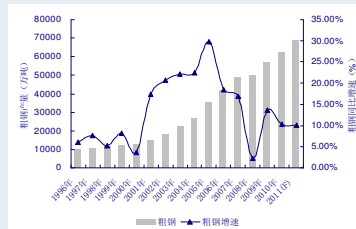


2011年09月20日

2010-2011年中国粗钢产量及增速变化



资料来源：钢铁工业协会

2009年以来河北地区铁精粉价格变化(元/吨)



资料来源：彭博数据

要点：

- **中国铁矿石供应依然偏紧。**2010年中国生铁产量达5.9亿吨，铁精粉需求量高达约9亿吨。其中约6.2亿吨依赖进口，占国内总消费量的65%左右。国内粗钢产量增速虽逐步回落至10%以下，但年新增铁精粉需求量仍高达5000万吨以上。加之国内铁矿石虽然生产规模较大，但由于品位偏低，且储量增长缓慢，未来提升产能的潜力已非常有限。我们认为在较长时期内国内铁矿石供应将仍然偏紧。
- **全球铁矿石贸易已形成寡头垄断格局。**现全球铁矿产能高度集中于Vale、力拓等铁矿巨头，并已形成了对国际铁矿石市场的高度垄断及掌握了很强的定价能力。虽然未来几年全球铁矿业有大规模的产能扩张，但多数矿山，特别是优质矿山仍掌握在三大铁矿巨头手中，因此其对全球铁矿石的定价能力并不会随铁矿产能增长而削弱，相反还将有进一步的强化。
- **全球铁矿石生产成本已显著上升。**受美元贬值，资本开支规模增大以及铁矿品位逐步下降等多重因素影响，近年来国内外铁矿平均生产成本显著提升。目前中国国内铁精粉的平均生产成本已在70美元/吨左右，澳洲新建矿山的平均成本也已达50~60美元/吨，铁矿生产成本的显著提升将支撑未来铁矿石价格高位运行。
- **主要风险：铁矿石产品的金融属性逐步增强，金融市场波动将对铁矿价格产生冲击。**作为典型的大宗商品，铁矿石近年来的金融属性逐步增强，金融市场对铁矿产品价格及其贸易格局的影响力正在逐步强化。我们认为近期全球金融市场面临较多不稳定因素，若金融市场出现重大动荡，将对铁矿石价格产生一定冲击。
- **首予铁矿业“领先”的投资评级。**受供应增长缓慢及国际铁矿石寡头垄断格局的影响，我们认为未来国际铁矿石价格将维持高位运行的格局并有进一步上涨的可能。我们预计2012年国际铁矿石价格将上涨至180~200美元/吨左右。从事铁矿石采选的企业将充分受益于铁矿价格上涨带来的收益。我们首予铁矿业“领先”的投资评级。重点推荐估值严重偏低的中国铁钛(893.HK)，维持公司“买入”的投资评级，目标价为4.7港元。

行业估值表

公司	代码	收盘价	市值	EPS (RMB)		P/E		评级	目标价
			(百万 HKD)	2011	2012	2011	2012		(HKD)
中国铁钛	893	1.68	2,876	0.39	0.51	3.6	2.7	BUY	4.70
新矿资源	1231	1.21	3,969	0.02	0.07	49.6	14.2	N/A	N/A
铁江现货	1029	1.34	3,694	0.05	0.10	22.0	11.0	N/A	N/A

资料来源：公司、交银国际

罗荣晋

luorongjin@bocomgroup.com

Tel: (8610) 88009788-8050 (北京)

李浩

lovi.li@bocomgroup.com

Tel: (852) 29779243 (香港)

从彭博信息下载本公司之研究报告：
报告：BOCM (enter)

一、国内铁矿石供应仍持续偏紧

(一) 中国铁矿石资源概况

单纯从总量上看，中国国内的铁矿资源储量较为丰富，铁矿石蕴藏量在全球排名第五。但国内铁矿石资源的禀赋并不高，贫矿资源占铁矿石总储量的95%以上，富矿资源极度稀少。铁矿石的综合开采成本高于全球平均水平，同时国内铁矿石的生产格局以中小矿山为主，95%左右的矿企年铁精粉生产规模在100万吨以下，大型铁矿生产企业比重偏低。

根据国土资源部的数据显示，截止2009年中国的铁矿石查明资源储量为646亿吨，其中基础储量213亿吨，储量93亿吨。与中国目前年开采量10亿吨的规模相比，中国铁矿石资源并不充裕。

图表1：中国铁矿石储量统计（单位：矿石量亿吨）

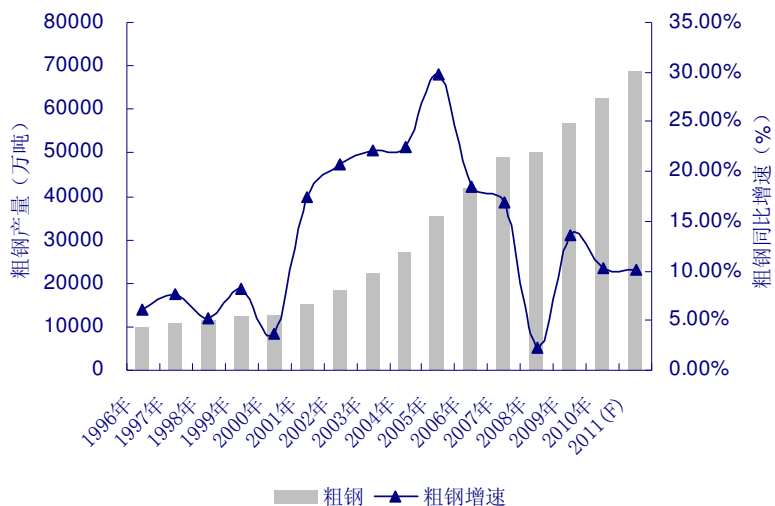
	储量	基础储量	查明资源储量
1999年	119.5	211.8	456.4
2009年	93.0	213.0	646.0

资料来源：国土资源部信息中心

(二) 国内钢铁工业增速回落，但对铁矿石需求量依然巨大

2009年以后，虽然中国粗钢增速出现明显回落，但年均增速仍在10%左右。由于目前中国粗钢生产总量已接近7亿吨，总量十分巨大。因此即使未来粗钢增速进一步回落至5%左右，也意味着年铁矿石需求量仍将增长5000万吨以上。中国市场对铁矿石的需求总量依然巨大。

图表2：2002-2011年中国粗钢产量及增速变化

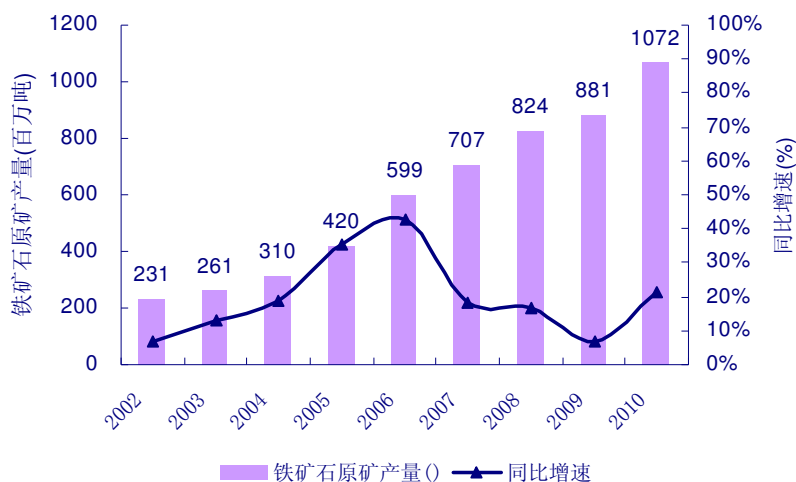


资料来源：钢铁工业协会

(三) 国内铁矿生产增长潜力有限

受中国钢铁工业增长的拉动，中国国内的铁矿石产量近年来也保持了持续高速增长的势头。至2010年，中国铁矿石原矿产量高达10.72亿吨，铁矿石生产能力已达到11亿吨左右，成为全球仅次于澳大利亚和巴西的第三大铁矿石生产国。但从静态储量的保障来看，中国现有铁矿石储量已显不足，未来需要加大地质勘探力度以提升铁矿储量的。

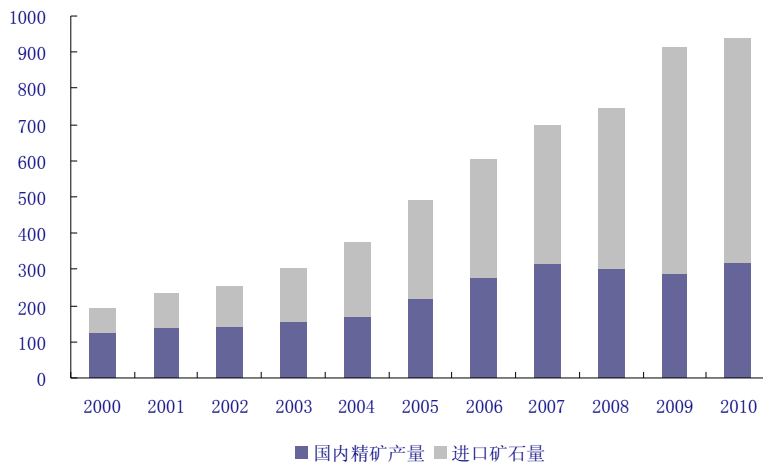
图表3：2002-2010年中国铁矿石原矿产量变化



资料来源：钢铁工业协会

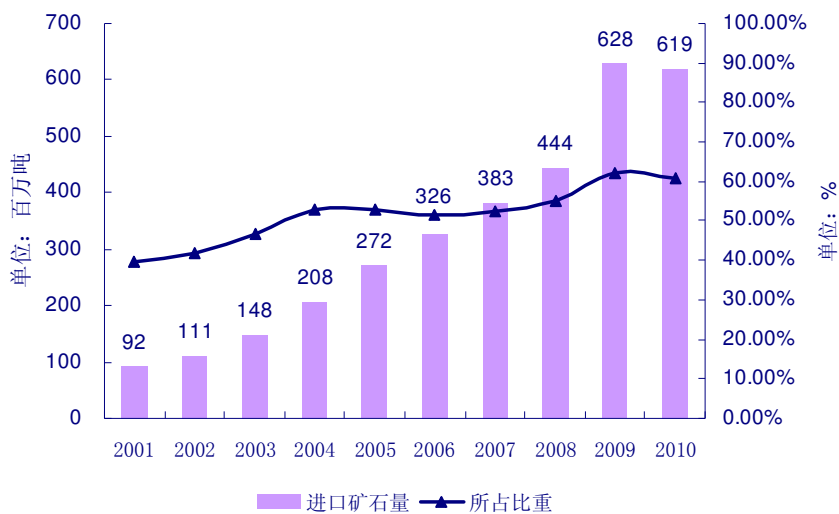
由于国内原矿品位普遍偏低，估计平均仅有25%左右，因此实际折算为精矿仅有3.3亿吨左右，在国内生铁生产中所占比重仅为40%。目前中国国内铁矿生产的品位普遍偏低，多数矿山不足30%，且有进一步下降的趋势。进入深部开采和坑采的比重呈上升趋势，表明中国国内铁矿增产潜力较为有限，中国铁矿石的对外依赖程度在很长时间内将不会下降。

图表4：2002-2010年中国国产及进口铁矿石数量对比（单位：百万吨）



资料来源：钢铁工业协会、海关数据（国内铁矿为精粉）

图表5：2002-2010年中国进口铁矿石数量及占比变化



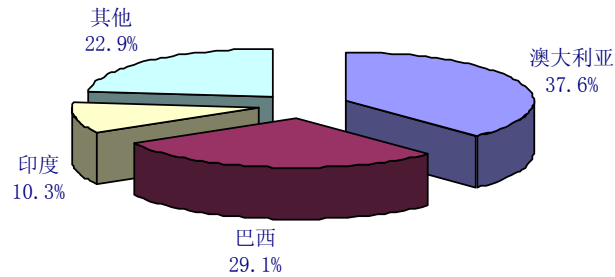
资料来源：钢铁工业协会、海关数据

二、国际铁矿石价格将长期高位运行

(一) 国际铁矿供应的垄断格局将长期维持

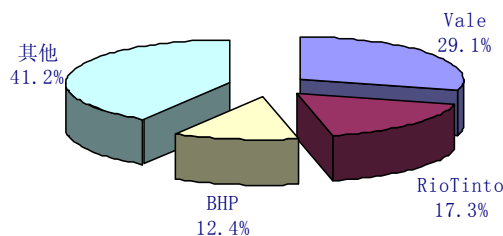
受中国因素的影响，全球铁矿石的贸易量近年来持续快速增长，至2010年铁矿石出口量高达10.68亿吨，铁矿石海运贸易量高达约9.8亿吨左右。铁矿石的出口国主要集中在澳大利亚、巴西、印度等三国，其中澳大利亚和巴西铁矿石出口量分别达到4.02亿吨和3.11亿吨，占全球铁矿石市场总出口量的37.6%和29.1%，印度出口铁矿石约1.1亿吨，约占全球铁矿石出口总量的10%。

图表6：2010年全球主要铁矿石出口国所占比重



资料来源：RMG

全球铁矿石贸易格局高度集中，2010年全球铁矿石总贸易量约10亿吨左右，其中Vale、力拓、必和必拓等三家公司分别占到3.11亿吨，1.85亿吨和1.37亿吨，合计占全球铁矿石总贸易量的近60%。同时三巨头还控制着铁矿生产地区的铁路、港口以及船运，铁矿石贸易的寡头垄断格局以及铁矿石供应商对于产业链的控制使得三巨头在国际铁矿石贸易中掌握极强的话语权和定价能力。

图表 7：2010 年全球主要铁矿石供应商占国际铁矿贸易量的比重


资料来源：RMG

从 2005 年以来，铁矿石三巨头的实际增产速度远低于预期，如必和必拓在过去五年中产量仅增长了 40%，力拓的产量仅增长了 26%，仅有 Vale 的增产超过 1 亿吨，增速达到 90%。我们认为三巨头具备控制铁矿产能释放的能力，并可有效控制全球新增产能的开发规模和投产时间。因此尽管目前三巨头都公布了其庞大的铁矿扩产计划，但我们认为增产依然面临不确定性，三巨头在铁矿领域的垄断地位不仅不会削弱，反而会进一步增强。

图表 8：国际铁矿三巨头铁矿石产量变化（单位：百万吨）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	复合增长率
Vale	165	180	197	210	260	311	320	13.5%
力拓	146	164	179	153	169	185	195	4.9%
必和必拓	98	98	108	109	125	132	143	6.6%

资料来源：RMG、交银国际整理

（二）中国仍有巨大的铁矿石进口增长潜力

全球目前主要的铁矿石进口国（地区）集中在中国、日本、欧盟以及韩国等地区。我们认为日本、韩国及欧盟已经完成工业化，其钢铁生产长期处于稳定状态，除受金融危机影响的个别年份外，多数年份铁矿石的进口量相当稳定。而中国由于仍处于工业化和城镇化进程中，钢铁生产仍将持续增长，铁矿石进口量仍有较大的增长潜力。

图表 9：2010 年国际铁矿石供需平衡表（单位：百万吨）

主要出口国	出口量	主要进口国	总进口量
澳大利亚	402	中国	619
巴西	311	日本	140
印度	115	韩国	48
南非	48	欧盟 15 国	158
加拿大	35		

资料来源：IISI、交银国际整理

2010 年中国生铁产量为 5.9 亿吨，2011 年预计将增长至 6.5 亿吨。我们预计到“十二五”末（2015 年），中国生铁产量将增长至 7.5-8.0 亿吨，我们假设届时中国国内铁矿石产量可增长至 13 亿吨，则对进口铁矿石的需求量将达到 7 亿吨甚至 8 亿吨以上。

图表 10：2015 年中国铁矿石进口量预测（单位：百万吨）

	低预测值	中预测值	高预测值
生铁产量	750	800	850
假设国内铁矿产量	1300	1300	1300
需进口铁矿石	688	763	838

资料来源：交银国际整理

（三）印度铁矿对中国出口可能日趋减少

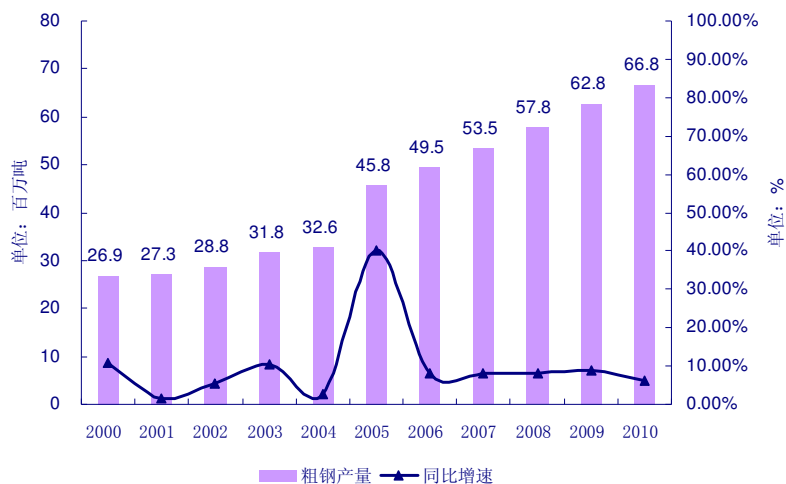
印度近年来逐步成为中国主要的铁矿石进口来源地区，2010 年印度对中国出口铁矿石 9659 万吨，占中国全部进口铁矿石总量的 15.6%。但我们观察到从 2007 年开始，印度铁矿在中国总进口量的比重呈连续下降的趋势。短期内来看，印度铁矿品质较差、价格较高是制约其出口的主要原因。但长期来看，随着印度本国工业化的启动以及印度政府对出口铁矿限制措施的逐步加强，其铁矿出口势必将出现大幅减少。我们认为在未来 2-3 年内，印度矿出口可能减少 4000-5000 万吨，市场缺口将由澳洲或巴西铁矿弥补。

图表 11：中国从各国进口铁矿石数量占总进口量的比重变化

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
澳大利亚	39.7%	41.2%	38.9%	38.0%	41.2%	41.7%	42.9%
印度	25.7%	25.2%	23.4%	20.6%	20.5%	17.1%	15.6%
巴西	23.5%	20.1%	22.9%	20.8%	20.5%	22.9%	21.2%
南非	6.3%	3.9%	3.8%	3.5%	3.2%	5.4%	4.9%
其他	4.9%	9.7%	10.9%	17.1%	14.5%	12.8%	15.5%

资料来源：IISI、交银国际整理

图表 12：印度粗钢产量及同比增速变化



资料来源：IISI

(四) 对澳洲及巴西铁矿的替代地区尚未出现

中国钢铁企业为加强对海外铁矿资源的控制，自 2002 年开始对海外铁矿的投资力度不断加大。除了在传统的澳洲、巴西投资铁矿外，中国钢铁企业还陆续在非洲、蒙古、朝鲜、越南等地投资铁矿。如几内亚西芒杜铁矿、蒙古图木尔泰铁矿等。但除巴西、澳洲外，在其他地区投资的铁矿或者规模偏小，或者尚处于漫长的建设期，因此我们认为短期内来看，中国尚无法寻找到一个有效的资源供应地来对巴西及澳洲的铁矿进行替代甚至部分替代，相反对澳洲及巴西的依赖度甚至还可能加强。

图表 13：中国于海外投资的部分铁矿项目

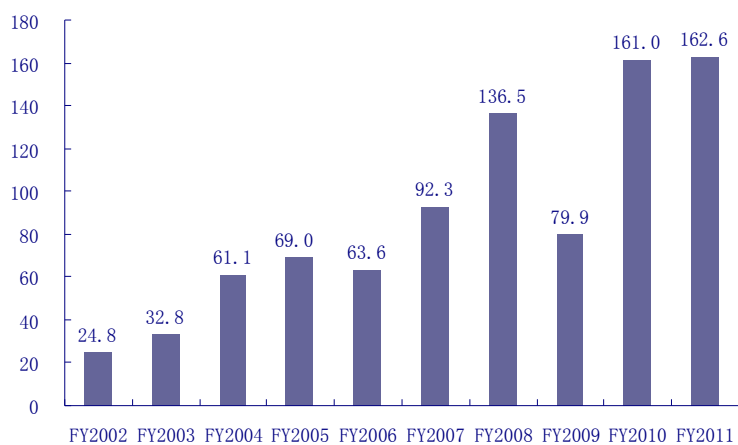
合作项目名称	中方企业	外方企业	合作方式	合作内容
恰那铁矿	中钢	澳大利亚哈默斯利	合资开矿	1000 万吨/年
宝华瑞公司	宝钢	巴西 CVRD 公司	合资开矿	600 万吨/年
宝瑞吉公司	宝钢	澳大利亚力拓公司	合资开矿	1000 万吨/年
	宝钢	印度 MMTC	合资开矿	300 万吨/年
卡拉拉	鞍钢	澳大利亚金达必	合资开矿	1000 万吨/年
威拉拉	武钢等四家企业	澳大利亚必和必拓	合资开矿	1200 万吨/年
首钢秘鲁铁矿	首钢	秘鲁马科纳铁矿	合资开矿	1000 万吨/年
	首钢	澳大利亚吉布森	合资开矿	500 万吨/年
	武钢	澳大利亚哈默斯利	合资开矿	300 万吨/年
合作项目名称	中方企业	外方企业	合作方式	合作内容
恰那铁矿	中钢	澳大利亚哈默斯利	合资开矿	1000 万吨/年
宝华瑞公司	宝钢	巴西 CVRD 公司	合资开矿	600 万吨/年

资料来源：交银国际整理

(五) 国际铁矿石价格将持续高位运行

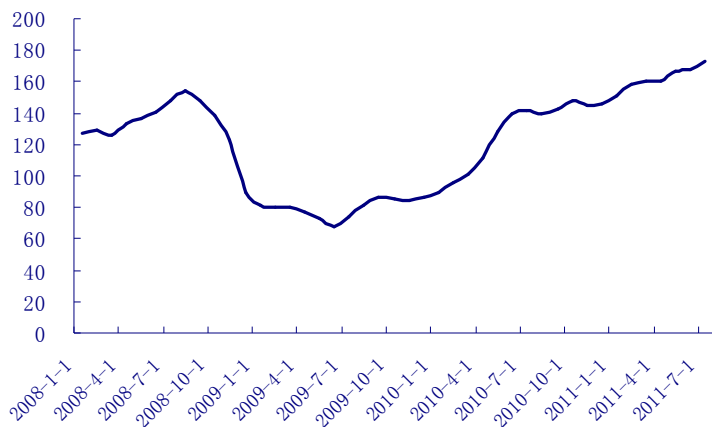
综合以上分析，我们认为在 2015 年之前，全球铁矿石市场由于中国和印度因素的影响导致的需求增量至少在 1.5-2 亿吨左右，三大铁矿巨头虽有扩产计划，但仍可牢牢控制产能增长的节奏。因此我们认为在可预见的期间内，全球铁矿石供应不会出现宽松的格局，铁矿石价格依然将高位运行。预计 2011 年中国进口铁矿石平均价格将在 160 美元/吨以上，预计 2012 年进口铁矿石均价可能进一步上升至 180 美元/吨。

图表 14：中国进口铁矿石年度平均价格变化（美元/吨）



资料来源：海关数据（11 年数据为前 8 个月平均数）

图表 15：2008 年以来中国进口铁矿石月度均价变化（美元/吨）

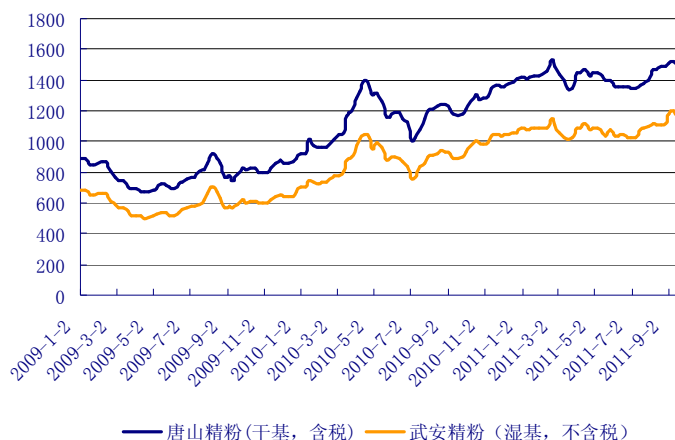


资料来源：海关数据

(六) 铁矿石价格的稳定性强于钢材

我们对比 2009 年以来国内铁精粉及钢材价格走势，铁精粉价格总体走势呈平稳上升的格局，而钢材价格走势则起伏波动剧烈。我们认为铁矿石价格的稳定性明显强于钢材价格。

图表 16：2009 年以来河北地区铁精粉价格变化（元/吨）



资料来源：彭博数据

图表 17：2009 年以来国内钢材价格走势（元/吨）



资料来源：彭博数据

三、部分铁矿资源类公司蕴含投资价值

我们对比香港市场上市的铁矿资源类公司，中国铁钛 (893.HK) 现 P/E 不足 5 倍，估值处于严重偏低。公司拥有丰富的钒钛磁铁矿资源，公司将充分受益于铁矿石价格稳步上涨带来的盈利贡献。

图表 18：部分铁矿上市公司估值对比

公司	代码	收盘价	市值	EPS (RMB)		P/E		P/B
		港币	百万港币	2011	2012	2011	2012	2011
中国铁钛	893.HK	1.69	2,875.54	0.39	0.51	3.6	2.7	0.82
新矿资源	1231.HK	1.21	3,968.80	0.02	0.07	49.6	14.2	0.00
铁江现货	1029.HK	1.34	3,694.17	0.05	0.10	22.0	11.0	0.82

资料来源：交银国际整理

交银国际 www.bocomgroup.com

香港中环德辅道中68号万宜大厦九楼
总机: (852) 3710 3328; 传真: (852) 3426 9702
北京市东城区长安街1号东方广场E1楼312室
总机: (86-10) 8518 4068

研究报告联系电话

(852) 2977 9155	(852) 2977 9181
(852) 3710 3369	(852) 2297 9480
(852) 2297 9853	(852) 2297 9839
(8610) 8518 4068-99	

评级定义

公司评级

买入: 预期股价于12个月内上升超过20%
长线买入: 预期股价于12个月以上时间上升超过20%
中性: 预期股价波动在±20%之间
沽出: 预期股价于12个月内下跌超过20%

行业评级

领先: 预期行业指数于12个月内超过大市涨幅10%以上
同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间
落后: 预期行业指数于12个月内落后大市涨幅10%以上

分析员披露

本研究报告之作者, 兹作以下声明: i) 发表于本报告之观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券或其发行者之观点; 及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii) 对于提及的证券或其发行者, 他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认: i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券; ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员; iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件), 表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告, 并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密, 并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意, 本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存, 或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员, 可能持有在本报告内所述或有关公司之证券, 并可能不时进行买卖, 或对其有兴趣。此外, 交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来, 或为其担任市场庄家, 或被委任替其证券进行承销, 或可能以委托身份替客户买入或沽售其证券, 或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务, 或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时, 应该留意任何或所有上述的情况, 均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源, 惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息, 并可能受递延、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此, 交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质, 旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用, 而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场, 亦可在没有提供通知的情况下随时更改, 交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料, 考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要, 在参与有关报告内所述公司之证券的交易前, 委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言, 分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写, 两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处, 则应以英文版本为准。