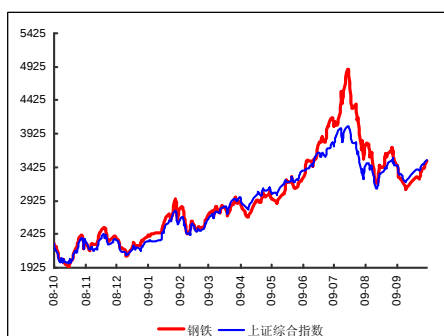


2009 年 10 月 21 日

---2010-2011 年铁矿石价格谈判前瞻

评级：优异

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

行业研究员：曾 海

联系方式

电话： 021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

2010-2011 年度铁矿石价格谈判启动。根据网络收集，中方观点：1) 钢铁供应过剩，不支持涨价；2) 制定中国统一价格，现货与长协价统一；3) 结算周期定为自 1 月 1 日至 12 月 31 日；4) 实现量价互动，进口量大价格应当从优。三大铁矿石供应商观点：1) 铁矿石价格上调 30%-35%；2) 焦煤价格上调 40-50%。

钢企盈利能力对铁矿石成本弹性大。钢铁企业的毛利润对铁矿石成本比较敏感，并且弹性是随着价格的增加递减的。假设吨钢成本为 2600 元/吨，铁矿石成本占总成本 80%，其它成本不变。当钢价为 2800 元/吨时，弹性为-10.4；当钢价为 3500 元/吨时，弹性下降至-2.3。按照经济学上对弹性系数的分类，钢企的吨钢毛利对铁矿石成本富有弹性。

铁矿石价格谈判：垄断市场与完全竞争市场的博弈。三大铁矿石供应商是全球最大的综合性矿产资源公司，铁矿石供应量约占全球的 65% 左右，处于行业垄断地位。中国虽是全球最大的钢铁生产国，但国内有大小钢企 1200 家左右，国内钢铁行业集中度较低，前 15 家钢企产量只占全国总产量的 45%。远低于国际主要产钢国的行业集中度水平。

博弈结果取决于钢铁行业景气程度。从利润最大化的角度考虑，双赢才是铁矿石价格谈判的最终目的。假如在钢铁行业不景气的时期，铁矿石供应商不降低价格，则会导致钢铁冶炼企业难以生存，从而影响铁矿石的需求量，影响钢铁产业链的健康运转；当钢铁行业处于景气阶段的时期，铁矿石涨价也不会影响钢企的生存。2009 年中国钢铁行业基本上处于景气回升的通道中，但尚未实现真正的复苏。因为：1) 钢材价格先升后降；2) 钢材库存居高不下；3) 钢材产量屡创新高。虽然存在好转迹象，但也有恶化的可能，因此最终的博弈结果还有待时日。

不同博弈结果下的投资思路。1) 协议价格上涨，关注矿业股和自给率高的钢铁股，如金岭矿业、鞍钢股份、创新置业等；2) 协议价格下跌，关注外矿依存度高的钢铁股，如宝钢股份等。

2010-2011 年度铁矿石价格谈判启动

2009 年 10 月 15-17 日，在中国青岛举办的“第九届中国钢铁原材料国际研讨会”拉开了 2010-2011 年度铁矿石价格谈判的帷幕，全球主要钢铁生产商、铁矿石供应商纷至沓来。鉴于 2009 的铁矿石价格谈判中，中方未能与三大铁矿石供应商达成协议，及当前中国钢铁行业运行现状，此次会议备受市场关注。由于谈判结果存在不确定性，本文将主要研究国内钢铁行业的运行特点，谈判双方的优、劣势，针对不同结果寻找最合适的投资标的。

正式谈判尚未开始，参与各方已开始发表各自观点，进而影响市场判断，营造有利于提高本方话语权的外部环境。

表 1: 2010-2011 年铁矿石价格谈判部分观点汇总

	需求方	供给方
参与者	中钢协	淡水河谷、力拓、必和必拓、FMG
观点	● 钢铁供应过剩，不支持涨价 ● 制定中国统一价格，现货价与长协价统一 ● 结算周期定为自 1 月 1 日至 12 月 31 日 ● 实现量价互动，进口量大价格应当从优 ● 市场低迷，需求未根本好转 ● 新矿山投产，铁矿石供应过剩	● 铁矿石价格上调 30%-35% ● 焦煤价格上调 40-50% ● 中国经济复苏强劲带动钢铁需求、产量及铁矿石进口量剧增
理由	● 钢材库存高企，供应压力加大 ● 大量铁矿石进口导致港口库存增加	● 美元持续贬值，国际原油和主要商品价格今年大幅上涨

数据来源：网站收集、国联证券研究所

钢企盈利能力对铁矿石成本弹性大

铁矿石是钢铁冶炼生产的主要原材料，占钢铁总生产成本的绝大部分。根据我国钢铁企业的平均水平，铁矿石成本约占炼铁总成本的 90% 左右，炼钢成本的 80% 左右。钢铁企业的盈利能力对铁矿石成本有较高的敏感性，特别是当钢铁企业处于盈亏平衡状态时，铁矿石成本，即铁矿石价格的波动对钢厂盈利能力影响更大。

经简单测算，钢铁企业的毛利润对铁矿石成本比较敏感，并且弹性是随着价格的增加递减的。以表 2 为例，假设吨钢成本为 2600 元/吨，铁矿石成本占总成本 80%，其它成本不变。当钢价为 2800 元/吨时，弹性为 -10.4；当钢价为 3500 元/吨时，弹性下降至 -2.3。按照经济学上对弹性系数的分类，钢企的吨钢毛利对铁矿石成本富有弹性。

表 2: 铁矿石采购成本变动与吨钢毛利变动敏感性分析

铁矿石成本变动

		-50%	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%	50%
	2800	520%	416%	312%	208%	104%	0%	-104%	-208%	-312%	-416%	-520%
	2900	347%	277%	208%	139%	69%	0%	-69%	-139%	-208%	-277%	-347%
	3000	260%	208%	156%	104%	52%	0%	-52%	-104%	-156%	-208%	-260%
钢	3100	208%	166%	125%	83%	42%	0%	-42%	-83%	-125%	-166%	-208%
价	3200	173%	139%	104%	69%	35%	0%	-35%	-69%	-104%	-139%	-173%
	3300	149%	119%	89%	59%	30%	0%	-30%	-59%	-89%	-119%	-149%
	3400	130%	104%	78%	52%	26%	0%	-26%	-52%	-78%	-104%	-130%
	3500	116%	92%	69%	46%	23%	0%	-23%	-46%	-69%	-92%	-116%

假设：吨钢成本为 2600 元，铁矿石成本占总成本的 80%

数据来源：国联证券研究所

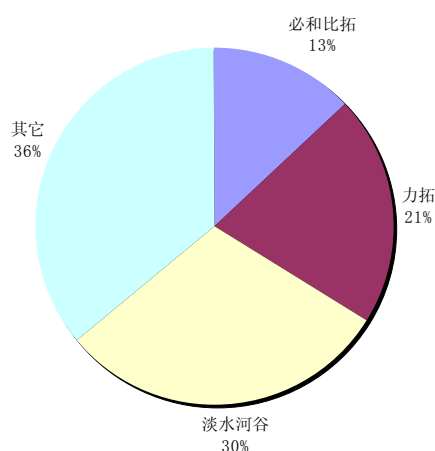
铁矿石价格谈判——垄断市场与完全竞争市场的博弈

铁矿石价格谈判是钢厂与矿山基于行业运行基本面，利用自身优势进行定价博弈的过程，最终结果取决于双方力量的对比。全球钢铁冶炼产能主要分布在中国、日本、韩国、欧盟，以前的铁矿石价格谈判为“首发定价”模式，各国/地区与三大铁矿石供应商分别谈判，按最先达成协议的方案作为基准。自 2009 年开始，中钢协着手制定“中国价格”策略，因此 2010 年铁矿石价格谈判，中方与供应商之间的博弈更为关键。

三大铁矿石供应商处于行业垄断地位

全球铁矿石出产地主要分布在澳大利亚、巴西、印度和俄罗斯，其中澳大利亚和巴西的产量最大，且铁矿石质量好，品味高，开采成本相对较低。巴西淡水河谷、澳大利亚力拓、必和必拓三家公司是全球最大的综合性矿产资源生产公司，铁矿石供应量约占全球的 65% 左右，其余 35% 左右的产量由众多中小型矿产公司提供。

图 1：2007 年全球铁矿石产量结构



数据来源：CRU、国联证券研究所

三大铁矿石供应商是铁矿石协议价格的主要发起者，也是主要供应商。相对于全球钢铁冶炼企业，在铁矿石领域三家公司处于行业垄断地位。三大

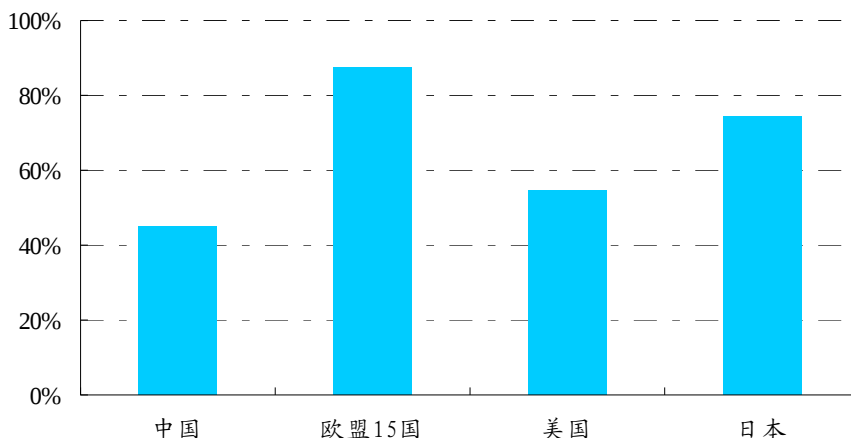
铁矿石供应商的主要压力来自于股东对业绩的要求，当市场不好时，可以通过控制供应量维持价格稳定；当市场好转时，提升价格获取超额收益是理性选择。因此在铁矿石价格谈判过程中，如何实现利润最大化和持续性才是其需要考虑的问题。

中国钢铁市场是完全竞争市场，行业集中度低，

中国是全球最大的钢铁生产国，年产能达到 6.6 亿吨，年进口的铁矿石占全球钢铁海外贸易的 60%，这是中钢协在铁矿石价格谈判中最大的优势。

目前国内有大小钢企 1200 家左右，其中大中型钢企约 70 家，这造成国内钢铁行业集中度较低，前 15 家钢企产量只占我国总产量的 45%。而国际主要产国的行业集中度远高于此，最低的美国，前四家钢企的钢产量也占美国钢总产量 54.50%。基本上国内钢铁行业是完全竞争市场，为追求自身的利润最大化，在铁矿石价格谈判过程中，内部博弈降低了中方的谈判能力。

图 2：主要产钢国钢铁行业集中度



注：中国为前十五，欧盟 15 国为前七，美国，日本为前四

数据来源：国联证券研究所

博弈结果取决于钢铁行业景气程度

比较博弈双方的议价能力，显然具有资源垄断地位的铁矿石供应商更具有优势，因为：1) 内部利益冲突少；2) 决策效率高；3) 对外倚赖性低。

虽然是博弈，但从利润最大化的角度考虑，双赢才是铁矿石价格谈判的最终目的。因此在博弈过程中，钢铁行业景气程度是重要的决策依据。假如在钢铁行业非常不景气的时期，铁矿石供应商不降低价格，则会导致大量的钢铁冶炼企业难以生存，从而影响铁矿石的需求量，影响钢铁产业链的健康运转；而当钢铁行业处于比较景气阶段的时期，铁矿石即使涨价也不会影响钢企的生存，钢铁产业链能够为上游厂商提供源源不断的利润。

2009 年钢铁行业基本上处于景气回升的通道中，但尚未实现真正的复苏。因为：1) 钢材价格先升后降；2) 钢材库存居高不下；3) 钢材产量屡创新高。虽然存在好转迹象，但也有恶化的可能。因此最终的博弈结果还有待时日。

图 3：2009 年 1-9 月国内钢价走势

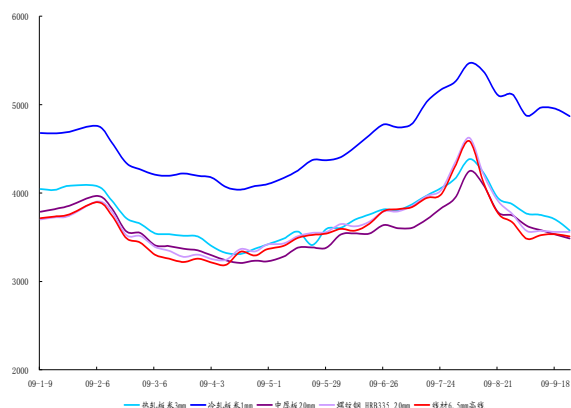


图 4：2008 年-2009 年 9 月主要钢材库存合计

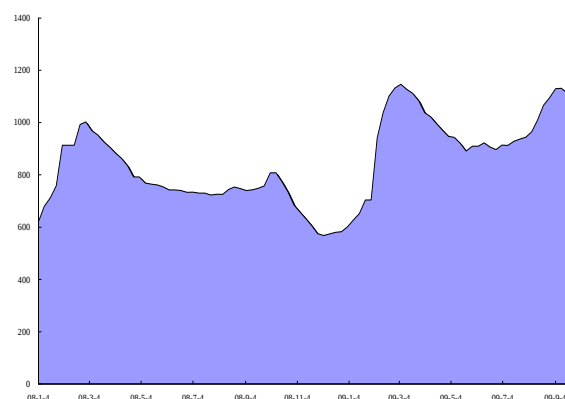


图 5：2009 年 1-8 月国内粗钢产量及增速

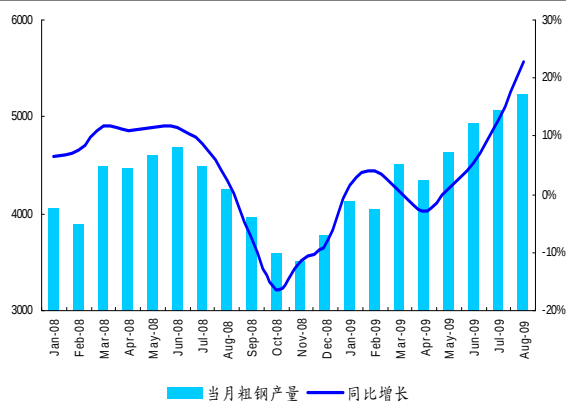
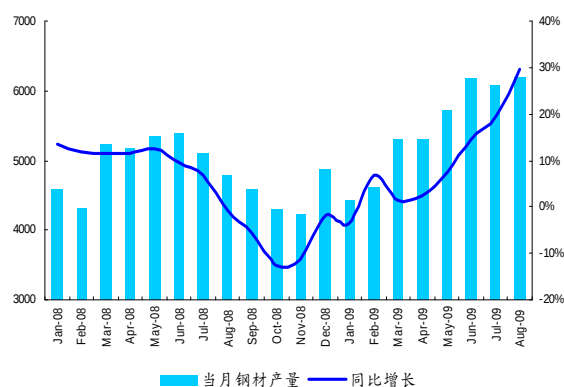


图 6：2009 年 1-8 月国内钢材产量及增速



数据来源：Mysteel、国联证券研究所

铁矿石价格谈判不同结果下的投资思路

铁矿石价格谈判的最终结果有三种：涨价、跌价、维持不变。由于 2009 年是跌价，协议价格维持不变对钢铁上市公司的影响与跌价相似，因此我们主要讨论 2010-2011 年度铁矿石协议价上涨或下跌时候的投资思路，以便寻找投资标的。

1. 协议价上涨，关注矿业股和自给率高的钢铁股

铁矿石价格上涨有利于上游铁矿石供应商，以及铁矿石自给率比较高的钢铁冶炼企业，不利于对外部铁矿石依赖程度较高的钢铁冶炼企业。下表为国内 A 股上市公司中有可能受益于铁矿石价格上涨的部分公司。

表 3：A 股市场矿石自给率高的钢铁股及铁矿概念股

产业链位置	代码	简称	相关情况
上游铁矿石	000655	金岭矿业	铁精粉生产、销售，占收入比 80%
中游钢铁冶炼	000898	鞍钢股份	集团矿占 70%，定价原则：上半年市场均价给予折扣
	000825	太钢不锈	集团矿占 80%，定价原则：市场价格

	600010	包钢股份	集团矿占 70%，定价原则：市场价格
	600307	酒钢宏兴	集团矿占 50%，定价原则：市场价格
	000761	本钢板材	集团矿占 50%，定价原则：市场价格
	000809	唐钢股份	集团矿占 38%，定价原则：市场价格
	600117	西宁特钢	年产铁精粉 100 万吨左右，定价：市场价格
	600516	方大炭素	年产铁精矿 80 万吨，占收入比 20%
铁矿石概念	600193	创新置业	100%控股祁东神龙矿业，一期工程建成后年产铁精矿 86.73 万吨
	600382	广东明珠	广东大顶矿业 19.9%股权，资源储量 6000 万吨，年产铁矿石 200 万吨，铁矿石权益产能为 40 万吨

数据来源：公司、国联证券研究所

1) 铁矿石企业

金岭矿业是国内唯一一家以铁精粉生产和销售为主营业务的上市公司，铁精粉销售收入占公司总收入的 80%以上。作为公司对外销售的主要产品，铁矿石价格的上涨显然能够提高公司的销售收入和盈利，因此在**铁矿石价格上涨过程中，金岭矿业值得投资者重点关注。**

2) 铁矿石自给率高的钢铁冶炼企业

国内几大主要钢铁公司都拥有自有矿山，但这部分资产一般为集团母公司所有，上市公司只能通过向集团公司购买以稳定原材料供给，因此定价成为钢厂是否能享受比较优势的关键。大部分国内上市公司向集团采购铁矿的价格都是按市场价格结算，钢厂原材料成本有优势的不多，业绩上也不能获得大收益。鞍钢股份向集团采购铁矿石的定价原则是“按照前半年的市场均价给予折扣”，因此相对于按市场价格采购铁矿石的钢铁冶炼企业，能够获得低成本优势，**建议投资者重点关注有价格折扣的鞍钢股份。**

3) 铁矿石概念股

方大炭素铁精矿业务的毛利率高达 60%，因此铁矿石价格上涨能够提升公司综合毛利率。由于该业务已经投产，产能利用率也较高，未来为公司业绩的增长贡献相对较小。

创新置业 2009 年实现 100%控股祁东神龙矿业，该矿山尚处于建设阶段，预计 2010 年开始投产。按目前 62.5%铁精粉的销售价格 650 元/吨，产量按照设计产能 86 万吨计算，该项目能够为公司贡献 5.2 亿元的销售收入，相当于 2008 年销售收入增长 170%。如果净利润率按 34%测算（金岭矿业 2006-2008 年净利润率均值），该项目能为公司 EPS 贡献 0.83 元左右，相当于 2008 年 EPS 增长 350%左右。

广东明珠拥有广东大顶矿业 19.9%股权，由于是参股，大顶矿业的报表未并入公司报表，对公司营业收入无贡献，但是能够为公司带来投资收益，提升公司净利润水平。

三大铁矿石概念股中，建议投资者重点关注创新置业。

2. 协议价下跌，关注外矿依存度高的钢铁股

铁矿石价格下跌意味着钢铁企业成本下降，提升利润水平，有利于整个钢铁冶炼行业，不利于铁矿石企业。由于长期协议能够提供稳定的原材料供给和价格，规避市场波动风险，因此对外矿，特别是长协矿依存度高的钢铁企业能够获得比较收益。

国内钢铁企业中，大型钢企普遍使用协议矿，中小钢企一般都是现货矿。其中宝钢股份对外矿，特别是长协矿的依存度最高，达到 80%左右的水平，因此**铁矿石长协矿价格下降对宝钢股份的影响较大**，值得投资者关注。

综上所述，根据 2010-2011 年铁矿石价格谈判的不同结果，选择两种不同的投资思路：1）协议价格上涨，关注矿业股和自给率高的钢铁股，如金岭矿业、鞍钢股份、创新置业等；2）协议价格下跌，关注外矿依存度高的钢铁股，如宝钢股份等。

风险提示

本文的投资选股逻辑主要是基于铁矿石价格对公司业绩的影响，未考虑上市公司经营方面的因素。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。