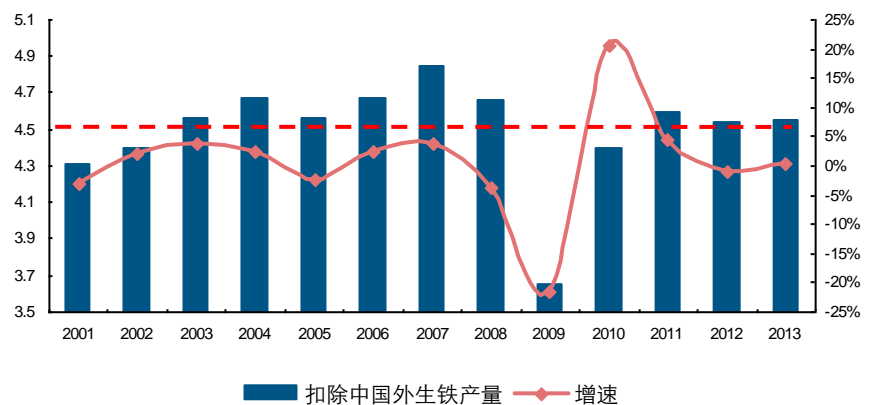
资料来源: Wind, 长江证券研究部

就 2015 年而言, 一带一路, 京津冀一体化等基建投资有望延续, 但在经济结构转型的大背景下, 投资需求驱动的大宗商品需求大概率趋势性回落。从钢铁业的主要下游行业来看, 棚改、铁路等基建投资应当有所增长, 房地产全年回暖可能性较小, 机械、汽车、汽车等终端制造业面临较大的去库存压力。

内需回落的同时, 因为反倾销和退税取消政策, 外需面临高位回落的压力, 因此, 我们认为 2015 年中国的铁矿石需求将出现一定幅度的下滑。考虑到国产民营高成本矿大部分开始逐步退出而国有矿山生产具有一定粘性, 未来低价进口矿占比继续上升挤压国产矿的空间有限。综合考虑, 我们预计 2015 中国进口矿石需求将出现小幅负增长。

而日本、韩国和欧盟等其它国家, 从前期生铁产量来看, 除 2009 和 2010 受金融危机影响变化较大, 其它阶段生铁产量变化幅度并不大。同时, 我们假设其它地区对铁矿石进口需求变化幅度相对较小。

图 14: 除中国外其他国家生铁产量除 2009 和 2010 年外相对平稳



资料来源: 国际钢协、长江证券研究部

综合考虑, 我们在国际钢协发布的 2014 年各国前 11 月生铁产量增速的基础上, 假设中国生铁产量增速有所下滑, 其他国家和地区增速相对稳定, 预测出 2014 年和 2015 年铁矿石海运市场需求分别为 13.11 亿吨和 13.26 亿吨, 增速分别为 5.52% 和 0.57%。

表 7: 中国生铁 2014 年生铁产量增速降幅较大, 仅 0.16%

生铁产量	韩国	日本	欧盟	中国
2013年前11月	0.37	0.77	0.85	6.48

2014年前11月	0.43	0.77	0.88	6.49
同比	16.17%	0.15%	3.40%	0.16%

资料来源：国际钢协、长江证券研究部

表 8：预计 2014 年和 2015 年铁矿石海运市场需求分别为 13.11 亿吨和 13.17 亿吨

62%品位铁矿石海运市场需求	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
欧盟27国生铁产量	1.12	1.15	1.17	1.08	0.73	0.95	0.94	0.91	0.93	0.95	0.98
同比		2.79%	1.23%	-7.52%	-32.71%	30.08%	-0.15%	-3.04%	1.14%	3.00%	3.00%
外矿依存度	85.64%	85.93%	85.35%	84.78%	83.36%	81.83%	81.14%	80.35%	81.00%	81.00%	81.00%
进口铁矿石需求	1.55	1.60	1.61	1.48	0.98	1.25	1.23	1.19	1.21	1.25	1.28
中国生铁产量	3.45	4.14	4.77	4.83	5.69	5.96	6.45	6.58	7.09	7.12	7.12
同比		19.99%	15.22%	1.39%	17.67%	4.74%	8.37%	1.93%	7.76%	0.40%	-1.00%
外矿依存度	49.90%	49.30%	50.24%	57.37%	69.00%	64.92%	66.43%	70.64%	72.24%	76.00%	76.00%
进口铁矿石需求	2.77	3.29	3.86	4.47	6.33	6.24	6.92	7.50	8.26	8.73	8.64
韩国生铁产量	0.27	0.28	0.29	0.31	0.27	0.35	0.42	0.42	0.41	0.47	0.53
同比		0.92%	6.81%	5.46%	-12.11%	28.52%	20.38%	-1.13%	-2.11%	16.00%	12.00%
外矿依存度	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
进口铁矿石需求	0.44	0.44	0.47	0.50	0.44	0.56	0.67	0.67	0.65	0.76	0.85
日本生铁产量	0.83	0.84	0.87	0.86	0.67	0.82	0.81	0.81	0.84	0.86	0.87
同比		1.46%	2.97%	-0.69%	-22.31%	22.92%	-1.53%	0.47%	3.00%	2.00%	2.00%
外矿依存度	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
进口铁矿石需求	1.34	1.36	1.40	1.39	1.08	1.33	1.31	1.31	1.35	1.38	1.41
中日韩和欧盟铁矿石进口需求	6.10	6.69	7.34	7.83	8.82	9.37	10.13	10.66	11.47	12.11	12.18
同比		9.62%	9.75%	6.74%	12.60%	6.23%	8.12%	5.22%	7.63%	5.52%	0.57%
其他需求	1.22	1.08	1.08	1.18	1.04	1.07	1.05	1.01	1.02	1.01	1.00
同比		-11.34%	-0.15%	9.87%	-12.31%	3.51%	-2.26%	-4.00%	1.00%	-1.00%	-1.00%
全球需求合计	7.32	7.76	8.41	9.02	9.86	10.44	11.18	11.67	12.49	13.11	13.17
需求增速		9.62%	9.75%	6.74%	12.60%	6.23%	8.12%	5.22%	7.63%	5.52%	0.57%

资料来源：国际钢协、公开资料、长江证券研究部

供需继续恶化，预计 2015 年普氏均价跌至 63 美元附近

从前几年数据来看，矿价走势与供需缺口（需求-供给）基本一致：供需缺口扩大，矿价上涨，缺口收窄，矿价下跌。我们预测的 2015 年铁矿石海运市场供需缺口为-0.78 亿吨，相对于 2014 年供需缺口-0.25 亿吨绝对值有所扩大，过剩程度有所加重。因此，我们认为 2015 年铁矿石均价下跌幅度将会扩大，推测约 35%左右，对应进口矿均价在 66 美元左右，普氏全年的均价在 63 美元左右。

表 9：根据供需平衡表，2015 年矿石均价跌幅更大

日期	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
需求	10.44	11.18	11.67	12.49	13.11	13.17
供给	10.42	10.99	11.68	12.48	13.37	13.95
需求-供给	0.02	0.19	-0.01	0.01	-0.25	-0.78
进口矿均价	128.39	163.84	128.58	129.03	101.02	65.66

增速		27.61%	-21.52%	0.35%	-21.71%	-35.00%
普氏指数	152.06	168.88	128.75	135.31	96.80	62.92
增速		11.06%	-23.76%	5.09%	-28.46%	-35.00%

资料来源：国际钢协、公开资料、长江证券研究部

短期阶段反弹，震荡下行仍为主旋律

下跌趋势中的反弹不足为奇

趋势性下跌，不代表在这其中矿价不会出现反弹，即便在矿价持续下跌的 2014 年，也曾出现 3 次持续 15 天以上的阶段性反弹。在某些阶段，一旦悲观预期占据上风，不排除会出现阶段性超卖的可能性，矿价阶段性的反弹也就不足为奇。

表 10：2014 年持续下跌的过程中，矿价出现过 3 次幅度较大的反弹

起始时间	起始价格	结束时间	结束价格	反弹幅度	持续时间
12-Mar-14	737	08-Apr-14	825	11.94%	27
19-Jun-14	663	08-Jul-14	720	8.60%	19
29-Sep-14	542	14-Oct-14	589	8.67%	15
26-Dec-14	474	07-Jan-15	513	8.23%	12

资料来源：国际钢协、公开资料、长江证券研究部

1 季度反弹上限在 80 美元附近，全年震荡下行

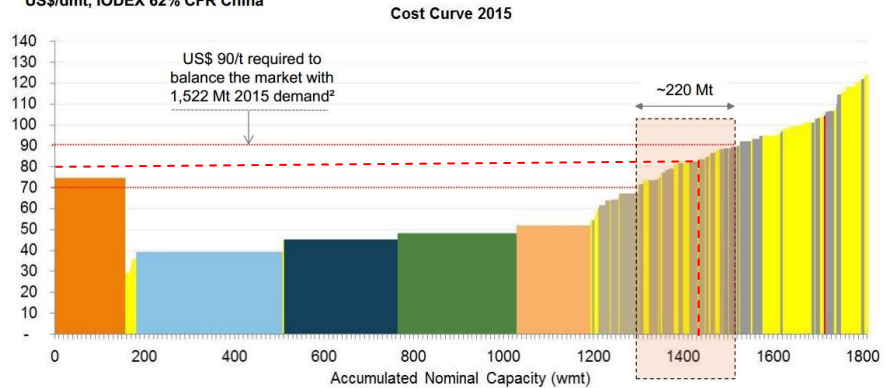
如何理解短期的超跌反弹？根据矿石成本曲线和当前生铁产量对应的潜在需求计算的供需平衡表或能给出一定的答案。

根据淡水河谷发布的海运市场和中国国产矿成本曲线数据（2014 年 12 月），70 美元左右的普氏指数对应海运市场和中国国产矿的年化供给在 13 亿吨左右。需求方面，假设海运市场国家当前的生铁产量与 11 月相当，推算目前海运市场和中国国产矿的潜在年化需求约 14.45 亿吨左右的水平，考虑到中国建筑业的季节性需求回落，潜在需求或略低于 14.45 亿吨。考虑到成本曲线的时效性，我们的测算未必能精确反映当前市场供需情况，然而总体来看，就 70 美元的矿价水平而言，已经出现一定的供需缺口，矿价存在阶段性的反弹需求。

图 15：根据淡水河谷资料，70 美金对应的海运市场和中国的矿山供给在 1.30 亿吨左右

Our analysis¹ suggest about 220 Mt of non-competitive capacity at current prices of US\$ 70/t

US\$/dmt, IODEX 62% CFR China



1 Cost curve excludes pellets and considers costs of mine, plant, railroad and port, royalties and sustaining investments.
 2 Seaborne (ex-pellets) + domestic Chinese.
 Source: Vale, WM, CRU, AME, Steelease

资料来源: Vale、长江证券研究部

表 11: 我们粗略估算, 当前海运市场和中国矿山的潜在年化需求在 14.45 亿吨左右

目前需求假设	欧盟	韩国	日本
2014/11 生铁产量	0.08	0.04	0.07
年化铁矿石需求	1.52	0.75	1.34
2014 年外矿依存度	81%	99%	100%
欧盟、韩国、日本合计铁矿石进口需求	3.32		
其他海运量需求占比	80%		
除中国外世界铁矿石进口需求	4.14		
中国 2014 年 11 月生铁产量	0.53		
中国铁矿石年化需求	10.30		
中国国内需求+世界铁矿石海运量	14.45		

资料来源: 国际钢协、公开资料、长江证券研究部

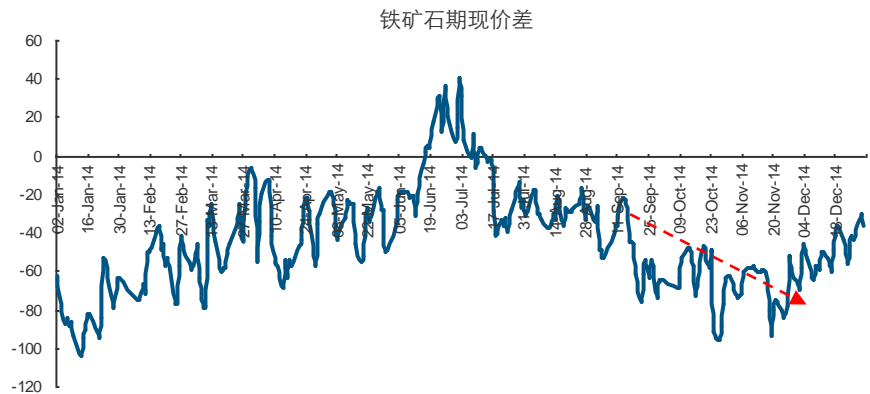
看上去, 2015 年初的矿石供需缺口与全年供大于求的格局有所背离, 实则不然: 一方面, 2015 年四大矿山产能投放主要集中在 2、3 季度, 1 季度供给增量主要来自 2014 年新增产能的持续释放, 压力相对小; 另一方, 2015 年供需恶化的悲观预期在前期快速下跌的期货价格已经有所反映, 持续下行的期现价差便是例证。

表 12: 2015 年四大矿山新增产能投放在 1 季度之后

四大矿产能统计	2014	2015		
		总产能	产能增量	投产时间
必和必拓	2.25	2.45	0.20	2015 年 6 月底
力拓	2.90	3.30	0.40	2、3 季度 Hamersley 矿区逐步贡献增量
淡水河谷	3.27	3.40	0.13	SerraSul 和 Arajás 项目均在下半年投产
FMG	1.55	1.60	0.05	2015 年 3 月份
合计	9.97	10.75	0.78	

资料来源: 公司公告、公开资料、长江证券研究部

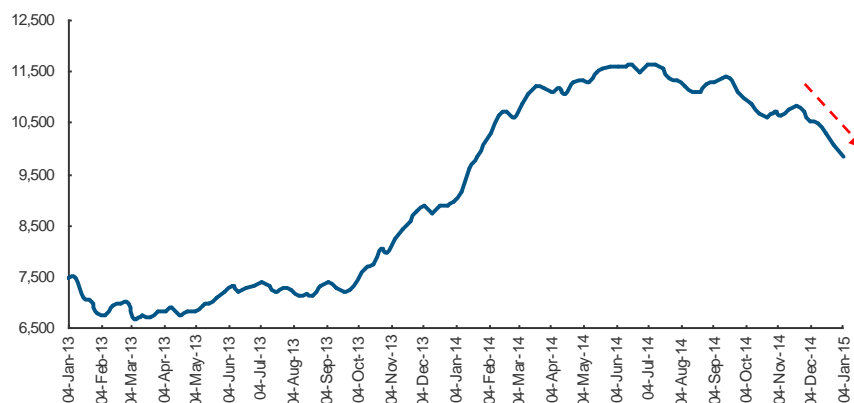
图 16: 2014 年 9、10 月铁矿石主力期货期现价差倒挂加剧, 反映市场悲观预期加剧



资料来源：Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

因此，前期市场对 2015 年供需恶化的悲观预期提前释放，使得矿价短期超跌，存在阶段性企稳反弹的需求，如果主要海运需求大国的生铁产量维持在 11 月的水平，相应合理的矿价在 80 美元附近。不过考虑到 1、2 月淡季和春节假期的影响，本轮反弹动力或逐步减弱，因而预计反弹极限不会超过 80 美元。全年来看，矿价依然震荡下行，未来触发矿价重回下跌的因素在于旺季需求恢复低于预期和四大矿山产能逐步投放。

图 17：近期港口进口矿石库存下滑速度较快，开始提供部分供给



资料来源：Wind, Mysteel, 长江证券研究部

风险在于供给或需求任何一方发生剧烈变化

近年有关铁矿石的研究成果众多，本篇报告仅从目前最关键的变量——全球海运市场入手进行分析得出结论，有以下几方面可能会影响最终的结论判断：

1、本文所有对价格判断的短期结论前提是边际成本曲线有效，而大家都知道，随着价格的不断下跌，生产随之进行的调整，想找到稳定的资源品边际成本曲线并不太容易。不过，考虑到铁矿石行业遭遇不利局面时间并不太长，而其繁荣周期又刚好有点长，预计全行业成本下降的空间应该存在，因此预计边际成本曲线即便不太稳定，后续下降的概率比上升的概率要更高。正因为此，本篇报告选择采信目前安全边际较高的边际成本曲线；

2、本文并没有对国产矿进行深入的分析，主要是考虑到从短期来看，国产矿成本下降的空间较之进口矿有更大的潜力，同时，生产调整的弹性不如进口矿迅速及有效，并非影响中短期铁矿石供需的主要矛盾。同理，也没有涉及其他非主流矿石供给国。这些问题一并留待下一篇报告中再予以完善；

3、需求发生短期剧烈波动远比供给的可能性要更高，最为重要的是，其对商品价格带来的影响也远比供给要直接和明显。而且，监测需求远比监测供给要困难，尤其是短期数据。因此，即便我们对中长期需求走势有十足的把握，但无论如何都必须密切关注短期需求的变化；

4、价格的短期反弹主要受超卖程度的影响，因此，在未来一年中，我们还会根据铁矿石的实际价格表现来更新我们的结论。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。