

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

2 季度长协价涨幅超预期，季度定价完全贴近现货

报告要点

■ 三大矿季度定价公布，二季度长协价将进一步上涨

据报道，三大铁矿石厂商季度定价的依据目前是依照普氏能源铁矿石价格指数。普氏能源资讯依据该公式预计，2 季度淡水河谷卡拉斯加品位 66% 的粉矿协议矿到岸价格将在 199 美元/干吨，环比 1 季度的 172 美元/吨，预计上涨 15.9%；力拓 2 季度协议矿石离岸价格则要在 2.749 美元/干吨度，换算为品位 62% 的 BP 粉矿价格约 170 美元。

■ 特殊的定价机制使得价格上涨趋势符合预期，季度定价越来越贴近现货

由于 2 月尚未完全结束，因此目前的确定的价格是一个估计值。我们选取现有的 2 月青岛港矿石港口到岸价格均价为基准（品位约 64%）测算可得，2 季度定价基准约为含税价 1308 元/吨，折算为美元约折合 198.75 美元/吨。假设 2 月最后一周矿石价格维持不变，则 2 季度定价基准价格约为 199.94 美元/吨。以此测算价格为基准可得，1 季度环比涨幅约为 6.67%，2 季度约为 9.24%。从幅度上来看远低于目前公布的涨幅，但从绝对价格上看差距并没有这么大。

淡水河谷定价基准高于估算值，幅度约为 10.24%，亦略高于最新现货价格。而力拓定价基准比直接按青岛港价格换算的水平 199.94 美元/吨高约 6.89%，与最新现货折算数据 212.73 美元/吨基本持平。

综合来看，淡水河谷与力拓本次价格的调整幅度略高于之前我们自己估算水平的判断，这其中的主要原因是普氏指数虽然以青岛港进口矿价格为参照基准，但并不是完全采纳该价格。根据最终的测算结果来看，即便是采用季度定价的协议矿价也已经基本上与现货价格一致。大小钢厂在矿石部分的采购成本差异几乎完全消失。

■ 成本压力增加，低盈利水平推动钢价看涨概率增大

全行业自 2008 年 4 季度开始一直都处于较低的状态。虽然 1 季度行业盈利可能还处于相对不错的水平，但实际上我们估算的各品种毛利也一直都处于盈亏平衡附近，部分品种甚至迄今为止还为负值。这说明，一旦未来钢价的上涨不能持续，则矿石上涨对行业盈利将形成明显的负面打击。在目前全行业盈利低迷的情况下，预计高涨的成本对短期正在回调的钢价会形成明显的支撑。

■ 关注拥有资源、具备成本优势以及较强成本转嫁能力的公司

从目前的情况来看，一方面是盈利低位叠加下游行业的高速发展，钢价有上涨的需求；另一方面是矿石及其他成本的快速上涨，进一步挤压行业盈利空间。钢铁行业目前的处境依然尴尬，即行业盈利正在改善，但预期幅度十分有限。不过，鉴于股价在过去一个长周期内基本没有过太好的表现，表明市场对钢铁行业盈利复苏的预期也并不激进，因此风险依然不会太大。只是，行业年初以来的良好表现可能会因此而放缓。在矿石价格上涨看起来不可避免的情况下，本身拥有资源、具备成本优势、以及享有较强成本转嫁能力的公司依然可以获益。

第一，三大矿季度定价公布，二季度长协价将进一步上涨

据报道，三大铁矿石厂商季度定价的依据目前是依照普氏能源铁矿石价格指数。普氏能源资讯依据该公式预计，2 季度淡水河谷卡拉斯加品位 66% 的粉矿协议矿到岸价格将在 199 美元/干吨，环比 1 季度的 172 美元/吨，预计上涨 15.9%；力拓 2 季度协议矿石离岸价格则要在 2.749 美元/干吨度，换算为品位 62% 的 BP 粉矿价格约 170 美元。

- ✓ 淡水河谷采用协议期前 4 个月中头 3 个月的普氏指数均价为依据，矿石品位每提高 1% 价格就提升 1 倍的“含铁量 1% 差价平均值”；

淡水河谷的定价策略采用以协议期前 4 个月中头 3 个月的普氏指数均价为依据，矿石品位每提高 1% 价格就提升 1 倍的“含铁量 1% 差价平均值”。那么 2 季度的价格基准将采用去年 12 月、今年 1 月与 2 月三个月的普氏指数均价为基准（约 178 美元/吨）；由于普氏指数的订立是以品位 62% 铁矿石到达青岛港的价格为依据，而巴西矿主流品位在 66%，故巴西矿需要在 178 美元/吨的基础上累加 4 个基点的“含铁量 1% 差价平均值（目前为 5.194 美元/干吨）”，合计到岸价预计约为 199 美元/干吨，环比上涨 15% 以上。

- ✓ 力拓定价原则与淡水河谷类似，但季度定价基准为离岸价；

力拓的定价原则近似于淡水河谷，同样以协议期前 4 个月中头 3 个月的普氏指数均价为依据。但力拓的季度定价为离岸价，故需要在普氏均价中减掉同期的海运费均值。折算下来，二季度力拓协议矿离岸价格则预计在 2.749 美元/干吨度，如果是品位 62% 的 BP 粉矿价格约 170 美元/吨。

- ✓ 必和必拓目前定价方式作为灵活，存在短期、月度、季度三种定价方式；

必和必拓的定价方式相对最为灵活，下游客户可以选择短期、月度、季度 3 中定价方式。总的思路是，以协议前一时期（日、月或季）为临时价格，最终价格则由前期或当期价格决定。即：如果钢厂选择月度定价，企业 3 月份的协议矿价格就以 2 月 1 日~2 月 15 日期间的普氏均价作为临时价格，至 2 月结束时，再以 2 月全月的普氏均价作为最终结算价。

- ✓ FMG 的结算最贴近现货；

FMG 的结算方式最为贴近现货，根据装船前 1 个月头 5 天的均价决定临时价格，最终价格则为船只提交装卸就绪前 5 天的指数价格均值。

第二，特殊的定价机制使得价格上涨趋势符合预期，季度定价越来越贴近现货

由于 2 月尚未完全结束，因此目前的确定的价格是一个估计值。我们选取现有的 2 月青岛港矿石港口到岸价格均价为基准（品位约 64%）测算可得，2 季度定价基准约为含税价 1308 元/吨，折算为美元约折合 198.75 美元/吨。假设 2 月最后一周矿石价格维持不变，则 2 季度定价基准价格约为 199.94 美元/吨。

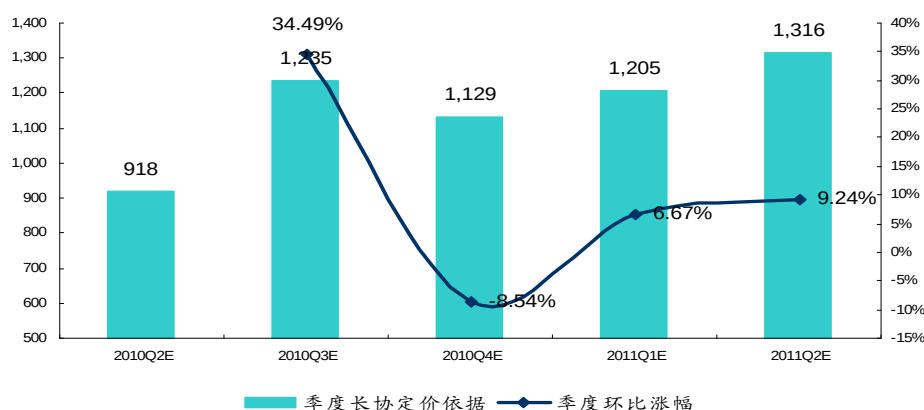
图 1：矿石港口价格持续上涨



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

以此测算价格为基准可得, 1 季度环比涨幅约为 6.67%, 2 季度约为 9.24%。从幅度上来看远低于目前公布的涨幅, 但从绝对价格上看差距并没有这么大。

图 2: 估算价格水平 2 季度长协价定价基准约高 9.24%



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

✓ 淡水河谷定价基准高于估算值, 幅度约为 10.24%, 亦略高于最新现货价格;

根据普氏指数的计算结果, 淡水河谷公布 2 季度 62%品位不含税价格为 178 美元/吨 (66%品位不含税价格为 199 美元/吨)。由于青岛港统计值是 64%品位矿石, 因此根据之前公布的 5.194 美元/干吨进行品位调整, 再考虑 17%的增值税率, 淡水河谷根据普氏指数公布的 64%品位的到岸含税价达到 220.41 美元/吨, 比我们按照青岛港价格测算值要高约 20.47 美金, 幅度约为 10.24%。

最新的青岛港矿石含税到岸价约 1400 元/吨, 折算后约为 212.73 美元/吨, 普氏指数折算后的价格 220.41 美元/吨相比最新现货也要高约 3.61%。

✓ 力拓定价基准不考虑海运费, 折算后水平也要高于估算水平, 与现货价格基本持平;

普氏方面公布, 折算下来, 二季度力拓协议矿离岸价格则预计在 2.749 美元/干吨度, 故按 64%品位统一计算, 对应不含税价格约为 175.94 美元/吨。按澳西到北仑宝山的水平来计算, 目前最新运费数据为 6.73 美元/吨, 对应换算后的到岸含税价为 213.72 美元/吨。

力拓定价基准比直接按青岛港价格换算的水平 199.94 美元/吨高约 6.89%, 与最新现货折算数据 212.73 美元/吨基本持平。

表 1: 铁矿石进出口税率一览

商品编号	商品名称	最低税率	普通税率	出口税率	增值税率	消费税率	计量单位
2601111000	未烧结铁矿砂及其精矿(平均粒度小于 0.8mm 的,焙烧黄铁矿除外)	0	0	0.1	0.17	0	千克
2601112000	未烧结铁矿砂及其精矿(平均粒度不小于 0.8mm,但不大于 6.3mm 的,焙烧黄铁矿除外)	0	0	0.1	0.17	0	千克
2601119000	平均粒度大于 6.3mm 的未烧结铁矿砂及其精矿(焙烧黄铁矿除外)	0	0	0.1	0.17	0	千克

2601120000	已烧结铁矿砂及其精矿(焙烧黄铁矿除外)	0	0	0.1	0.17	0	千克
2601200000	焙烧黄铁矿	0	0	0.1	0.17	0	千克

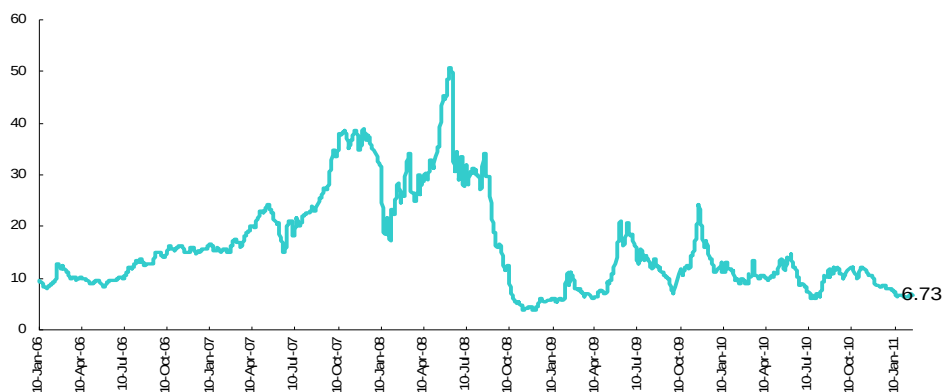
资料来源：中国海关，长江证券研究部

表 2：三大矿 2 季度长协价定价基准与现货价格的对比

64%品位矿石含税价对比	三大矿 2 季度定价基准	当前现货价格	价格差距	幅度
淡水河谷	220.41	212.73	7.68	3.61%
力拓	213.72	212.73	0.99	0.47%

资料来源：长江证券研究部

图 3：澳西到北仑宝山的运费目前约为 7 美元/吨以下



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

✓ 必和必拓与 FMG 定价制度均往现货水平贴近；

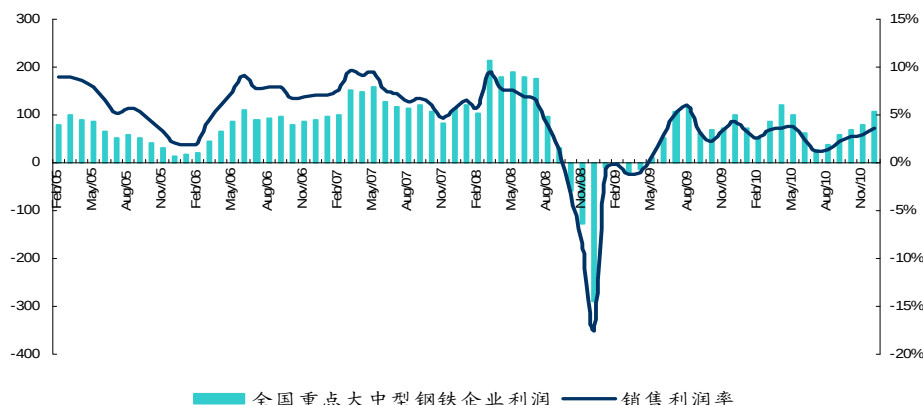
从必和必拓与 FMG 的定价制度来看，两家矿商的定价依据也都逐步向现货水平靠拢。

综合来看，淡水河谷与力拓本次价格的调整幅度略高于之前我们自己估算水平的判断，这其中的主要原因是普氏指数虽然以青岛港进口矿价格为参照基准，但并不是完全采纳该价格。根据最终的测算结果来看，即便是采用季度定价的协议矿价也已经基本上与现货价格一致。大小钢厂在矿石部分的采购成本差异几乎完全消失。

第三，成本压力增加，低盈利水平推动钢价看涨概率增大

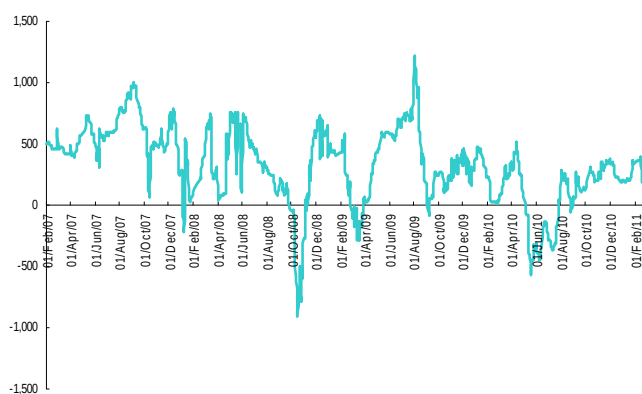
全行业自 2008 年 4 季度开始一直都处于较低的状态。虽然 1 季度行业盈利可能还处于相对不错的水平，但实际上我们估算的各品种毛利也一直都处于盈亏平衡附近，部分品种甚至迄今为止还为负值。

图 4：行业盈利能力处于较低的水平上



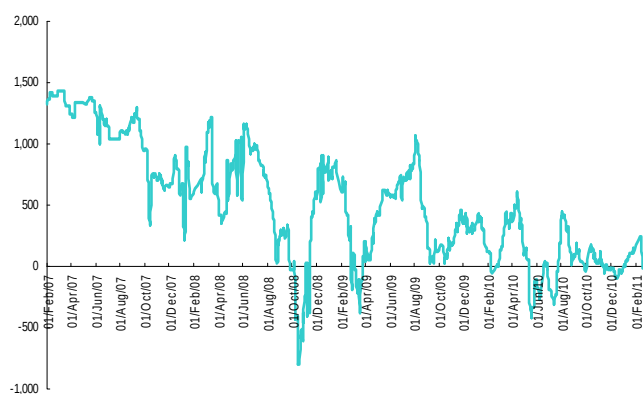
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 5：螺纹钢估算毛利处于较低水平



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

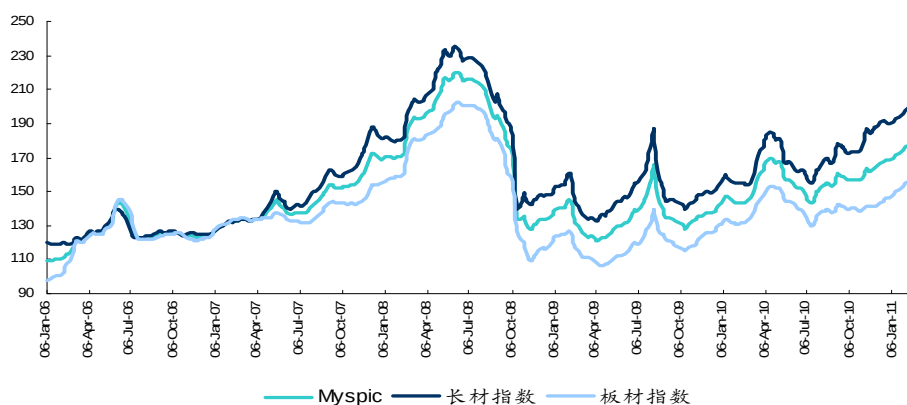
图 6：热轧估算毛利也处于盈亏平衡附近



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

这说明，一旦未来钢价的上涨不能持续，则矿石上涨对行业盈利将形成明显的负面打击。在目前全行业盈利低迷的情况下，预计高涨的成本对短期正在回调的钢价会形成明显的支撑。

图 7：短期正面临回调的钢价将受到成本支撑



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第四，关注拥有资源、具备成本优势以及较强成本转嫁能力的公司

从目前的情况来看，一方面是盈利低位叠加下游行业的高速发展，钢价有上涨的需求；另一方面是矿石及其他成本的快速上涨，进一步挤压行业盈利空间。钢铁行业目前的处境依然尴尬，即行业盈利正在改善，但预期幅度十分有限。不过，鉴于股价在过去一个长周期内基本没有过太好的表现，表明市场对钢铁行业盈利复苏的预期也并不激进，因此风险依然不会太大。只是，行业年初以来的良好表现可能会因此而放缓。

在矿石价格上涨看起来不可避免的情况下，本身拥有资源、具备成本优势、以及享有较强成本转嫁能力的公司依然可以获益。

拥有资源及成本优势的公司：ST 钒钛、西宁特钢、凌钢股份、南钢股份、河北钢铁、太钢不锈；

具备较强成本转嫁能力的公司：宝钢股份、新兴铸管；

部分特钢类公司也依然值得关注，如大冶特钢、抚顺特钢、方大特钢等。

附注：普氏指数并非指数，而是一个“估价”；

目前国际市场拥有影响力的铁矿石现货指数有三个：环球钢讯(SBB)的 TSI 指数、金属导报 (MB) 的 MBIO 指数与普氏能源资讯 (Platts) 的普氏指数。

普氏指数算不上一个真正意义上的“指数”，也不是当日成交价的加权平均值，而仅是一个“估价”。普氏指数最准确的表述应该是“价格评估”。

普氏能源资讯普氏金属集团市场报道总监 Francis Browne 介绍，普氏拥有一份参与现货市场交易的机构名单，包括矿山、贸易商、钢厂、货运商、金融机构等在内，据称有几百家。他们被称为普氏的“询价对象”。

每个交易日，普氏的编辑人员都会与其中一些参与现货市场交易的对象联系，询问当天的交易情况，比如“今天有多少单交易”，或者“对今天的价格怎么看”。这种询价通常采用电话或者网络的方式。

北京/新加坡时间下午 6 点 30 分，当天交易结束，普氏的编辑就会根据全天询价情况及交易结束时的情况，选取出被认为在当天“最有竞争力的”，“可以实现成交”的价格。

也就是说，普氏最终公布的每日矿石价格，是在工作人员打电话给询价对象咨询当日的成交情况或者对趋势的看法后，进行综合考量得出的一个“估价”。当天也可能没有一笔交易以该价格完成实际的成交。普氏方面解释，之所以不用当日的全部成交均价作为最终报价，是为了在可能全日都没有一笔成交的情况下，也能根据询盘和报盘情况得出最终的价格数据。

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

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
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。

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。

本公司及作者在自身所知范围内，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。