

铁矿石谈判，坏消息？不一定

钢铁行业

评级：推荐（维持）

专题报告

2009年6月11日 星期四

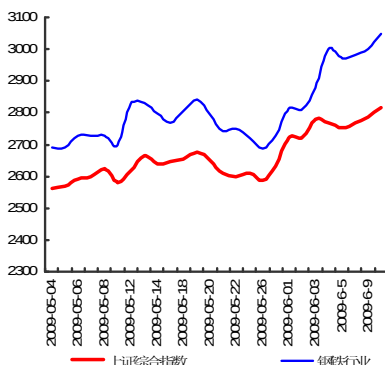
钢铁行业研究小组
021-50586660-8619
wpw@longone.com.cn

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	10	8
3个月	15	12
6个月	20	15

行业相对上证综指走势图



投资要点

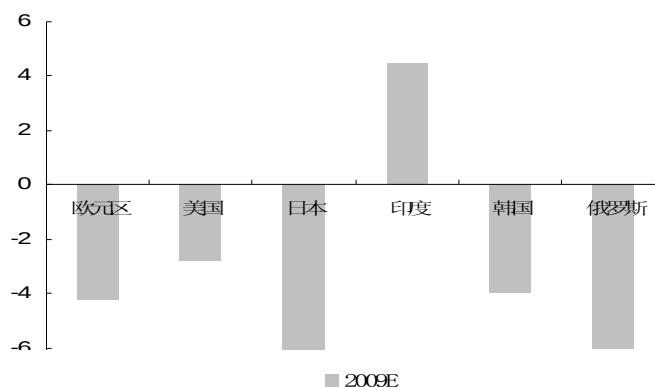
- ❑ 铁矿石谈判将一定是坏消息？不一定。
- ❑ 中方在铁矿石谈判中有弱点，三大铁矿石生产商同样存在弱点。当前市场分析较多的是中方弱点。而对今年铁矿石生产商产能严重过剩，全球除中国外找不到大规模销售市场，今后扩建的产能依旧要依赖中国客户消费等弱点分析较少。在不对称的舆论下，一致预期容易产生偏差。
- ❑ 不能只看中国钢铁需求旺盛，其实今年全球铁矿石产能严重过剩。最大的铁矿石生产商-淡水河谷，09年一季度铁矿石产量同比出现40%负增长。澳大利亚的力拓和必和必拓表现稍好完全是因为受惠于中国。除了中国，矿企暂时找不到大规模的买家。
- ❑ 即使在东亚，铁矿石也是供过于求。从基本面来看，没有必要抢购、囤货。日、韩、台湾的高炉减产产量大于中国的增产量，09年东亚地区将比08年少用5000万吨铁矿石。
- ❑ 今年中国是全世界铁矿石绝对的买家，由中国来定价天经地义。09年中国高炉铁产量将很可能占到世界的60%，铁矿石消费将占世界的60%，铁矿石进口量将是日韩总和的3倍以上。力拓、必和必拓的铁矿石可能要有60%以上销到中国。让中国接受其他市场的价格，完全不合理。
- ❑ 在中钢协的领导下，中方更加协调，也更加强势，采取了一系列有力措施。另一方面，由于长协矿关系到大中型钢铁企业集体的利益，所以大中型企业间也有较为坚实的合作基础。
- ❑ 得罪中国？中国粗钢生产不可能再连年大幅上升，长期来看铁矿石可能逐渐走出卖方市场。矿企当前过于追求自身单方面的利益，可能破坏供需双方长期、稳定的合作关系，缺乏对长期利益的评估，并不理性。
- ❑ 全部转往现货销售？三大矿企未来产能大幅扩张，目标市场还在中国，应趁早建立稳定的供应体系。如果将铁矿石销售全部往现货市场发展，长期来看将削弱其业务的稳定性，对实现庞大的投资计划不利，是自己砸自己的脚。

1. 不能只看中国需求旺盛，今年全球铁矿石产能严重过剩

1.1 世界（不含中国）钢材需求、粗钢产量下降显著，铁矿石需求下降约 2.6 亿吨

2009 年主要钢材消费地区除印度外都陷入经济负增长（图 1）。预计全年世界钢材表观消费（不含中国）下降 20%，相当于下降 1.6 亿吨（图 2）。

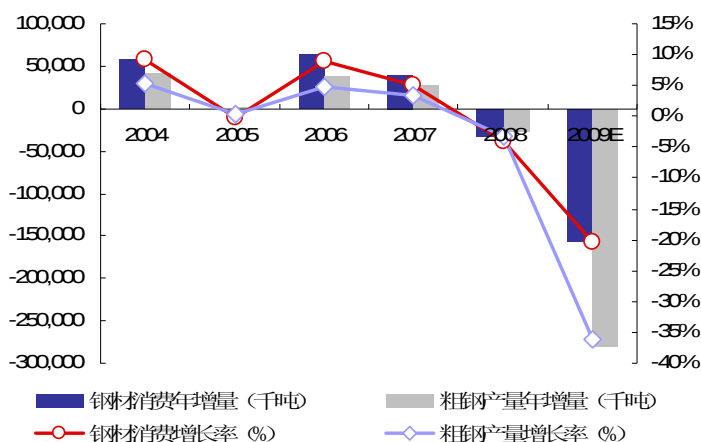
图1. 世界主要钢材消费国 2009 年实际 GDP 预测



资料来源：国际货币基金组织 4 月期《世界经济展望》

根据最新统计数据，2009 年 1~4 月世界（不含中国）粗钢产量同比下降了 36%。折合成全年数据，相当于下降 2.8 亿吨。高炉铁是粗钢冶炼的主要原料。将高炉炼铁按同样降幅折算，全年世界（不含中国）铁矿石消耗量将下降约 2.6 亿吨。

图2. 近 5 年及 2009 年预计世界（不含中国）粗钢生产和钢材消费情况



资料来源：世界钢铁协会、东海证券研究所

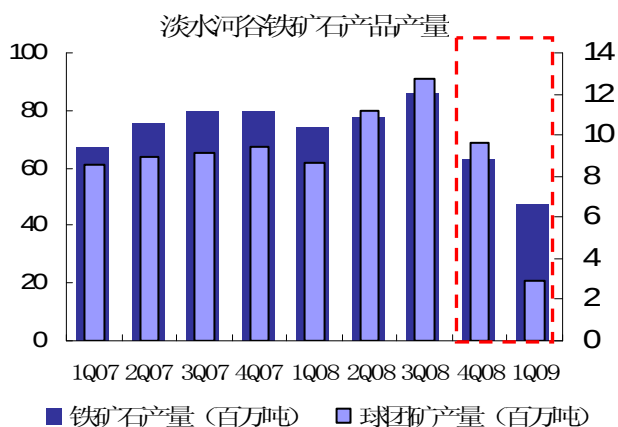
1.2 最大铁矿石生产商淡水河谷的产量同比大幅下降四成

与世界（不含中国）粗钢产量下降相应的，世界第一大铁矿石生产商-淡水河谷公司的铁矿石产量大幅下降。其中 09 年 1 季度铁矿石同比下降 37%，球团矿同比下降 73%，两者总和下降 42%（图 3）。

淡水河谷的铁矿石在巴西开采，销售地较为分散，08 年出口到中国的占产量的 28%，亚洲其他国家 21%，欧洲 24%。淡水河谷的产量降幅与世界（不含中国）粗钢产量的下降幅度相仿，基本反映了世界（不含中国）对铁矿石的需求变化。

按这个降幅，即使不计算产能的扩大，淡水河谷 09 年的铁矿石产能将过剩 1.1 亿吨，球团矿将过剩 3000 万吨。

图3. 第一大铁矿石生产商-淡水河谷公司 07 年至今季度产量



资料来源：淡水河谷公司报表（注：产量按 BR GAAP 方式统计）

1.3 09 年中国将消费全球 60%的铁矿石，三大矿企全靠中国需求弥补消费缺口

中国是世界粗钢生产大国，更是高炉炼铁大国。2008 年中国粗钢产量占世界的 38%。中国炼钢的原料主要由高炉供应，高炉铁的产量占世界产量的 51%。

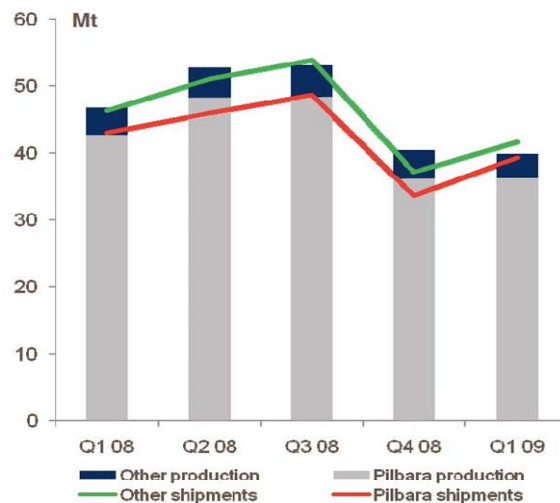
2009 年由于世界（不含中国）的钢铁产量大幅下降，中国的高炉铁产量将很可能占到世界的 60%。相当于将消费今年全球铁矿石销量的 60%。按 63% 的品位计算，将近 7.6 亿吨。

2. 力拓、必和必拓全因靠近中国而得福

力拓和必和必拓主要在澳大利亚生产铁矿石，因为靠近中国而受益。2008 年力拓、必和必拓销往中国的铁矿石分别占产量的 56%和约 50%，明显高于淡水河谷的 28%。这两家公司 2009 年的生产形势也优于淡水河谷，表现在环比跌幅大幅收窄（图 4），必和必拓甚至没有明显的降幅（图 5）。

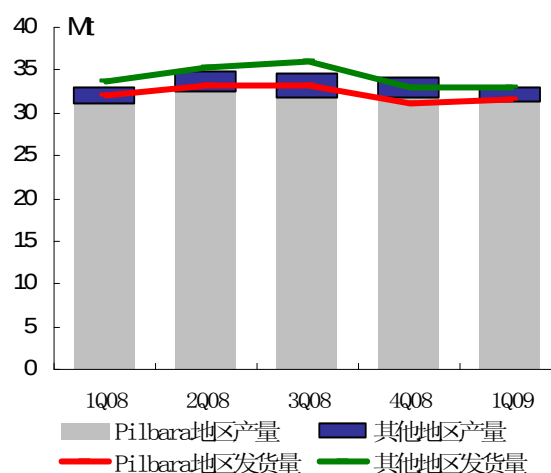
2009 年，由于日本、韩国的高炉生铁生产同比下降了 20~35%，所以预计全年销往中国的比例可能要超过 60%。对中国市场的依赖性非常强。

图4. 第二大铁矿石生产商-力拓公司 08 年至今铁矿石生产运营情况



资料来源：力拓公司报表（注：产量按实际生产量统计，未按份额折算）

图5. 第三大铁矿石生产商-必和必拓公司 08 年至今铁矿石生产运营情况



资料来源：必和必拓公司报表（注：产量按实际生产量统计，未按份额折算）

3. 即使是东亚地区，铁矿石也是供过于求

从2009年1~4月东亚各国高炉铁的实际生产看，主要生产地区日、韩和台湾降幅巨大，绝对减少量完全超过了中国高炉铁的增加量（表1）。全年东亚的高炉用铁矿石预计将减少约5000万吨用量。所以出现抢进口和囤货是不理性和不合理的行为。

表1. 高炉生铁

国家/地区	09年1~4月 (千吨)	08年1~4月 (千吨)	同比增幅 (%)	折成09年 高炉铁增量 (千吨)	折成09年 铁矿石增量 (千吨)	按往年比例折 成进口铁矿石 增量(千吨)	按往年比例折 成09年铁矿石 进口量(千吨)
中国	163105	158430	3.0%	18215	28913	14745	396112
日本	18875	29355	-35.7%	-29546	-46898	-46898	89881
韩国	7853	10295	-23.7%	-7651	-12144	-11415	35152
中国台湾	2630	3319	-20.8%	-1910	-3032	-3032	12524

资料来源：世界钢铁协会、我的钢铁

注：铁矿石按63%的品味折算

4. 今年中国是世界铁矿石的绝对买家，由中国定价非常合理

今年中国是世界铁矿石市场的绝对买家：

- 高炉铁产量将很可能占到世界的60%，相当于09年中国的铁矿石消费将占世界的60%。
- 按往年进口比例折算，正常情况下中国将进口约4亿吨铁矿石，约占世界铁矿石贸易量的50%（由于无序进口和囤货等原因，实际可能还要超过）。
- 中国的铁矿石进口量将是日韩总和的3倍以上。
- 中国购买的力拓、必和必拓的铁矿石可能占到其全部产量的60%以上。

所以让中国被动接受一个在明显偏小的市场上确定的价格是完全不合理的。而且也不能反映中国的实际情况。今年中国市场上的铁矿石价格应该由中国来确定。

5. 中方协调性加强，也更加强势，

今年的铁矿石谈判中，虽然仍由宝钢担任代表，但中国钢铁工业协会派员全程参与。在中国钢铁工业协会的领导和协调下，今年中方的协调性明显有所提高，也更加强势。自5月下旬以来协会针对铁矿石谈判相关事项高密度的发表了3次声明，态度仍然坚决。

从另一个角度来看，长协矿主要由大中型钢铁企业采用。在长协矿价格高于现货矿的情况下，大中型钢铁企业将集体受损。这也使得以大型钢铁企业为主要力量的中国钢铁工业协会，在今年表现的更加统一。

6. 当前的谈判进展

自力拓与新日铁达成协议半个月后，6月11日淡水河谷与日韩达成协议(表2)。

中方当前的应对包括：

- 首先，中方不会让步。作为铁矿石全球第一大进口国——中国才有权

决定代表亚洲价格。

- 第二，中方已经为谈判破裂做好准备。如果出现铁矿石供应问题，中国钢厂宁可减产。中国钢铁协会要求中小钢厂与大钢厂保持步调一致，为中方在铁矿石谈判增加筹码。
- 第三，近期将由商务部、中钢协、五矿商会等部门联合成立铁矿石协调小组，从源头上对“倒矿”问题进行调查，调查期间，违规贸易商将被临时取消进口资质。

三大矿企当前主要的动作是：

- 争取与日、韩、台湾等实力较小的谈判对手达成协议。
- 加大现货销售，通过降低门槛，抢占原本属于国内矿和印度矿的中小企业市场份额。这主要有两方面的原因。最主要的是，三大矿企 09 年产能过剩，本身就有扩大销售的需求。其次，长协需要每年进行谈判确定，在高度垄断的现状下，眼下矿企对现货的控制力更强，也更容易控制。所以矿企也具有做大现货交易量的意愿。

表2. 09 年铁矿石谈判进展

需方/供方	Vale	Rio Tinto	BHP Billiton
宝钢（中国）	谈判中	谈判中	谈判中
新日铁	6 月 11 日达成协议	5 月 26 日达成协议	谈判中
浦项	6 月 11 日达成协议	5 月 29 日达成协议	谈判中

资料来源：企业公告

7. 着眼未来，建立健康、共赢的利益分享机制

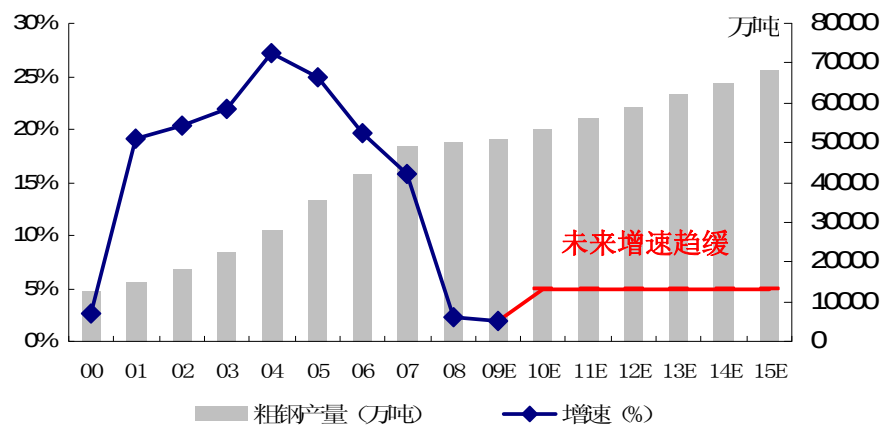
7.1 得罪中国？中国粗钢生产不可能再连年大幅上升，长期来看铁矿石可能逐渐走出卖方市场

铁矿石连续大幅涨价的背景是过去 7 年间中国粗钢产量的高速增长。在中国需求充分发挥作用之前，2003 年及以前的铁矿石价格涨跌互现，涨幅也较为温和，很少超过 6%。然而，2008 年中国的粗钢产量已经达到了 5 亿吨，今后是否还有连年大幅上升的空间？

虽然随着城市化和工业化的发展，中国的粗钢产量还会有上涨的空间，但增长速度一定大不如前。假使中国的粗钢今后按 5% 的速度发展，也将在 2015 年达到约 6.8 亿吨的粗钢产量，人均钢材消费达到 520kg/人·年，显现出峰值的特征。

如果中国粗钢产能保持较低的增速，并形成稳定的预期，不仅是今年，即使在今后，铁矿石市场也可能将逐渐远离火爆的卖方市场。铁矿石生产商当前过于追求自身单方面的利益，可能破坏供需双方长期、稳定的合作关系，缺乏对长期形势和利益的评估，并不理性。

图6. 中国粗钢产量及增速的发展情况和预测



7.2 全部转往现货销售？三大矿企未来产能大幅扩张，目标市场还在中国，应趁早建立稳定的供应体系

未来5年内，三大矿企都计划了庞大的铁矿石投资计划。如果全部实施，将再增加3亿吨以上的铁矿石产能（表3）。如果将铁矿石销售全部往现货市场发展，长期来看将削弱其业务的稳定性，对实现庞大的投资计划不利。

另一方面，3亿多吨的铁矿石增产量，可额外支持2.3亿吨高炉生铁的生产。从世界范围看，日本、美国、欧洲、韩国、印度、俄罗斯等主要钢铁制造国和地区都没有能力消耗这些原料。这些扩产项目最主要的客户只能是中国。从三大矿企对自身业务的分析来看，对这一点早有非常深刻的认识。与中国客户发展稳定的关系，采用一系列长期协议，尽早锁定销售份额，以支持其自身的业务发展，应该对三大矿企具有非常大的诱惑。这也是瓦解当前矿企现货攻势的一个重要有利因素。

表3. 三大铁矿石生产商计划产能增加情况

年	Vale	Rio Tinto	BHP Billiton
2009	+1000 万吨铁矿-Carajas 巴西北部，在建	+4500 万吨铁矿石-澳大利亚 Pilbara 地区计划实施一系列工程，在 2012 年前实现 2.2 亿吨产能，而 2008 年产量为 1.75 亿（按 100% 产量统计，未按 Rio 份额计算）。目前部分在建，部分待批。	+1.2 亿吨铁矿石-GRP4 计划，newman 澳大利亚，在建
2010	+900 万吨球团矿-在建		
2011	+3000 万吨铁矿- Carajas 巴西北部，环评		+5000 万吨铁矿石-GRP5 计划，使得到 2015 年，公司澳大利亚的铁矿石产能达到 3 亿吨，可行性研究
	+750 万吨球团矿-在建		
2012			
2013	+9000 万吨铁矿-Serra Sul 巴西北部，待批		
	+2400 万吨铁矿-Apolo 巴西东南，待批		

资料来源：企业年度报表

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122