



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略报告

研究报告

2010 年 3 月 16 日

海外市场

研究部

李志勇

分析员, SAC 执业证书编号: S0080209120104

lizy@cicc.com.cn

徐 炜

联系人

xuwei@cicc.com.cn

巴西—焕发青春的生命古木

主要观点

- **巴西股市在 2010 年将继续上升,但波动率将增大,收益将降低。**巴西股市虽然在 2009 年涨幅巨大,但在这个估值水平上仍然比较便宜。我们认为巴西股市在 2010 年里延续上涨趋势,预期在巴西 Ibovespa 指数在年底达到 82,500 点,和现在的点位比有大约 18% 的上涨空间。股市上升的主要动力是在强劲和可持续经济增长背景下,主要由国内私人部门需求(消费和资本开支)推动的盈利增长,预计 2010 和 2011 年 EPS 增长将分别达到 22% 和 20%。但投资者必须准备接受较低的回报和较高的波动率,股市的风险溢价不可能在短期内回到金融危机发生之前的水准。
- **和发达市场相比,巴西将较早实施退出措施。**巴西有可能在 2010 年第三季度加息,并在以后持续加息。在财政状况方面,巴西的情况若以财政赤字/GDP 之比、净负债和财政支出来衡量要比发达市场乐观很多。因此,巴西有能力较早地退出宽松的货币政策和积极的财政政策。即使巴西加息,也不会对经济的发展前景造成较大的影响,因为巴西的强劲内需将在较长的时间内带动经济保持增长。另外,鉴于 2010 年 10 月的总统选举在即,巴西政府应该会继续实行一定的经济刺激。
- **我们对巴西雷亚尔和巴西资产前景乐观。**虽然说随着各国开始实行退出策略,流动性的收紧将使得美元升值,打压大宗商品的价格。但是,资金的流向趋势表明巴西雷亚尔还有继续升值的空间。不可忽视的是,巴西市场的波动率将上升,所以投资者目前应该买入波动率。中长期来看,投资者对巴西的资产前景应该感到乐观。
- **成长型和中型公司股票将表现良好。**由于大型公司股票对于利率的敏感度较低,而中小公司股票敏感度较高,所以在加息之前,中小型公司股票将维持前期的良好表现。综合来看,考虑到巴西央行有早于 2010 年下半年开始加息的风险,我们推荐成长型和中型公司的股票。
- **在 2010 年里,最具增长前景的是内需周期板块。**这些板块包括金融机构、零售、航空和运输、房地产等。这些板块将在 2010 年继续表现突出。和其它的板块相比,这些板块的盈利将更多地得到上调。因此,我们推荐的板块策略是超配与内需关系密切的周期性板块,中配或者低配全球性的周期板块,低配国内的防御性板块。这么做的根据是我们看好巴西国内经济的复苏和发展,但同时考虑到全球经济前景变差的风险。

目录

巴西经济及证券市场简介.....	4
巴西—焕发青春的生命古木.....	4
I. 巴西经济发展回顾.....	4
II. 巴西经济概况.....	6
III. 巴西证券市场回顾.....	12
巴西行业简介.....	15
I. 巴西农业.....	15
II. 巴西石油产业.....	17
III. 巴西钢铁产业.....	22
IV. 巴西矿业.....	25
V. 巴西汽车产业.....	28
VI. 巴西金融行业.....	30
VII. 巴西旅游和基建行业.....	32
巴西股市投资策略.....	35
巴西股市在 2010 年将继续上升，但波动率将增大，收益将降低.....	35

图表目录

图表 1: 巴西历史两次金融危机.....	6
图表 2: 巴西基准利率 (左) 和巴西雷亚尔汇率 (右)	6
图表 3: 巴西名义GDP	7
图表 4: 巴西名义GDP中三大产业比重	7
图表 5: 巴西GDP实际增速和消费、投资、出口实际增速	8
图表 6: 巴西基准利率	8
图表 7: 巴西财政赤字占GDP比重	9
图表 8: 巴西商品贸易顺差 (左) 和国际收支账户 (右)	9
图表 9: 巴西外汇储备 (左) 和巴西雷亚尔汇率 (右)	9
图表 10: 巴西总外债分类 (左) 和巴西总外债及外汇储备关系 (右)	10
图表 11: 巴西主要城市取景	11
图表 12: 巴西圣保罗指数及其估值	13
图表 13: 圣保罗证券交易所股票市值 (左) 和股票每月交易额 (右)	13
图表 14: 圣保罗交易所上市公司数量 (左) 和历年融资情况 (右)	13
图表 15: 巴西证券市场按交易额划分的投资者结构	14
图表 16: 圣保罗指数分板块统计	14
图表 17: 2007 年巴西主要农产品生产及进出口概况	15
图表 18: 2008 年美洲主要国家石油储量 (左) 和巴西石油生产及净出口数量 (右)	17
图表 19: 巴西石油对外依赖程度	18
图表 20: 巴西石油公司在桑托斯盆地盐层下区域的油气资源 (左) 和桑托斯盆地主要盐层下油气田运营财团 (右)	19
图表 21: Petrobras全球业务机会分布	20
图表 22: Petrobras历史产量及未来预测 (左), 全球主要石油公司深海作业产量占比 (右)	20
图表 23: 巴西石油公司Petrobras部类介绍	21
图表 24: 2008 年全球主要国家钢铁产量 (左) 和 2008 年公司粗钢产量占全国产量比重 (右)	22
图表 25: 巴西钢铁业历史产能、产量和消费 (左) 和 2008 年各部门钢铁消费占比 (右)	22
图表 26: 巴西钢铁产品出口区域比例	23
图表 27: 2006 年世界主要钢铁生产国成本要素比较 (单位: 美元/吨)	23
图表 28: 巴西主要矿产品储量	25
图表 29: 巴西国家矿业部批准的采矿地区分布 (左) 和巴西主要矿产品产量 (右)	25
图表 30: 巴西矿产出口额 (左) 和巴西矿产品进口额 (右)	26
图表 31: 巴西主要汽车生产厂商	29
图表 32: 巴西二十大银行控股性质及总资产 (截止 2008 年底)	31
图表 33: 巴西著名景点	33
图表 34: 巴西国际游客人数和旅游收入	33
图表 35: 巴西游客来源	33
图表 36: 巴西固定资产形成和GDP占比和增速	34
图表 37: 2009 年世界各国股市表现	35
图表 38: 金砖四国和美国股市在过去三年的相对表现 (2007-1-1=1)	35
图表 39: 金砖四国和美国股市从 2009 年 3 月低点反弹以来的相对表现 (2009-3-1=1)	36
图表 40: 各国股指 2010 年PE值	36
图表 41: 金砖四国和美国股指静态PE历史走势	36
图表 42: 巴西CPI同比变化	37
图表 43: 巴西行业板块策略	38
图表 44: 巴西各行业重点上市公司	39

巴西经济及证券市场简介

巴西—焕发青春的生命古木

寻找黄金国度

1500 年 4 月 23 日，葡萄牙贵族佩德罗·阿尔瓦雷斯·卡布拉尔（Pedro Álvares Cabral）带领他的舰队踏上了一块“新的”的大陆。但令人失望的是，他们并没有发现西班牙探险家所谓的“黄金国度”；在当地找到的唯一财富就是生长在沿岸的一种含有名贵红色染料的木材。人们借用东方生长的红木名字，称之为“巴西”，并把“巴西”木运回了欧洲，巴西这个国家因此得名。

古木宝藏

巴西国土面积 854 万平方千米，是世界上第五大国家。它基本横跨了半个南美洲，在南美除了智利和厄瓜多尔，与所有其它国家接壤；巴西是如此巨大，以至巴西南北两端的距离要比巴西与非洲之间的距离还要长，虽然大部分地方是难以进入的荒芜之地。

从卫星地图上看，南美洲的亚马孙河流域就像古木的树冠，自西向东的生命之河—亚马孙河则构成了古木的树干。这棵占巴西国土面积 1/3 以上的古木日夜守护着巴西，并给它的子民留下了丰富的宝藏。这里有世界 12% 的淡水资源，一天之内从巨大河流系统流出的淡水就能保证人口千万的城市十年供应；巴西森林覆盖率 52.2%，占世界森林总面积 1/10 之多，并拥有红木、橡胶等丰富的木材资源；巴西矿藏丰富，诸多矿种储量居世界前列。已探明的铁矿石储量 262 亿吨，品位多在 60% 以上，产量和出口均居世界第 2。铌矿和钽矿储量居世界第 1，石墨矿第 2，锡矿、铝矾土和蛭石居第 3，此外还有储量可观的镍矿、铀矿、黄金矿和石英矿等。巴西曾是历史上的贫油国家，饱受两次石油危机的影响，但最近在巴西近海盐下层发现的新油田，使巴西石油储量一举突破 500 亿桶，有望成为世界最主要石油出口国之一。

古木重焕青春

历史上巴西的经济发展并不是一帆风顺。自 1930 年实施工业化以来，巴西仅用不到 50 年时间就建立起了较为完备的工业体系，1951—1980 年年均经济增长率 6.8%，人均 GDP 在 1980 年达到 2,000 美元，创造经济奇迹的巴西当时已经进入世界前 8 经济大国之列。然而命运总是多舛，80 年代的高额外债给巴西背上了沉重的包袱，巴西奇迹嘎然而止，高通货膨胀率和失业率蚕食了巴西的经济成果，人均 GDP 在 1984 年陡然下降到 1,460 美元，巴西这棵苍穹古木已蛀虫斑斑。进入 90 年代，本该是稳定下来的巴西经济重展雄风之时，但新自由主义改革又跟巴西开了一个玩笑。两次金融危机的影响让古木旧伤复发，“巴西崛起”对巴西人来说似乎成了奢侈的名词。贫穷激奋起，老树当立志。进入新千年，修养生息后的巴西古木再次焕发青春，人均 GDP 从 2002 年的 2,860 美元激增至 2008 年的 8,600 美元，2009 年遭受全球金融危机后率先复苏，巴西第一次离世界舞台中心如此接近。

1. 巴西经济发展回顾

20 世纪 30 年代以前的巴西经济

葡萄牙殖民者进入巴西后，对巴西资源进行了掠夺和开发。在此后的 400 多年中，巴西经济紧紧与宗主国资本原始积累的需求联系在一起，并主要经历了所谓的巴西木周期、蔗糖周期、棉花周期、黄金周期和咖啡周期。大庄园制为主体的单一栽培农业经济占据了绝对主导地位。19 世纪末，巴西在食品消费、制鞋和纺织等领域开始出现近代工业的雏形。第一次世界大战期间，小型工业开始大量涌现，给巴西轻工业打下了基础，但其主要工业用品仍然严重依赖于进口。随后 1929 年第一次世界经济危机爆发，巴西的发展进程因此而发生改变。

20 世纪 30 年代至 60 年代初，进口替代战略下的工业化发展初级阶段

1929 年到 1933 年的世界经济危机给巴西脆弱的民族经济带来了灾难性的打击。当时，巴西出口的咖啡占全国出口总值的 71.5%，是巴西主要的经济来源。经济危机引起世界咖啡市场急剧萎缩，巴西剩余的咖啡几乎超过了世界年均消费量的一倍，危机一夜间打碎了持续一个世纪之久的“咖啡繁荣”，并引致了整个国民经济的大溃退。

在 1930 年“瓦加斯革命”后，新上任的巴西总统热图利奥·瓦加斯（Getúlio Vargas）随即签署了民族农商保护法令，将进口税提高到 20%，拉开了长达 30 年的进口替代工业发展序幕。瓦加斯在执政时期，筹建了巴西首个现代钢铁企业（沃尔塔—雷东达钢铁厂）、淡水河谷、全国石油公司等一系列具有战略意义的国营企业，大力发展民族工业。随后 1957 年上台的库比契克（Kubitschek）在延续前任战略的同时，开始利用外资促进巴西汽车、电力、钢铁和石油工业的快速发展，实现了工业发展的第一次大飞跃。这一阶段，巴西平均经济增长超过 5%，远高于其它主要拉美国家，到 1960 年工业占 GDP 比重首次超过农业，达到 30%。

20 世纪 60 年代末至 80 年代初，工业化加速发展

1964 年巴西军人发动政变，在此后的 20 年，巴西进入了军人治国时期。为使巴西跻身世界强国之列，政府开始集中国家收入，加速国家工业发展。这个时期进口替代被出口导向战略所取代，通过大力吸收外国资本，实行负债发展，巴西实现了经济和金融的国际化，并基本建成了从消费资料到生产资料的各种生产部门，形成较完整的工业体系。1968—1973 年，巴西国内生产总值以年均 11.2% 的速度增长，“经济奇迹”使巴西成为了世界第 8 经济大国。但 1973 年的石油危机浇灭了巴西的经济热情，经过短暂“冷却”政策后，巴西在 1974 年进入繁荣周期的尾期。

20 世纪 80 年代至 90 年代初，“失去的十年”——巴西进入“三高”时代

70 年代的外债纵欲给巴西带来的是十年的阵痛。1982 年巴西外债总额达到 701.97 亿美元，占当年国内生产总值的 28%，当期还本付息额超过出口收入的 90%，巴西当即宣布停止偿还外债。但随后的经济调整计划并没能使巴西摆脱债务危机的阴影，由于第二次石油危机和国际信贷利率的大幅度提高，巴西外部环境持续恶化，到 1989 年巴西累计外债上升到 1,120 亿美元。巴西先后于 1987 和 1989 年两次暂停偿还国际商业银行债务利息。政府被迫发行的大量货币和国债，导致通货膨胀率急剧上升（1989 年巴西通货膨胀率达到创纪录的 1,864%），生产下降，最低工资被蚕食了 80% 以上。巴西由此进入高外债、高通货膨胀率和高贫困率的“三高”时代。从“巴西崛起”到“永远的潜在大国”，对大多数巴西人来说就像做了一场梦，但经济十年断层的伤疤又提醒着人们这是如此的真实。

20 世纪 90 年代至 2002 年，痛苦的新自由主义改革

受 80 年代影响，政府将稳定宏观经济，抑制通货膨胀作为主要目标，开始进行新自由主义改革。通过国有企业私有化减少国家对经济的干预，不断放宽进口、减少外资限制、实现贸易和金融自由化。为了解决通货膨胀问题，巴西在 1994 年实行了以新货币雷亚尔命名的经济稳定计划，结束了巴西近 30 年的高通涨历史（通货膨胀率从 1993 年峰值 2,489% 下降到 1998 年的 1.65%），但激进的自由主义改革正是造成巴西 1999 年金融危机的内在根源。随后巴西在 1999 年和 2002 年两次陷入金融危机的泥潭。

巴西历史上的两次金融危机

一国历史上，不到 4 年时间连续发生两次金融危机，这在世界范围内是非常少见的。1999 年和 2002 年的金融危机给巴西经济带来了惨痛的教训，汇率大幅贬值、股市震荡、通货膨胀率和失业率不断上升令巴西经济一度陷入衰退。

- ▶ 1995 年雷亚尔计划的缔造者卡多佐上台。不断升高的利率吸引着大量投机资本进入巴西，与此同时巴西的贸易条件却在不断恶化（1999 年巴西经常项目赤字相当于 GDP 的 4%）。1997 年亚洲金融风暴爆发并开始波及拉美，卡多佐被迫多次提高利率（1998 年利率达到了惊人的 49.5%），但仍不能阻止 300 多亿美元资金的撤离。1999 年 1 月 7 日，巴西第三大州州长、前总统伊塔马尔·佛朗哥突然宣布该州拖延偿还 154 亿美元联邦政府债务。这成为巴西金融危机的导火线，此后大量资金加速外逃。1 月 18 日巴西政府不得不宣布放弃实施多年的固定汇率制度，改为自由浮动政策，雷亚尔汇率迅速下跌，至 1 月 29 日已贬值近 45%（图表 2 右）。

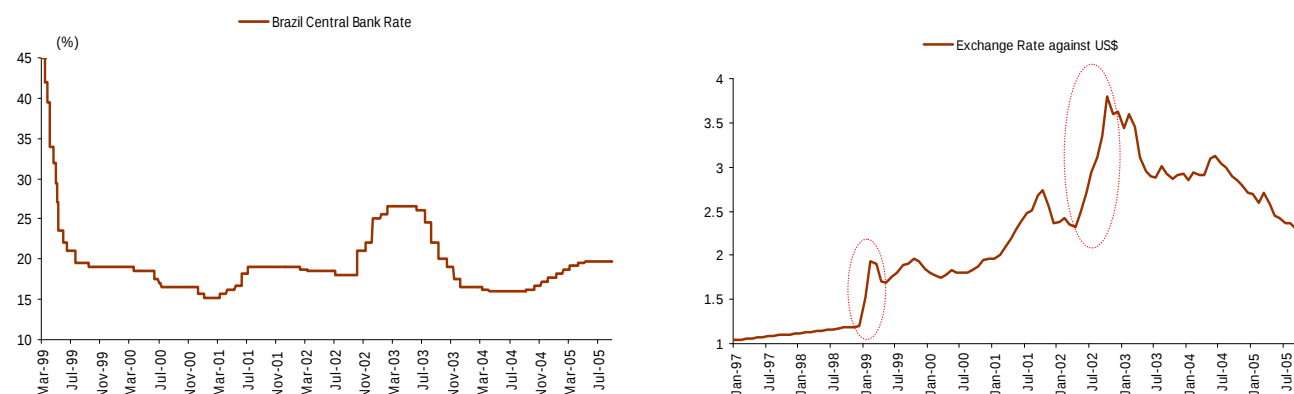
刚刚摆脱 1999 年金融动荡对经济发展的不利影响不久，巴西在 2002 年又再一次陷入了另一场金融危机中。2001 年邻国阿根廷率先发生金融危机，巴西出口受创。2002 年曾提出极“左”观点的巴西总统卢拉在选举民调中大幅领先，引发外商对巴西实施外资企业国有化的担心，资金大幅从巴西撤离；2002 年 6 月巴西金融危机爆发，雷亚尔仅 7 月 29 日一天就贬值 5.8%，成为世界上第二大市场风险国。2002 年 1-10 月，雷亚尔汇率累计跌幅超过 72%（图表 2 右），并引发股市动荡、通货膨胀率升高等一系列连锁反应，巴西经济再次陷入衰退。

图表 1：巴西历史两次金融危机

	1999 年金融危机	2002 年金融危机
主要原因	1、高利率政策抑制了消费和企业贷款，加重了政府财政负担（利率每提高一个百分点，政府每年用于支付内债的利息就会增加约 25 亿美元）； 2、高汇率致使雷亚尔币值被高估 25% 左右，严重限制了出口； 3、高外债，高币值以及高度的金融自由化，让国际对冲基金的攻击成为可能； 4、国内政治派别斗争也是造成危机的一个重要原因	1、“911 事件”使巴西航空工业受到影响，给巴西旅游、运输业带来冲击；邻国阿根廷经济危机再次打击巴西旅游业，使其出口受创； 2、“左”倾主义卢拉上台，引发国际金融界对巴西实行激进国有化的担心； 3、高达 2,900 亿美元外债中有近 260 亿将在年底到期，巨额债务时刻威胁着巴西
解决办法	提高优惠利率和金融交易税，改革金融市场，限制资金外逃；以牺牲经济独立性为代价，向 IMF、美国等大举借贷；放弃实施多年的固定汇率制度，改为浮动汇率制度，雷亚尔贬值幅度前后超过 85%	改善低收入群体生活、增加就业，许诺与国际金融机构保持良好关系；向 IMF、世界银行和美洲开发银行借贷，增加外汇以平息汇率市场
深层原因	激进的自由主义改革，形成对外资流入过分依赖的局面；实施的金融自由化也因未事先建立相应调节和监管机制，使国家金融风险抵抗能力大幅降低；市场化改革忽视了国内企业发展和民族经济的提升，贫富差距拉大、失业率升高等社会问题日益突出	

资料来源：中金公司研究部

图表 2：巴西基准利率（左）和巴西雷亚尔汇率（右）



资料来源：CEIC，中金公司研究部

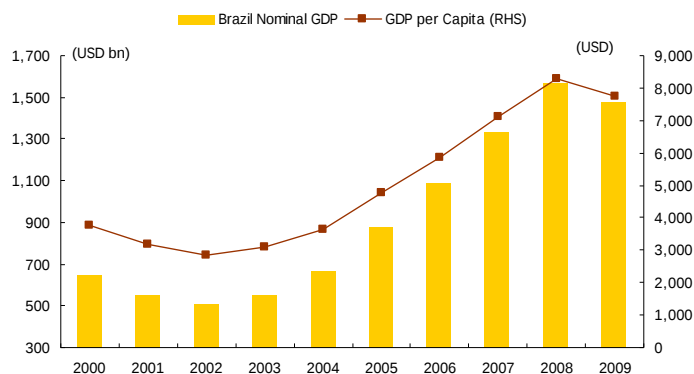
II. 巴西经济概况

巴西 GDP 及结构

2003 年，劳工党领袖卢拉执政后，金融形势趋于稳定，外资流入加大，生产恢复增长，就业岗位增加，经济实现强劲复苏。巴西名义 GDP 从 2000 年的 7,000 亿美元增长至 2009 年的约 1.5 万亿美元（约 3.2 万亿雷亚尔），年复合增长率达到 9.6%，人均名义 GDP 从 2000 年的 3,800 美元增至 2009 年的 7,700 美元，年复合增长率达到 8.2%（图表 3）。

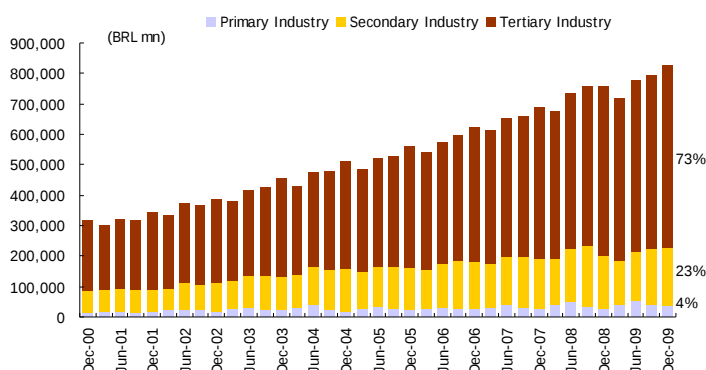
从三大产业占 GDP 比重来看（图表 4），第三产业服务业占比达 73%，农业和工业分别占比 4% 和 23%，与一般发展中国家以及金砖四国其他国家主要以工农业为主不同，可以说巴西拥有拉美最完善的产业体系，经济结构非常接近发达国家，服务业对巴西经济发展举足轻重，整个服务业不仅产值占经济比重最大，而且就业人数接近 60%。

图表 3: 巴西名义 GDP



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 4: 巴西名义 GDP 中三大产业比重



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

巴西经济金融危机后率先复苏

巴西 2009 年经济增长主要是靠国外和国内“两个市场”的需求拉动。近年来，全球经济增长，尤其是新兴国家的经济发展较快，促进了全球贸易的流通和增长，拉动了国际原材料需求。巴西经济依靠丰富的农业和矿产资源如铁矿砂、大豆、蔗糖、咖啡、橙汁、钢材和纸浆等出口支撑其经济发展，因而受国际大宗商品价格波动的影响较大。卢拉政府执政后，加大了社会领域的投资，尤其是通过一系列政策性的扶持，许多低收入家庭的经济状况改善；就业水平的提高，也促进了国内市场的消费，目前个人消费占 GDP 比重约 60%。

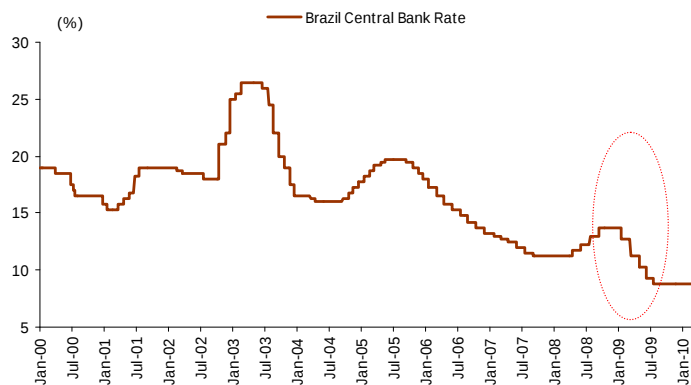
2008 年金融危机爆发以来，由于国际大宗商品价格泡沫的破灭以及需求的疲软，巴西经济遭受了重大打击。2008 年四季度 GDP 增速从第三季度的同比增长 7.1% 降至 0.8%，进而在 2009 年一季度出现 2.1% 的衰退，个人消费、投资以及出口增速都大幅下滑（图表 5）。和全球政府一样，巴西政府亦采取了一系列扩张性的财政政策和大规模的经济救助行动，先后 5 次降息，将基准利率从 13.75% 降至 8.75% 的历史最低水平（图表 6）；并出台了总额为 580 亿美元的一揽子经济刺激计划，向农业和其他生产行业提供优惠信贷，同时针对具体工业领域采取了税收减免措施，如延长汽车业享有的税收减免政策，对建筑材料等行业实行减税等。随着国际金融危机的缓解，大宗商品价格触底反弹，新兴市场对原材料需求明显回升，巴西作为初级产品出口大国从中受益匪浅，经济也开始复苏，巴西四季度 GDP 成功走出衰退达到 4.3% 的同比增速，2009 年全年增速达到 0.2%，2010 年将达到 4.6%，恢复至金融危机前的水平。

图表 5：巴西 GDP 实际增速和消费、投资、出口实际增速



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 6：巴西基准利率



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

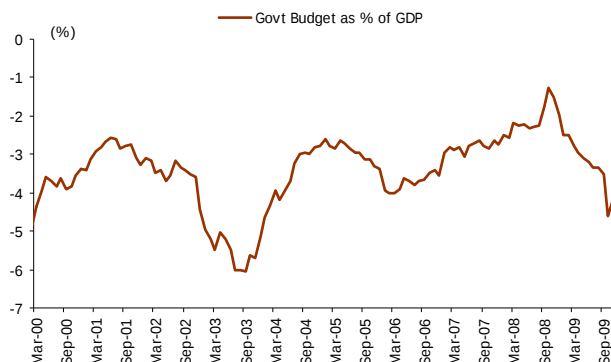
巴西财政状况、国际收支等

巴西财政赤字在过去 5 年基本保持在占 GDP 比重的 2-4%（图表 7），金融危机期间扩张性的财政政策和经济救助活动在一定程度上增加了政府赤字。但随着巴西经济的复苏，财政赤字有望缩小。

1999 年巴西金融危机之后，巴西一直通过高利率吸引外国资本投资以及保持贸易顺差（图表 8 左）以增加外汇储备，目前巴西外汇储备达到 2,360 亿美元。2009 年 3 月以来，随着全球经济的先后复苏，外资开始持续流入巴西国内，一方面是因为投资者风险偏好的上升，在全球流动性泛滥的大背景下投资有潜力的新兴国家以及大宗商品；另一方面巴西与美元或日元的高利差导致的外汇息差交易促使投资者将美元或日元兑换成巴西雷亚尔赚取息差。外国资本的流入（资本账户余额不断增加，见图表 8 右），使得巴西国内资产价格迅速回升、巴西雷亚尔汇率大幅升值以及外

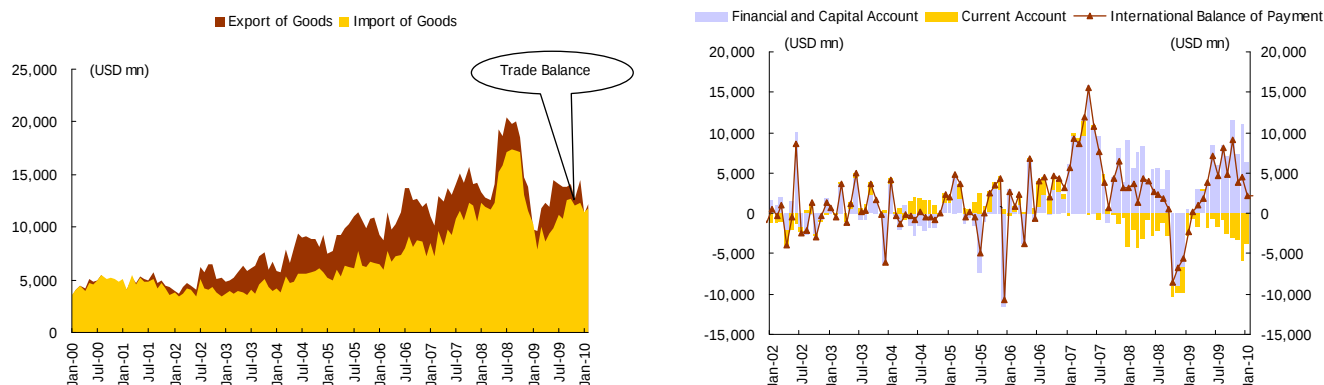
汇储备的增加。2009 年巴西雷亚尔累计升值达 33%，是国际主要货币中升值幅度最大的货币，巴西外汇储备 2009 年也增加了约 260 亿美元（图表 9）。为了减缓雷亚尔的升值压力和打击热钱流入带来的投机意愿，巴西央行采取了一些措施抑制雷亚尔升值，比如巴西财政部于 2009 年 10 月底宣布对外资收取 2% 金融活动税，11 月再次宣布对巴西企业发行的美国预托证券（ADR）征收 1.5% 金融税。

图表 7：巴西财政赤字占 GDP 比重



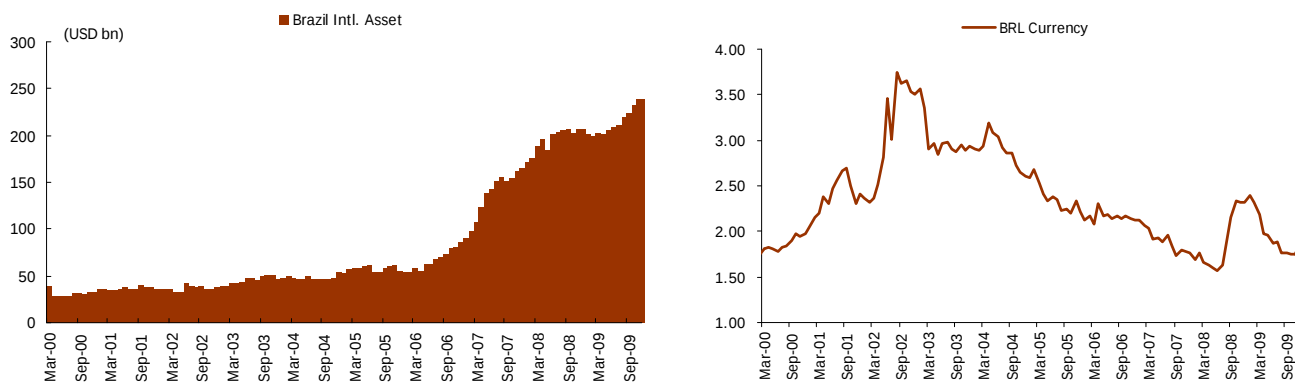
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 8：巴西商品贸易顺差（左）和国际收支账户（右）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

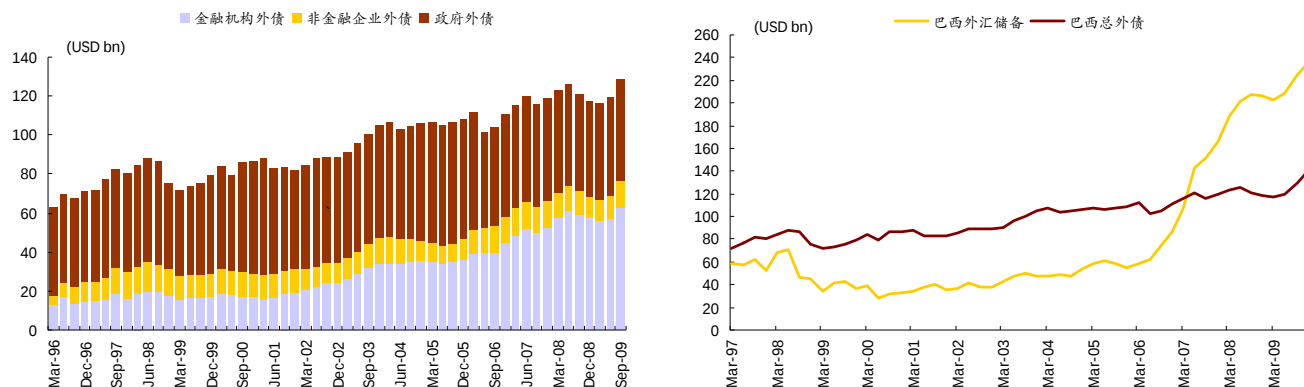
图表 9：巴西外汇储备（左）和巴西雷亚尔汇率（右）



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

目前巴西共有外债约 1400 亿美元，主要为金融机构和政府外债，分别为 725 亿和 526 亿美元（图表 10），其中短期外债仅 75 亿美元。外债占 GDP 比重仅 9.5%，低于一般发达国家。与 1999 年巴西发生债务危机时不同，目前巴西的外汇储备达到其外债总额的约 170%，而 1999 年仅为 50% 左右。巴西雄厚的外汇储备保证了巴西对外的清偿能力，也能有效缓冲国际资本进出对巴西经济的冲击。

图表 10：巴西总外债分类（左）和巴西总外债及外汇储备关系（右）



资料来源：BIS, Bloomberg, 中金公司研究部

繁荣的巴西工业

巴西自 1930 年开始实行工业化，经过近 80 年的发展，巴西已成为拉美地区工业发展水平最高、门类最全、最具有竞争力的国家。

- 矿业：巴西是世界上矿产资源最丰富的国家之一，巴西铁矿石产量和出口常居世界第 2，在国际铁矿石市场占有重要地位。巴西矿业集中度高，90% 以上的市场份额集中在 7 家全国大型矿业集团手中，其中淡水河谷公司是巴西最大的矿业公司，年开采量和营业额占行业的 1/3 以上。采矿是巴西政府近期优先发展的部门，对地质勘探的投资、国内投资环境的改善等都促使巴西成为世界上最具吸引力的矿业投资对象之一。
- 钢铁业：工业化伊始，政府就把发展钢铁业作为产业发展的优先目标。20 世纪 90 年代私有化改革，引入了先进生产管理技术；政府对本国钢铁业进行扶持，不断提高钢铁企业的产能，是巴西钢铁企业具有较强全球竞争力的另一个重要原因；另外巴西钢铁业拥有丰富、高品质的上游资源，使得巴西具有其它国家不可比拟的低成本优势。
- 石油及生物能源：巴西石油工业始于 1953 年建立的国有巴西石油公司。经过 50 多年的发展，巴西石油工业已经颇具规模，其深水石油勘探和生产技术已位居世界前列。在巴西国内探明石油储量继续保持增长的同时，巴西石油公司还在全球 27 个国家开展石油开采勘探业务。近年来，随着巴西几个特大型海上油田的发现，巴西将逐步成为世界最重要的石油出口国之一。另外除天然石油资源外，巴西生物燃料规模也居世界前列，是世界最大生物燃料乙醇的生产和出口国。
- 汽车业：巴西汽车工业的建立和发展始于 20 世纪 50 年代库比契克时期，是典型的开放型产业发展模式。巴西汽车业基本上由外资控制（主要是德美两国），零配件生产则由本国私人资本经营。巴西现共有 23 个汽车集团，年生产能力超过 300 万辆。在巴西，酒精燃料的汽车销量占很大比重。
- 轻工业：服装纺织是巴西的传统工业，为巴西提供了大量的就业岗位，但由于缺乏较强的国际竞争力，产品主要着眼国内市场，出口所占比重很小；纸浆造纸则是另一个较重要行业。巴西 4 大纸浆企业和 5 大造纸企业均集中了全国一半以上的产量，集中度很高。企业经营范围覆盖从原料供应到产品营销的全过程。2008 年巴西国内纸浆和纸张产量分别达到 1,285 和 920 万吨，成为世界第 4 大纸浆生产国。

巴西双城记与自贸区

圣保罗：是巴西最大的城市，同时也是南半球最大的城市。大圣保罗区（包括 39 个郊区市）占地 8,000 平方千米，人口 1,900 万，平均每 10 个巴西人就有 1 个住在这里。这里是巴西工业和经济的原动力，2008 创造了国内生产总值的 12% 以上，拥有拉美最多的现代化建筑，被誉为未来之都；但早晚两次的交通高峰，650 万辆车有时能排成长达 250 公里的队伍，因此又被称作“动不起来的都市”。

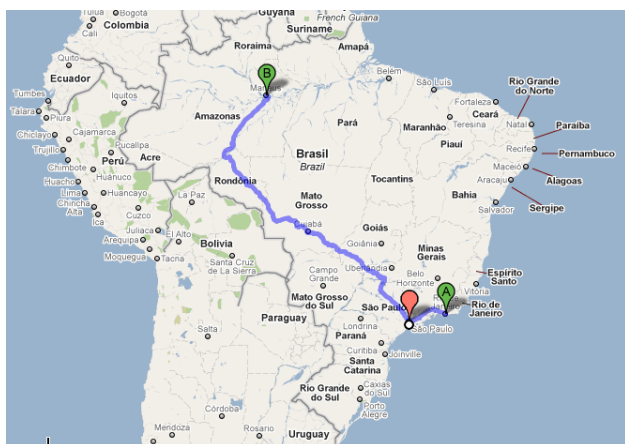
圣保罗拥有着世界最为迅速的直升飞机服务，全城 500 余架直升机为高管们提供出租服务。“出租机”驾驶员们每天会从圣保罗中心城区与周围市区的圣保罗工业园区往返数次。圣保罗工业园区集中了巴西机械、钢铁、食品、纺织、汽车、飞机和石化等工业部门大多数的重要企业，是南美最大的工业园区，产值占州产值一半以上。全城有 6.5 万条街道，10 条主要高速公路、5 条地铁线组成了巨大的城市交通网，5,000 多家国内外银行机构、750 家大型超市、800 多个集市位于其中，是巴西最大的金融和消费中心。

里约热内卢：里约热内卢距圣保罗 440 公里，约有 5 小时车程，人口 900 万，是巴西第二大和南美第三大城市。它在 20 世纪 60 年代前曾是巴西首都，随着巴西迁都巴西利亚，城市虽然在政治经济上的功能有所弱化，但仍是巴西最重要的文化及第二大工业和金融服务中心。石油冶炼、建筑、钢铁和汽车是城市的主要工业。里约热内卢州集中了巴西近 70% 的石油储备，石油和天然气产量分别占全国的 84% 和 42%。旅游、通信和金融服务也是里约热内卢的重要支柱，每年到访巴西的游客，近一半会到里约游览。

曼盖拉是里约热内卢最为著名且历史悠久的桑巴舞学校的所在。举世闻名的桑巴旋律据说就是从这里创作而出。每到二月，里约热内卢就会举行一年一度的狂欢节。这个世界最大的狂欢节吸引着大批外国游客，每年约有 70 万游客选中这个季节前来旅游，为里约热内卢市带来逾 5 亿美元的财政收入。期间 200 多个桑巴舞方阵在街头载歌载舞，给世人呈现一次桑巴盛宴。2016 年奥运会将在这个世界最美丽的城市举行，这是奥运会首次走进南美，预计建筑、房地产、服务、能源、传媒信息和交通等诸多行业都会从中收益。

玛瑙斯：圣保罗和里约热内卢就像巴西的“两极”，以它们为半径的 400 公里城市圈创造了超过全国一半的工业产值和近 1/3 的 GDP，是巴西经济文化的发源地。而远在 3,900 公里以外的玛瑙斯则是以另一种方式出名。这里是拉丁美洲最大和发展程度最高的境内自由贸易区。为了发展亚马孙地区，巴西政府早在 1957 年就颁布法令建立玛瑙斯自由贸易区，在 1 万平方公里的土地上建立起了一个工业园区、一个免税商业区和一个农牧业区。如今这里已经吸引了 500 多家工业企业，9,000 多家商业企业在这里落户，带动了巴西边远地区的经济发展。其中电器电子工业贡献了当地约 55% 的工业收入。

图表 11：巴西主要城市取景



圣保罗（左上）



里约热内卢（右上）



玛瑙斯（左下）



里约热内卢狂欢节（右下）

资料来源：Google 地图，途牛旅游网，中金公司研究部

III. 巴西证券市场回顾

巴西证券市场历史发展

巴西最早的证券交易所是里约热内卢证券交易所和圣保罗证券交易所，分别成立于1845年和1890年。到20世纪80年代，几乎各州都有证券交易所，主要的证券交易所所有：巴西商品及期货交易所、巴伊亚—塞尔希培—阿拉戈斯证券交易所、米纳斯—埃斯皮里图—巴西利亚证券交易所、南里奥格兰德证券交易所、里约热内卢证券交易所、巴拉那证券交易所、桑托斯证券交易所、伯南布哥—帕拉伊巴证券交易所、圣保罗证券交易所和场外交易市场。

1964年，巴西成立国家货币委员会，它是巴西金融体系中最高的管理机构，巴西证券市场的最高监管者。

1967年2月，巴西政府创立财政基金（第157号基金），特许该基金投资证券市场。此举极大地促进了机构投资者的发展，两年中新的证券的发行量和交易量增长60倍。

1976年巴西通过《证券法案》，设立证券委员会（CVM），负责监督管理证券市场及其参与者，其发布的“指令”对证券市场来说与货币委员会的“决定”具有同等法律效力。

1986年，巴西政府批准建立“外资投资基金”和“证券组合投资基金”，自此，外资大规模进入巴西证券市场。

2008年，圣保罗证券交易所控股公司（Bovespa Holding）和巴西期货交易所（BM&F）宣布提议把双方的业务合并，合并之后将创立世界第三大交易所以及南美最大的交易所，称为新巴西交易所（Nova Bolsa），业务合并后可为投资者提供更全面的投资项目。

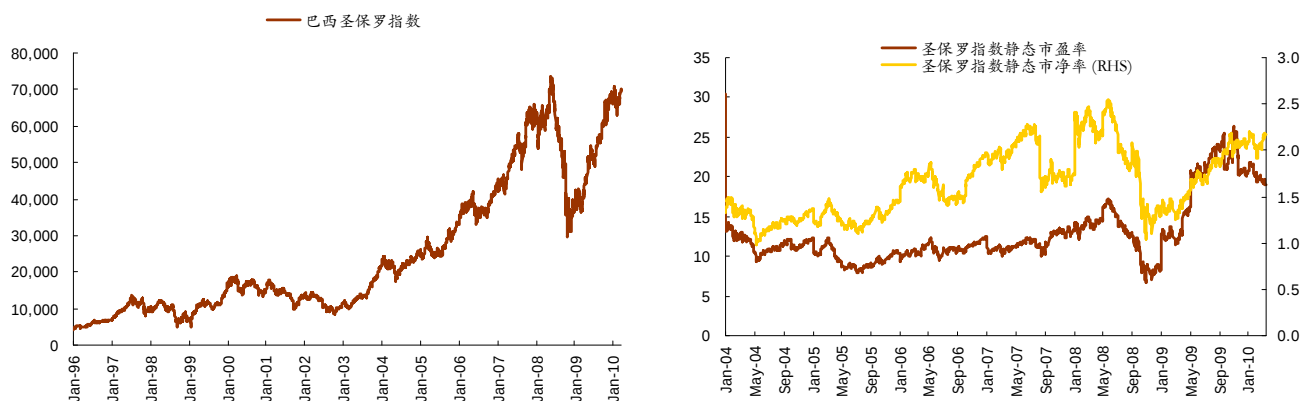
巴西股票市场概况

作为巴西最主要的交易所，圣保罗交易所（新巴西交易所）集中了所有的蓝筹股，包括巴西石油、巴西淡水河谷、巴西航空、巴西电信、巴西银行等。巴西的货币雷亚尔是可自由兑换货币，所以投资者进出巴西金融市场没有货币管制上的障碍，因此巴西证券市场国际化程度很高，海外投资者的交易额比例在新兴国家中最高，达到了总交易额的33%。

巴西圣保罗指数是圣保罗交易所最重要的股票指数，包括了在此交易所上市的市值最大的63只股票，2001年经济衰退结束后，巴西经济一直稳定增长，GDP从2002-2008平均增速达到3.6%，圣保罗指数从02年底的9000点左右，08年5月的73000点，增长超过700%，但金融危机的沉重打击下，急剧跌至10月底的29000点，跌幅高达60%，今年以来随着全球以及国内经济的企稳复苏，圣保罗指数有从低点反弹138%超过69000点，距离历史高点仅4%，成为世界各国股市中除墨西哥之后离金融危机前高点最接近的股市。从估值角度看，目前巴西圣保罗指数的静态市盈率和市净率分别达到19.0倍和2.2倍，由于08年下半年和09年企业盈利的恶化，使得目前的静态市盈率超过08年5月73000点的市盈率17倍（图表12）。

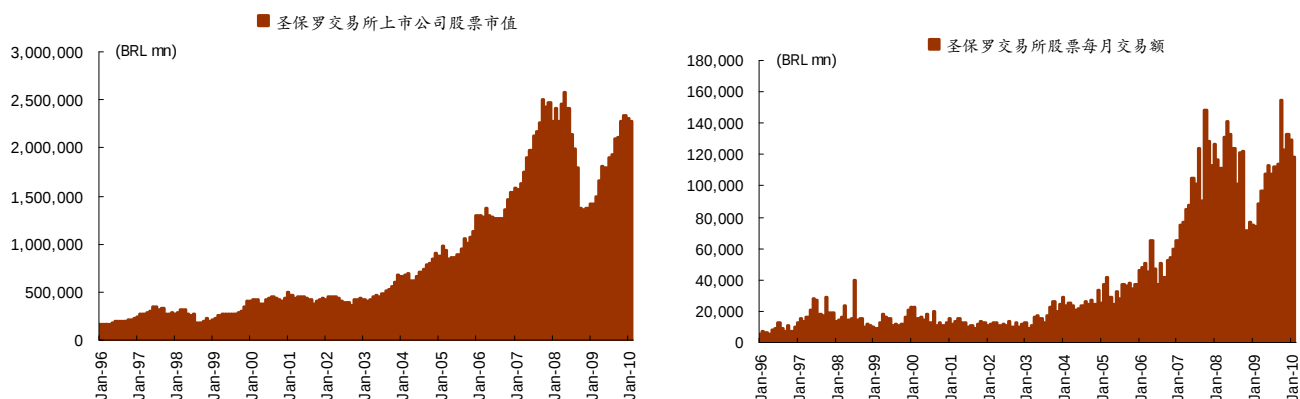
- ▶ 市值：目前圣保罗交易所股票市值达到2.3万亿巴西雷亚尔，合1.3万亿美元（图表13左）。
- ▶ 月交易额：2010年2月圣保罗交易所月交易额达到1,181亿巴西雷亚尔，2009年全年平均月交易额月990亿巴西雷亚尔，日均交易额约45亿巴西雷亚尔，合25亿美元（图表13右）。
- ▶ 融资：圣保罗交易所在2006年前，每年新增融资额均不超过1,000亿巴西雷亚尔，1996年曾融资914亿巴西雷亚尔，但2003年只有2家公司上市，募集资金仅为2.3亿巴西雷亚尔。2006至2008年，每年募集资金分别达142亿、331亿以及321亿巴西雷亚尔，上市公司在2007年亦达到创纪录的59家。2009年，共有15家公司首次公开发行股票，共募集159亿巴西雷亚尔（图表14）。
- ▶ 投资者结构：根据交易所月交易额占比看投资者的参与程度，交易额的33%来自海外投资者，31%来自国内的个人投资者，25%来自证券投资基金，其余的交易额主要为金融机构、企业、社保基金等（图表19）。
- ▶ 板块分布结构：目前圣保罗交易所共有上市公司386家，主要分布金融、消费、交通建筑以及基础材料等行业，按市值比重看，金融占比最大，为28.8%，其次是基础材料和能源板块，分别占比18.9%和18.2%（图表20）。

图表 12: 巴西圣保罗指数及其估值



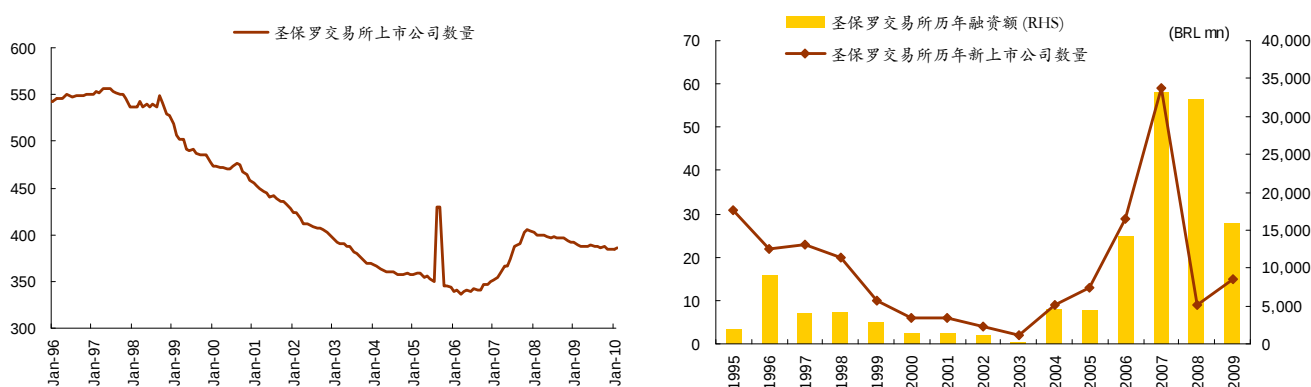
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 13: 圣保罗证券交易所股票市值 (左) 和股票每月交易额 (右)



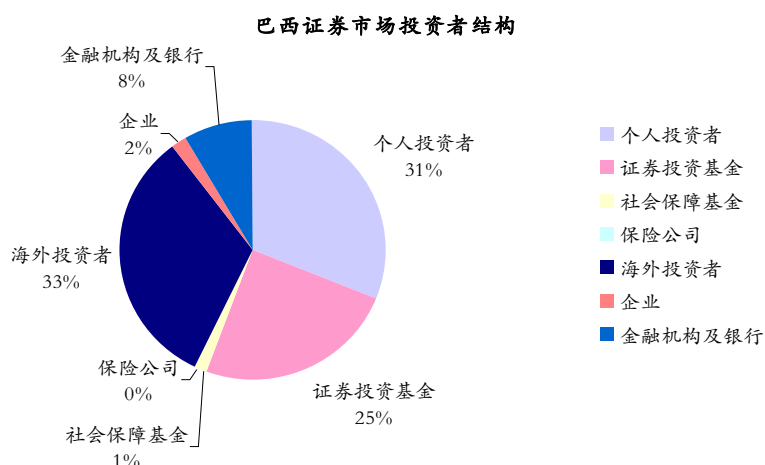
资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 14: 圣保罗交易所上市公司数量 (左) 和历年融资情况 (右)



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 15：巴西证券市场按交易额划分的投资者结构



资料来源：圣保罗股票交易所，中金公司研究部

图表 16：圣保罗指数分板块统计

板块	公司数量	市值 (BRL mn)	市值比例 (%)
能源	4	381,217	18.2
基础材料	51	395,780	18.9
资本品服务	37	32,603	1.6
交通及建筑	56	85,529	4.1
必需消费	41	212,339	10.1
可选消费	63	59,990	2.9
信息技术	7	7,642	0.4
电信科技	16	125,285	6.0
公用事业	42	190,531	9.1
金融	69	602,440	28.8
	386	2,093,356	100.0

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

巴西行业简介

1. 巴西农业

伯南布哥州 (Pernambuco) 位于巴西东北部, 在不到 10 万平方公里的狭长土地上星罗密布着大小湖泊。充足的阳光、肥沃的土地、温暖而干燥的大西洋热带气候、使这里成为农作物生长的天然温室。其它地方需要半年才能收获的葡萄, 在这里只需要 120 天即可收获, 一年里可以收获两季; 玫瑰、黄菖蒲、菊花等花卉植物生长繁荣, 距累西腓 (Recife) 83 千米之遥的格拉瓦塔城 (Gravatá) 是继圣保罗之后的全国第二大花卉种植中心。这只是巴西这个农业大国的一角, 在其它地方, 这样的农产品天堂比比皆是。

农业简介

大自然的慷慨馈赠使得巴西成为世界上主要农业生产和出口大国。咖啡生产统治全球市场达一个多世纪, 是世界上最大的糖、橙汁和商业肉类出口国以及主要的大豆、油籽、可可、烟草生产国。巴西还有着丰富的林业资源, 林产品出口占拉丁美洲 55% 以上; 同时还是世界重要的热带水果产地, 水果产量居世界第 3。

图表 17: 2007 年巴西主要农产品生产及进出口概况

	收获面积(百万公顷)			产量(百万吨)			进口(百万美元)			出口(百万美元)		
	面积	全球占比	世界排名	产量	全球占比	世界排名	价值	全球占比	世界排名	价值	全球占比	世界排名
谷物	20	2.8%	5	69	3.0%	6	2,007	2.4%	11	2,044	2.6%	11
油料作物	23	9.0%	4	12	7.8%	6	462	0.7%	/	1,878	2.9%	9
豆类	4	5.3%	4	3	5.7%	4	74	1.3%	/	21	/	/
糖类	7	25.3%	1	550	29.9%	1	138	/	/	5,101	27.5%	1
咖啡	/	/	/	2,249	28.9%	1	2	/	/	3,405	19.3%	1
可可豆	/	/	/	202	4.8%	5	153	3.0%	11	2	/	/
水果	/	/	/	39	7.1%	3	214	0.4%	/	502	1.1%	/
橡胶	/	/	/	113	1.1%	11	/	/	/	/	/	/
鸡肉	/	/	/	9	11.9%	2	/	/	/	/	/	/
牛肉	/	/	/	7	/	2	/	/	/	/	/	/
肉类	/	/	/	/	/	/	116	0.2%	/	9,196	12.4%	1

资料来源: FAO, 中金公司研究部

自工业化以来, 由于巴西政府的“以农养工”政策, 农产品价格长期被人为压低, 出口数量也受到限制, 农业发展缓慢; 20 世纪 90 年代以后, 政府开始改革农业补贴政策, 通过降低生产投入品进口关税, 取消出口限制等手段改善农业生产和贸易环境。根据世界银行的统计, 1997-07 年巴西农业年均增长 4.2%, 明显高于工业的 2.3% 和服务业的 3.7%。农业出口是巴西创汇的主要来源之一, 2007 年巴西农业贸易净收入 369.8 亿美元, 而当年贸易总盈余仅为 341 亿美元。

农业发展特点

- ▶ 农产品以出口为主, 小麦等粮食作物还需依赖进口。巴西出口农业主要包括咖啡、大豆、甘蔗、柑橘等, 大豆自 20 世纪 60 年代从美国引进后, 已成为巴西发展最快的农作物, 年生产额仅次于美国, 成为创汇最多的产品之一; 小麦、木薯、杂豆、玉米等农产品主要面向国内市场; 由于气候、成本等原因, 巴西并不适合小麦生产, 约 700 万吨需要依靠进口, 占国内需求的 60%。
- ▶ 土地高度集中, 地区发展极不平衡。巴西殖民地时期遗留的大庄园制经济一直延续至今, 30% 的农户仅占有 1.8% 的土地, 而占农户总数 0.8% 的大庄园主却拥有全部土地的 30%。高度集中的土地占有成为巴西现代农业发展的桎梏, 一方是近 2,000 万的“无地农民”, 另一方是大量土地闲置; 同时农业地区发展也极不均衡, 在经济发达的东南部地区, 有着大量资本投入, 运用现代科技及管理手段, 而广大的东北及中西部地区则因缺乏投入, 发展落后。

- 鼓励加工工业发展。巴西农业贸易以初级产品出口为主，近年来由于初级产品利润不断降低，生产者开始转向农产品深加工，试图借此提高产品附加价值。各州也纷纷给予加工企业优惠政策，形成了国内面粉加工、油料加工和饲料加工为主的食品加工业；不过许多地区缺乏农业配套基础设施，造成农产品损耗较大；除此之外由于本国生产者缺少相关加工技术，大部分增值利益被转移至发达国家。

农业生产环境

巴西主要科研及推广机构是隶属国家农业部的巴西农牧业研究公司和巴西农牧业技术推广公司。在成立的 30 多年来，巴西农牧研究公司承担了全国主要农业科研任务，向社会推出过万项科研成果，促进科技在农业产值中的占比，带来了巨大经济及社会效应。

基础设施薄弱一直是巴西农业发展的主要瓶颈。巴西 60% 的农产品依靠公路运输，其中 80% 公路条件较差，仅 10% 铺设了农村公路；由于缺乏相应投资，巴西铁路、水路运输起步较晚，同样距离的运输费用是美国的 4 倍。农业生产也时常受到能源供应等因素影响。不过政府近年来开始加大仓储设施、公路、铁路、水利灌溉等项目建设力度，通过搭建国家地区四级网络，筹建农业信息中心，加快农业信息化步伐，同时吸引私人企业参与其中。

政府通过价格、信贷、税收、保险等系列政策支持农业生产。产品售出计划，能对产地与消费地之间的运费进行补贴，鼓励了内陆地区的农业发展；期权合约补贴则提供市价与期权协定价格差额，稳定农户基本收入；土地银行的建立，给予农户及企业以信贷支持，保证农业发展所需资金；生产用品进口关税的降低，部分税费的减免，减轻了农业生产负担；政府还为外资进入农业领域提供便利，私有及外资化程度的增加带来了发展所需的资金和技术。

投资机会

- **农业资源得天独厚，发展潜力巨大：**巴西大部分地区地势平坦，海拔 206 米以下面积占全国总面积 1/3 以上，70% 的土地适合作物耕作。由于热量、雨水充足、土地肥沃，大部分土地可以一年多熟，产量十分可观。巴西目前处于农业生产的快速扩张通道，1995—2006 年间，农作物种植面积以年均 5.19% 的速度递增，从 4,179 万公顷扩大到现在的 7,669 万公顷，主要作物产量增长了 50%，但耕种土地仍只占到可用良田面积的 19%，巴西农业增长潜力可谓巨大。在全球耕地面积减少，粮食日益紧缺的今天，巴西农业无疑将发挥举足轻重的作用。
- **生物燃料商业前景广阔：**巴西是世界上唯一实现乙醇生产成本低于汽油的国家，乙醇不但供国内消费，每年还有约 20% 用于出口，随着未来石油价格不断走高和倡导清洁能源使用，乙醇燃料的需求将进一步增加。巴西因此规划，在未来 3 年新建 89 家乙醇燃料生产厂，加快专用管道建设，提高乙醇运输能力，以满足未来需要。同时政府对市场销售柴油必须添加 2%—5% 生物柴油的强制规定也刺激了生物柴油的生产。生物燃料商业化将间接促进甘蔗、大豆等农业原料的发展。
- **发展现代农业将促进相关农用技术、农机具等投资需求：**近年来政府为加快现代农业发展步伐，通过信贷支持、生产补贴等手段不断增加农业投入，改善农村基础设施，提高农业信息化和机械化水平；在《2008/09 年度-2018/19 年度农业发展规划》中政府明确目标，计划通过技术进步增加 25% 的农业和牲畜生产。巴西现代农业发展将促使精密仪器、农用机械、生物科技、遥感、作物收割和处理技术等方面出现较多机会。另一方面由于农产品价格行情看涨，也刺激了生产者投资信心，增加对农用机械的购买需求和农用技术的使用。

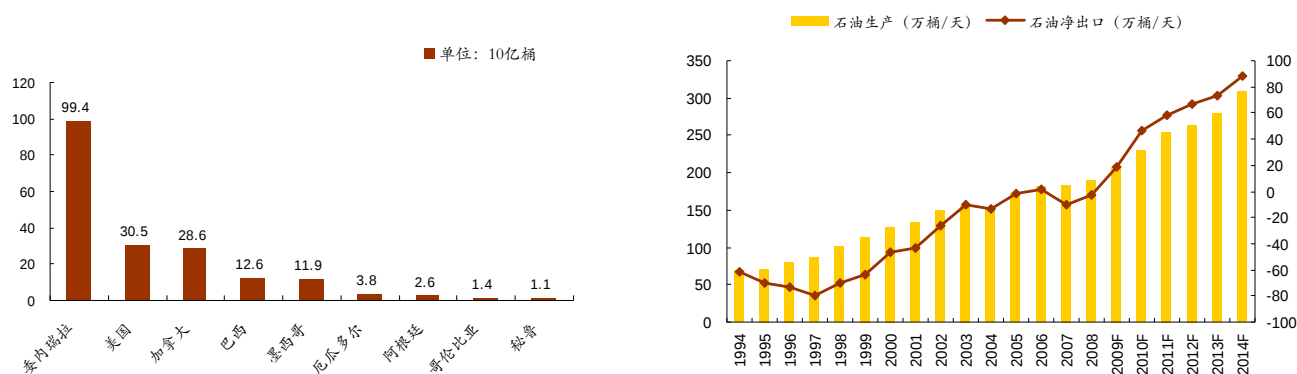
11. 巴西石油产业

巴西有着丰富的石油储量，是南美第二大石油资源国，它的深水勘探和生产技术位居世界前列，拥有全球最大的生物燃料生产规模和美洲第二大乙烯生产能力。2007 年在巴西近海盐下层区域一系列油气田的发现，成为巴西石油发展的里程碑。

巴西石油简介

截至 2009 年，巴西拥有探明石油储量 126 亿桶，仅次于委内瑞拉，为南美第二大石油资源国。据 Oil and Gas Journal (OGJ) 预测，到 2020 年由于盐下层区块石油储量的陆续探明，巴西石油储量将有望达到 220 亿桶。目前，巴西已探明的油气资源绝大部分位于东南部海上的坎普斯 (Campos) 和桑托斯 (Santos) 盆地，约占全国总储量的 88%。

图表 18: 2008 年美洲主要国家石油储量 (左) 和巴西石油生产及净出口数量 (右)



资料来源: BP, Bloomberg, 中金公司研究部

2008 年，巴西石油产量 190 万桶/日，比 2007 年增加 3.6%。BMI 预计巴西 2009 年和 2010 年石油产量将分别达到 208 万桶/天和 230 万桶/天，由于产量的快速增加，巴西在 2009 年有望成为石油净出口国。桑托斯 (Santos) 盆地盐下层油气田和埃斯比托·桑托 (Espírito Santo) 盆地最近发现的大量轻油和气体的开发，将推动巴西油气产量的长期增长。

巴西石油工业

石油勘探和生产: 在 1997 年以前，Petrobras 作为国家石油公司，完全垄断了巴西石油的勘探开发。1997 年 8 月，根据新石油法成立的国家石油署 (ANP)，全权负责规范、授权和控制与巴西石油工业有关的经济活动，开始向私人 and 外资开放石油领域，开启石油体制改革序幕。外资和私人资本的参与，极大促进了巴西石油的勘探与生产，石油探明储量和产量由此得到迅速增加。在过去不到十年时间里，巴西石油探明储量增加了 51 亿桶，增长幅度超过过去 40 年之和，产量也由 1997 年的 4,300 万吨增长至 2008 年的 9,390 万吨，增幅达 118%。作为石油资源的管理者，巴西国家石油署已经开展了 10 轮国际石油招标活动。根据巴西国家石油署官方网站公布的数据，巴西已交付勘探开发区块 765 个，其中陆上区块 275 个、近海油田区块 301 个，约 67 家公司在巴西从事石油勘探开发和生产工作。

炼油及石化加工: 巴西是拉美地区第一大炼油国，2008 年日均炼油 194 万桶，炼油能力位居世界第十二位。巴西拥有巴西石油公司、巴西石油化工 (Braskem) 公司、苏扎努 (Suzano) 石化控股公司和乌尼帕 (Unipar) 石化控股公司 4 家经营石化工业的公司，生产主要集中在巴依亚州、里约热内卢州、圣保罗州和南大河州。随着巴西石油生产的迅速发展和对石化产品需求的不断增加，其相对滞后的石化工业将面临更大的发展机遇。巴西是中南美第一大乙烯生产国和消费国，2007 年巴西乙烯生产能力 350 万吨/年，乙烯产量 316 万吨，2007 年消费 314 万吨。2008 年 3 月，总投资额达 84 亿美元的巴西石化公司里约热内卢石化工业中心破土动工，计划日加工原油 15 万桶，这是巴西迄今最大的公私联合投资项目。为缓解供应压力，减少对国外石化产品依赖，巴西还将新建一系列石化项目，预计 2010 年底，其乙烯生产能力将扩大 40%。

巴西生物燃料

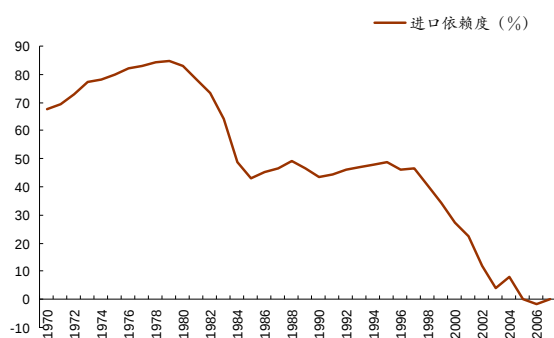
除天然石油资源外，巴西生物燃料的规模位居世界前列，是世界最大的燃料乙醇生产国和出口国。2008 年，巴西日产乙醇 45.4 万桶，比 2007 年增加 24%。在巴西，所有的汽油中都含有乙醇，混合量为 20—25%，一半以上的车为混合燃料汽车。根据 ANP 的数据，2008 年巴西生产了大约 2 万桶/天的生物柴油。巴西国家石油管理局在 2008 年宣布了国内销售柴油必需添加 3% 生物柴油的规定（这一数字在 2013 年将增加至 5%），这促进了生物柴油在巴西的推广使用。巴西是世界唯一实现乙醇生产成本低于汽油的国家，生物燃料前景广阔。未来将有 90% 的新车使用混合燃料，单一汽油燃料汽车将逐渐成为历史。

由于乙醇产量增加迅速，近年来巴西积极寻求出口，尤其是出口美国。2008 年巴西乙醇出口 8.6 万桶/天，其中 15% 出口美国。巴西是世界最大的乙醇出口国，占全球出口总量的 90%。除美国外，欧洲和日本都是巴西重要的乙醇出口市场。2008 年巴西开始向日本工业消费商出口乙醇，2009 年预计出口将增加至 1,600 桶/天。

巴西石油历史—“乞丐变富翁”

巴西石油就是一个典型“乞丐变富翁”的故事。1939 年 1 月，在巴依亚州的萨尔瓦多附近首次发现石油，打破了“巴西无石油”的断言，引起全国欢呼。巴西民众纷纷要求建立国家石油工业以保护这种珍贵的新资源。1953 年巴西石油公司成立，立法赋予其对石油勘探、生产、进出口等的垄断权。经过 30 多年发展，巴西石油工业已初具规模，但微薄的探明储量无法支撑经济的发展，巴西在当时还是属于贫油国的行列。据统计，1980 年巴西日产石油 17 万桶，消费 100 万桶，自给率才为 17%，1973 和 1978 两次石油危机更是给巴西经济以沉重的打击。

图表 19：巴西石油对外依赖程度



资料来源：CEIC，中金公司研究部

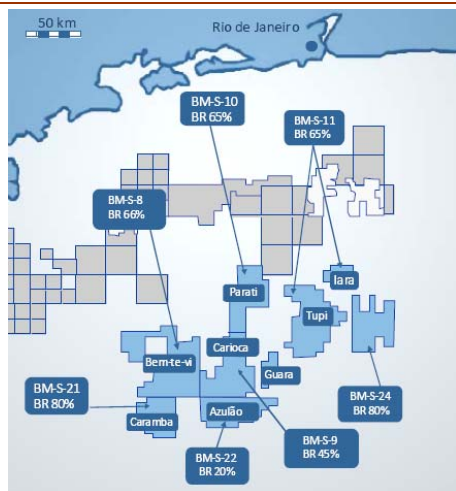
90 年代初，巴西开始进行石油改革，积极发展生物能源，以实现石油自给。经过不懈努力，这个目标终于在 2005 年基本实现。2007 年开始，巴西近海盐下层几个特大油田的陆续发现，使巴西一夜变成石油巨富。巴西目前的石油蕴藏量为 126 亿桶，但市场猜测整个盐层下地区的石油蕴藏量，最多可达 3,380 亿桶，比全球最大石油生产国沙特阿拉伯蕴藏的 2,640 亿桶还多。因为涉及的数字惊人，巴西政府开始修改油气开发领域的立法，明确石油资源国有化原则，进一步加强政府对国家油气资源的控制。

盐下层油田的发现：

2006 年，Petrobras、BG 集团和葡萄牙石油公司 Petrogal 在桑托斯盆地图皮地区联合发现相当于 50—80 亿桶可开采储量（包括石油和天然气）。该储量位于海平面 5,486 米以下的盐层下区域。这是继 2000 年哈萨克斯坦发现超大型卡什甘（Kashegan）油田以来全球最大的石油资源发现。紧跟图皮油田，巴西石油公司又宣布大量的其它盐层下区域油气发现，包括束哥·楼夫（Surgar Loaf）、伊拉（Iara）、卡若卡（Carioca）、帕拉提（Parati）、本特威（Bemtevi）等区块陆续发现的中质或轻质油田。其中图皮油田西南部的束哥·楼夫可能储量就高达 330 亿桶（伊拉油田可采储量也为 30—40 亿桶）。初步估计在巴西盐层下区域，可采石油和天然气储量的总规模接近 560 亿桶油当量，比世界第八大石油储量国利比亚还多 120 亿桶。

目前，共有 8 家公司拥有这些盐层下区块开发许可证，它们是：巴西石油公司（Petrobras）、英国燃气集团（BG Group）、葡萄牙石油（Petrogal）公司、莱普索尔（Repsol）、壳牌（Royal Dutch Shell）、埃索（ESSO）、帕特斯和阿美拉达赫斯（Amerada Hess）。桑托斯盆地主要盐层下油气区块运营财团见表：

图表 20: 巴西石油公司在桑托斯盆地盐层下区域的油气资源 (左) 和桑托斯盆地主要盐层下油气田运营财团 (右)



区块	名称	合作方
BM-S-8	Bem-te-vi	巴西石油公司 (66%)，壳牌 (20%)，葡萄牙石油公司 (14%)
BM-S-9	Carioca	巴西石油公司 (45%)，英国燃气公司 (30%)，莱普索尔 (25%)
BM-S-10	Parati	巴西石油公司 (65%)，英国燃气公司 (25%)，帕特斯 (10%)
BM-S-11	Tupi & Iara	巴西石油公司 (65%)，英国燃气公司 (25%)，葡萄牙石油公司 (10%)
BM-S-17		巴西石油公司 (100%)
BM-S-21	Caramba	巴西石油公司 (80%)，葡萄牙石油公司 (20%)
BM-S-22	Azuão	埃索 (40%)，阿美拉达赫斯 (40%)，巴西石油公司 (20%)
BM-S-24	Jupiter	巴西石油公司 (80%)，葡萄牙石油公司 (20%)
BM-S-42		巴西石油公司 (100%)
BM-S-50		巴西石油公司 (66%)，英国燃气公司 (20%)，莱普索尔 (20%)
BM-S-52		巴西石油公司 (66%)，英国燃气公司 (40%)

资料来源: Petrobras 公司报告、中金公司研究部

巴西石油改革

Petrobras 于 1954 年 3 月正式挂牌成立。根据 1953 年 10 月份颁布的老石油法, Petrobras 代表国家负责巴西所有的石油勘探开发, 原油和天然气以及制成品的运输, 其中包括海运和管道运输。在当时历史背景下, 这无疑是巴西集中力量发展石油工业的正确之举, 1997 年巴西进入日产百万桶原油的国家行列, 名列第 16 位。但长期垄断经营也让 Petrobras 后继乏力, 石油行业投资不足、国家公司低效率和高浪费等问题日益凸显。在 20 世纪 90 年代巴西私有化改革大潮中, Petrobras 作为垄断公司成为众矢之的, 巴西石油体制改革被提上议事日程。

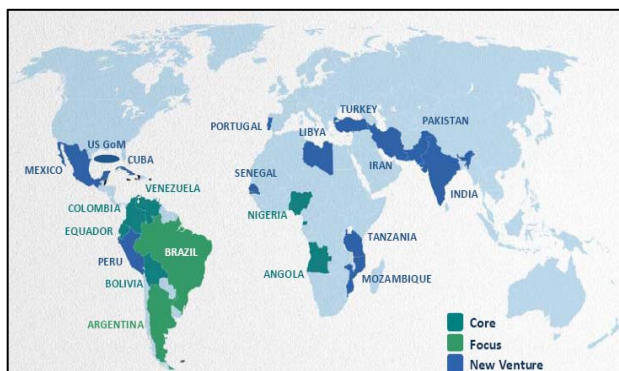
1995 年 11 月, 宪法修正案终止了 Petrobras 在石油领域的垄断, 巴西石油体制改革由此拉开序幕。1997 年 8 月 6 日, 新石油法签署, 并依法成立了国家石油署 (ANP), 全面负责石油勘探开发的招标和授权工作, 代表国家行使对石油、天然气资源的管理权。根据新石油法, Petrobras 实现政企分开, 不再享受任何特权, 同时石油天然气领域将对民营和外资全面开放。改革促使 Petrobras 整合各种资源, 努力提高自身竞争实力; 私人 and 外资的加入也加速了巴西石油工业的发展, 2008 年巴西石油生产规模跻身世界第 14 名。

巴西石油公司

巴西石油公司 (Petrobras) 成立于 1953 年, 主要业务包括油气勘探开发、炼油、运输和石化产品生产等, 是目前巴西最大的企业集团和出口公司, 也是南半球和拉丁美洲最大的石油公司之一。巴西石油公司的股票在圣保罗、纽约、布宜诺斯艾利斯和马德里的证券市场都有上市。目前巴西石油公司油气探明剩余储量 20.46 亿吨油当量, 2009 年油气产量 275 万桶/天, 在世界十多个国家进行油气生产, 业务分布全球 27 个国家和地区。

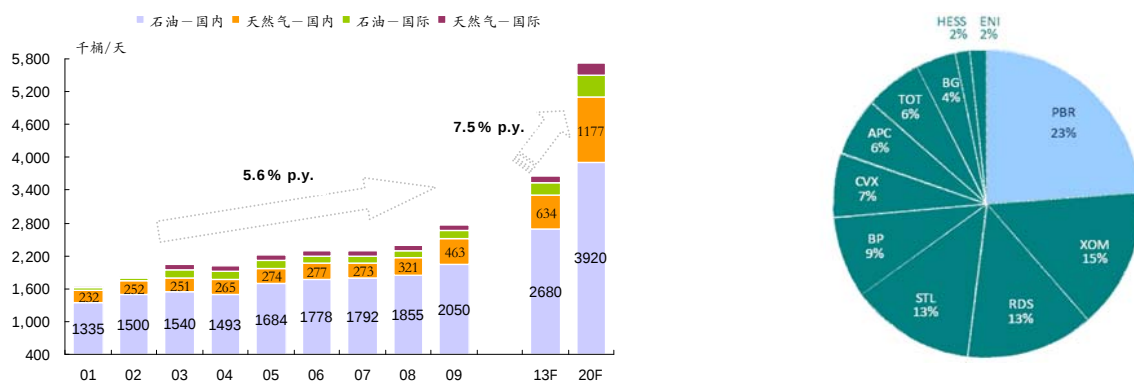
巴西深水石油勘探和生产技术居世界领先地位, 曾多次获海洋钻探技术委员会颁发的“深海石油开采技术”证书, 是唯一能在 3,000 米以下的深水区进行海上勘探开发的石油公司。该公司 82% 的原油产量来自巴西坎普斯 (Campos) 盆地, 其海上产量的 86% 来自 300 米以下的深水区。正是凭借其先进的海上油气勘探开发技术, 巴西石油公司在国际石油勘探开发业务中赢得了一席之地。

图表 21: Petrobras 全球业务机会分布



资料来源：Petrobras 公司报告、中金公司研究部

图表 22: Petrobras 历史产量及未来预测（左），全球主要石油公司深海作业产量占比（右）



资料来源：Petrobras 公司报告、中金公司研究部

2008 年，公司实现主营业务收入 1,194 亿美元，净利润 183 亿美元，国内石油产量占巴西总产量的 75% 以上。截至 2008 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,262 亿美元，股东权益 609 亿美元，在美国《财富》杂志 2008 年公布的世界 500 强中列第 63 位。2008 年，巴西石油公司将把业务划分为上游业务（勘探和生产）、天然气和能源、下游业务（炼油、运输和商品化，简称 RTC）、石化、配送以及生物燃料六大部门，以更好地实现未来发展目标。

2009 年 1 月巴西石油公司公布了受低油价等因素影响而一度推迟发布的“2009 至 2013 年投资规划”，计划在未来 5 年内投资 1,744 亿美元，其中 280 亿美元将用于桑托斯盆地盐层下油气田的开发；增加石化项目投资，以完成 2013 年日加工 227 万桶原油目标；发展可再生能源，继续巩固公司在生物能源领域的领先地位。规划显示了 Petrobras 跻身世界顶尖一体化能源公司的决心，盐层下石油资源的开发正加速这一目标的实现。

图表 23: 巴西石油公司 Petrobras 部类介绍

商业部类	介绍	资源	2008年净利润	2009—2012投资规划
勘探开发	2009年实现石油产量251万桶/天，国内产量占巴西产量的73%	2007年在巴西已探明油气储量18.99亿吨，主要集中在里约热内卢州、北里约格朗德州、巴伊亚州和塞尔希贝州	208.8亿美元	总投资1,046亿美元，其中桑托斯盐层下区域投资177.8亿，国际部分投资126亿
下游				
炼油	巴西最大炼油生产商，国内炼油占巴西总量的91%	2007年收购日本西原炼油厂；日均加工量196.5万桶		计划投资348.9亿美元
石化	巴西主要石化企业	年产乙烯130万吨，丙烯88万吨，苯60万吨，丁二烯15.7万吨，对二甲苯70万吨，苯乙烯50万吨，乙二醇60万吨，PTA50万吨，PET60万吨		计划投资56亿美元
生物燃料	从事生物燃料研发30多年，负责乙醇燃料运输和储存，是主要的生物柴油生产厂商	乙醇燃料总储存能力超10亿升，遍布全国的运输管道有效支持乙醇汽油在全国输送；在巴依亚州，马托格罗索州和塞阿腊州设有生物柴油厂，年产5,700升生物柴油		计划投资28亿美元
运输	其子公司Transpetro是大部分巴西石油公司输油管线、水陆终端运营商，是南美洲最大的航运公司	拥有油气运输管线超32,000千米，储存能力1,040万立方米；拥有154艘自营邮轮或期租船		计划投资71.7亿美元
分销	在巴西国内直销业务中占据领先地位，主要竞争对手为壳牌、埃索、德士古等	拥有加油站超过7,000座，其中990座在阿根廷、巴拉圭和哥伦比亚；直销业务占巴西45%市场份额	6.85亿美元	计划投资30亿美元
天然气与能源	2007年实现天然气销售149.7亿立方米；2008年电站总装机容量5,559MW	2007年拥有天然气资源178.9亿立方米，其中玻利维亚天然气94.9亿立方米；2010计划电站73座，总装机容量7,135MW	-1.75亿美元	总投资106亿美元，其中天然气投资82亿，能源总投资24亿

资料来源：Petrobras 公司报告、中金公司研究部

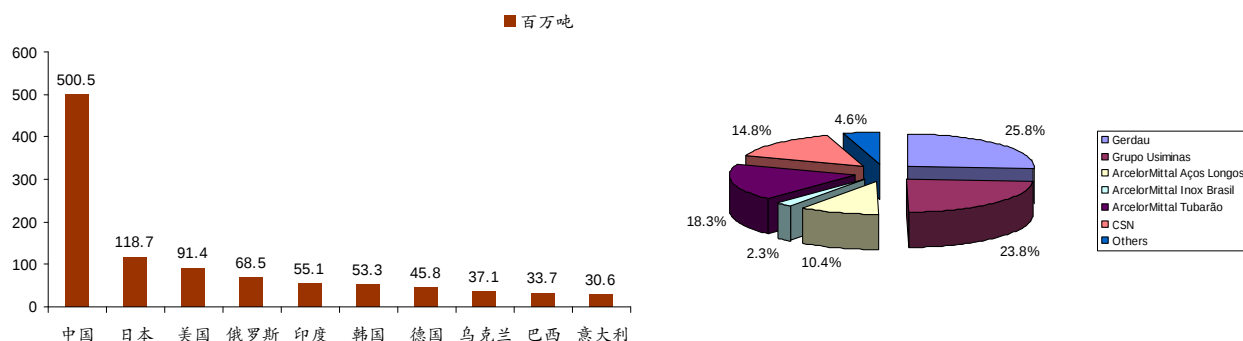
III. 巴西钢铁产业

巴西是世界第九大，同时也是拉丁美洲最大的钢铁生产国，钢铁产量占拉丁美洲的一半以上。自 20 世纪 90 年代实行私有化改革以来，巴西钢铁业通过引入新的生产管理技术，不断增加其行业竞争力；同时国内和出口需求旺盛促进了钢铁业的投资，使得钢铁产能得到不断提高；巴西是世界第五大矿产国，铁矿石出口占世界总出口的 1/5，丰富且高品质的钢铁生产上游资源使得巴西具有它国不可比拟的低成本优势。

钢铁工业发展现状

巴西全国共有 26 家钢铁厂，2008 年实现产能 4,150 万吨，比 2007 年增长 7%，为连续第 10 年增加。根据巴西钢铁协会的统计数据，2008 年巴西粗钢产量 3,370 万吨，占全球钢铁产量的 2.5%，比 2007 年略有下降。其中最大的四家钢铁公司 Gerdau、Grupo Usiminas、ArcelorMittal Tubarão 和 CSN 粗钢产量分别占总产量的 25.8%、23.8%、18.3%和 14.8%。2008 年巴西钢铁企业共实现净收 431 亿美元，钢铁产出占 GDP 的 1.8% 左右。

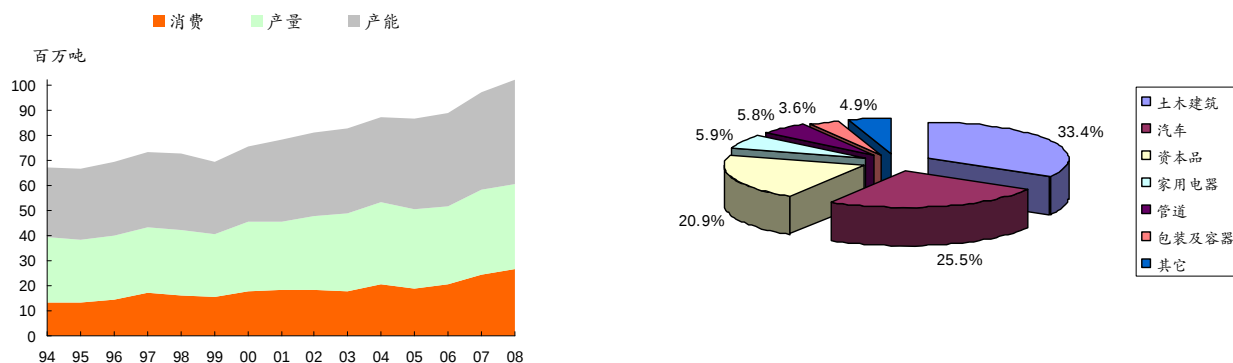
图表 24：2008 年全球主要国家钢铁产量（左）和 2008 年公司粗钢产量占全国产量比重（右）



资料来源：巴西钢铁协会、中金公司研究部

巴西作为新兴发展中国家，近年来经济持续向好，对钢材需求量也进一步增长，2008 年巴西钢铁需求增长了 9% 左右。其中，碳板钢销售量 1.3 万吨，增加 3.5%；碳钢长材 0.9 万吨，增加 17.4%；特别/合金钢平板产品 70.8 万吨，增加 15.1%；特别/合金钢长材 114.3 万吨，增加 11.7%。这主要是因为以汽车、造船和建筑业为主的下游产业的扩张拉动了巴西国内的钢铁需求。其中，国内建筑业是巴西最大的钢材消费者，占总消费的 33.4%；其次为汽车，占 25.5%。这些刺激了巴西高附加值钢材如冷轧卷和热浸镀锌板的需求增长。

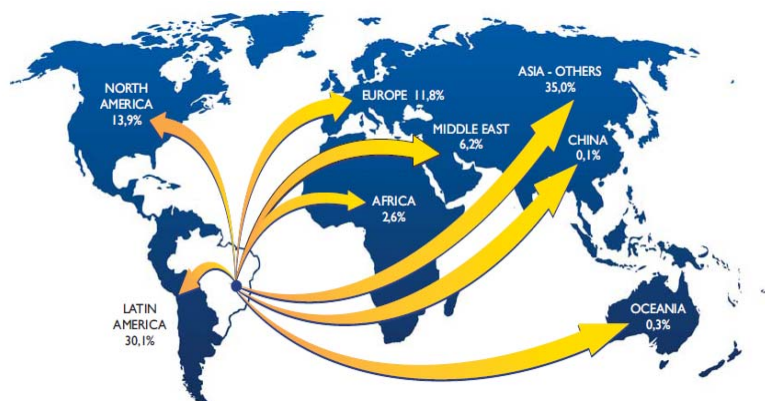
图表 25：巴西钢铁业历史产能、产量和消费（左）和 2008 年各部门钢铁消费占比（右）



资料来源：巴西钢铁协会、中金公司研究部

2008 年巴西钢铁产品出口约占钢铁产量的 30%，其中销往亚洲和拉丁美洲最多，分别为 35% 和 30.1%。钢铁产品贸易占巴西总贸易额的 17.6%。随着经济复苏及中国钢材需求量的不断增加，巴西产量和出口还将进一步增加。

图表 26: 巴西钢铁产品出口区域比例



资料来源: 巴西钢铁协会

钢铁行业特点

行业集中度高: 根据巴西钢铁协会的统计, 巴西国内共有 26 家钢铁厂, 分属于 13 家公司; 产能排名前 4 位的钢铁生产企业产量占巴西总产量的 82.7%, 产业集中度在世界排名第 1。近年来为了提升竞争力, 巴西钢铁企业不断与同行业公司或与上下游行业企业结成战略联盟, 以提高行业集中度、扩大生产规模、提升行业控制力和全球竞争力。巴西是钢铁上游资源丰富的国家, 近年来大量外国钢铁企业纷纷在巴西投资建厂。合资厂的建立将压缩中小钢铁企业的生存空间, 激烈的竞争意味着未来巴西钢铁业产业集中度还会进一步提高。

生产成本低: 巴西是世界上第五大矿产国, 拥有丰富且高品质的钢铁生产的上游资源。巴西已探明的铁矿石储量为 262 亿吨, 其产量和出口量居世界第 2 位; 此外, 还有丰富的铀、铝矾土、锰、铬和镍矿。巴西钢铁产品具有他国不可比拟的低成本优势, 其原料、运营成本、人力资源和管理费用均低于大多数国家。据巴西钢铁协会的数据, 巴西生产每吨板坯的成本只需 200~240 美元, 比世界其他国家和地区的平均成本低 60~150 美元。这种成本优势将使巴西在日趋激烈的国际市场竞争中保持竞争力。

图表 27: 2006 年世界主要钢铁生产国成本要素比较 (单位: 美元/吨)

项目	巴西	俄罗斯	欧洲	韩国	日本	美国	世界平均成本
原料成本	134	198	223	264	186	253	213
能源与还原剂成本	94	80	94	77	94	78	88
人力资源和管理费用	56	64	88	73	100	100	77
运营成本	284	342	405	414	380	431	378
折旧和利息	53	46	56	51	89	53	55
总成本	337	388	461	465	469	484	432

资料来源: 世界钢铁协会、中金公司研究部

钢铁工业发展历程与前景

► 16 世纪中叶—19 世纪末, 钢铁工业萌芽及起步阶段: 16 世纪中叶葡萄牙占领巴西, 当殖民者踏入这片新土地时发现并没有自己梦寐以求的金银铜矿, 当时仅有随从的少数铁匠使用从欧洲运来的钢铁生产农具。1587 年, Afonso Sardinha 第一次在今天的圣保罗州北部索罗卡巴 (Sorocaba) 区域发现了磁铁矿, 随后第一家钢铁厂在巴西建立起来。米纳斯吉拉斯州 (Minas Gerais) 黄金的发现刺激了钢铁工业的发展, 一些锻造厂被建立用以加工采矿铁具。1808 年以后, 一些钢铁企业陆续成立, 标志着钢铁工业的萌芽。然而当时的巴西并不具备独立发展的条件, 钢铁厂及企业的建立是为了帮助殖民者更好的统治巴西、攫取其矿产及农业资源。另一方面, 由于农业贸易占据经济主导地位, 钢铁工业缺乏大规模发展所需的劳动力和资金。

- ▶ 20 世纪初，钢铁工业发展阶段：第一次世界大战的爆发，给巴西工业带来了发展契机。工业繁荣的同时，巴西钢铁业也取得了较大进步，当时巴西生铁产量已达年产 3.6 万吨水平。政府对钢铁企业实行的税收优惠，也在客观上促进了巴西钢铁业的投资。1937 年，Belgo-Mineira 年产 5 万吨钢锭的蒙托瓦德钢铁厂（Monlevade）投产；同年巴拉曼萨钢铁（Barra Mansa）公司和 Companhia Metalúrgica de Barbára 建立。然而巴西仍过于依赖钢材进口。
- ▶ 20 世纪 30 年代—80 年代末，钢铁工业扩张阶段：1930 年“瓦加斯革命”爆发，新任总统热图利奥·瓦加斯（Getúlio Vargas）上台，巴西政府开始将发展民族工业列为经济发展的优先目标。1946 年，拉丁美洲最大钢铁企业国家钢铁公司（CSN）的建立正是这种努力的结果。1950 年，巴西粗钢产量达到 78.8 万吨，并在之后的 10 年中产量翻了三倍。钢铁供给增加极大刺激了巴西经济的发展，同时带来的还有一系列钢铁厂的建成投产。1973 年，第一家使用天然气作为生产燃料的钢铁厂 Usiba（Usina Siderúrgica da Bahia）成立，同年 Siderbrás（Siderurgia Brasileira）建成，之后 CST（Companhia Siderúrgica de Tubarão）和 Açominas 在若昂佩索（Ouro Branco）地区的项目相继投产。
- ▶ 20 世纪 90 年代—2002 年，巴西钢铁业在私有化中继续发展：20 世纪 80 年代，巴西经济条件恶化，国内市场日益萎缩，巴西钢铁业发展艰难。为缓解外债危机和解决钢铁业发展资金问题，巴西政府于 1991 年开始钢铁企业私有化进程。1993 年，年产 1,950 万吨、钢铁产量占全国产量 70% 的 8 家国有企业实现了私有化。私有化为部门带来了大量的发展资金。1994 年至 2007 年，巴西钢铁企业共接收投资 215 亿美元，大量投资促进了钢铁厂的技术更新和现代化。从 90 年代起，巴西政府在米纳斯吉拉斯州（Minas Gerais）以及里约热内卢到圣保罗的三角区陆续建立了钢铁工业园。ArcelorMittal Brasil、Grupo Gerdau、CSN、Grupo Usiminas、Sinobras、V&M do Brasil、Villares Metals 和 Votorantim Siderurgia 等 8 家主要钢铁企业的 26 家钢铁厂都设在这里。2007 年，巴西钢铁产能达到 4,100 吨。

巴西钢铁工业前景广阔：未来几年，巴西石油公司为加大近海盐层下油气田开发力度，将投资数百亿美元建设新的钻井平台、油气管道和运输船队；国内客运汽车销量继续保持增加，巴西为举办奥运会、世界杯新、改建大量基础设施，以及政府计划投资改善近百万低收入家庭住宅条件等，都将促进巴西钢铁业的发展。同时，由于工业扩张，中国对钢铁需求旺盛，这将有助于巴西钢铁原料及产出品出口。不过，全球铁矿石价格持续上涨（在 2010 年上涨约 25%），将压制目前钢铁板块的盈利。

主要钢铁企业介绍

Magnesita（Magnesita Refratarios SA）是巴西著名的耐火材料生产商，主要向国内外一些钢铁和水泥厂提供重烧镁（DBM）、耐火材料及其它原材料，在美洲、欧洲和亚洲都设有分公司。它的股票在圣保罗证券交易所（Bovespa：MAGG3）上市交易。2010 年 Magnesita 将从全球钢铁业复苏中获益，2 季度开始的 CSA 钢铁厂项目（Companhia Siderurgica do Atlantico），Magnesita 依据规定将向其提供 50% 的耐火材料。

Usiminas 是巴西的第二大钢铁企业，拥有年产 950 万吨生产能力。其业务覆盖矿业、钢铁生产、物流运输、资本品、商业服务及解决方案等 5 大单元，形成了一套完整的钢铁生产链。Usiminas 向汽车、机械设备业提供高附加值产品，是目前造船业唯一的钢材供应商。公司计划通过新技术使用继续扩大在该领域的领先地位。Usiminas 股票目前在圣保罗证券交易所（Bovespa）、纽约 OTC 市场和马德里证券交易所（Latibex）交易。受金融危机影响，2009 年公司钢铁需求下滑显著，1 季度产能利用率仅有 50%。预计公司 2009 年粗钢产量为 700 万吨，比 2008 年下滑 10%-15%。

国家钢铁公司（CSN） 成立于 1941 年，是巴西最大的钢铁生产企业之一。作为最早的综合钢铁企业，CSN 一直是巴西工业化的象征。公司目前拥有年生产能力 560 万吨，业务主要集中在钢铁生产、采矿、基础设施和水泥领域。CSN 于 2001 年收购赫特兰（Heartland Steel）钢铁厂，在美国建立起 CSN 有限责任公司（CSN LLC），开始了它的国际化进程。国家钢铁公司实行多元化发展战略，在汽车、国民建筑、包装、白色家电和 OEM 领域都有涉及。2009 年 4 季度，CSN 出口持续疲软，不过依靠国内市场需求强劲复苏，其息税折旧摊销前利润率有望达到 35%。

盖尔道（Gerdau） 是美洲长钢生产领导企业，同时也是全球最大的特种长钢供应商。它在包括美洲、欧洲和亚洲在内的全球 14 个国家都设有工厂，年设计产能 2,600 万吨。盖尔道主要生产用于民用建筑、工业和农业部门的普通长钢、特种钢和扁钢。它的股票在圣保罗证券交易所（Bovespa：GGBR4、GGBR3、GOAU4、GOAU3 and AVIL3）、纽约证券交易所（NYSE：GNA、GGB）、多伦多证券交易所（GNA、TO）、马德里证券交易所（Latibex：XGGB）和利马证券交易所（BVL：SIDERC1）同时上市，拥有 Gerdau Açominas、Gerdau Aços Longos、Gerdau Aços Especiais 和 Aços Villares 等多家子公司。2009 年盖尔道继续保持稳定发展，其息税折旧摊销前利润率预计将保持在 30% 以上。

IV. 巴西矿业

巴西有着丰富的矿产资源，是世界上第五大矿产生产国。目前已探明储量的矿产资源约 70 余种，铌、钽资源储量居世界第一，铁矿、铝土矿、锡、石墨、锰矿、铀矿、菱镁矿、镍矿、铬、铅、锌、铜、和煤炭等矿产也很丰富。丰富的资源、便利的投资环境使巴西成为国际矿业开发最具吸引力的国家之一。

巴西矿业简介

矿藏资源：巴西成矿地质条件良好，矿产资源主要分布在北部和东部沿海地区，其中米纳斯吉拉斯州（Minas Gerais）是巴西矿藏的腹地，占巴西资源总量的 30% 左右。巴西许多矿产储量都位居世界前列，根据 DNPM 提供的数据，2007 年巴西铌矿和钽矿探明储量分别占世界储量的 96.4% 和 46.5%，位居世界第一；石墨矿探明储量世界第二；锡矿、铝土矿和蛭石第三；菱镁矿第四；重要工业原料铁矿石储量占世界储量的 7.2%，居第五。

图表 28：巴西主要矿产品储量

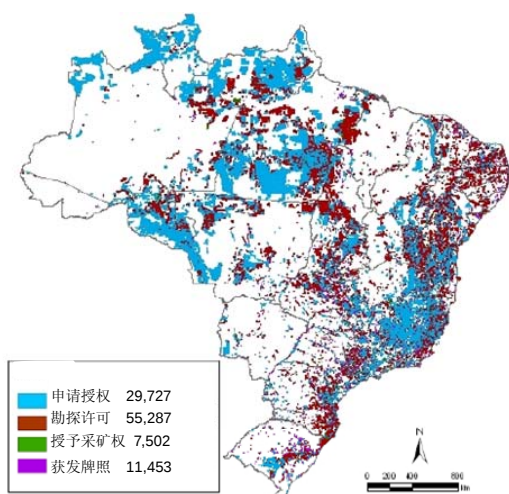
矿产	单位	探明储量	世界排名	占世界比重%
石棉	万吨	1,540	NA	
铝土矿	万吨	270,000	3	8.4
铬铁矿	万吨	536		0.3
煤炭	万吨	930,000		1.1
铜矿	万吨	1,437		1.5
萤石	万吨	107		0.5
金矿	吨	1,800		2.0
石墨矿	万吨	11,300	2	28.3
石膏	万吨	123,350		NA
铁矿石 (60-65%)	万吨	2,627,000	5	7.2
高岭土	万吨	770,000		NA
铅矿	万吨	70		0.5
菱镁矿	万吨	34,500	4	8.9
锆矿	万吨	264		3.8

矿产	单位	探明储量	世界排名	占世界比重%
锰矿	万吨	13,200	4	2.5
天然气	亿立方米	3,500		0.2
镍矿	万吨	830		5.8
铌 (钽) 矿	万吨	376	1	96.4
石油	亿桶	126		1.0
磷矿	万吨	24,600		0.5
滑石和叶蜡石	万吨	12,580		NA
钽矿	吨	88,388	1	46.5
锡矿	万吨	78	3	12.4
钛矿	万吨	799		NA
铀矿	吨	163,000		NA
蛭石	万吨	2,300	3	10.3
锌矿	万吨	620		1.3

资料来源：DNPM、USDS、中金公司研究部

矿业生产：巴西是世界第五大矿业生产国，主要生产矿产包括铁、铝、铅、锰、镍、锡、金、铌钽、菱镁矿、石墨、水泥、石棉、蛭石、花岗石材、滑石、磷酸盐矿和高岭土等。矿产品价格的上涨带来了巴西矿业的繁荣，2007 年巴西矿业产值 423 亿美元，比 2006 年增加 5.5%，约占巴西国内生产总值的 3.1%。巴西生铁产量 3,560 万吨、铝土矿产量 2,480 万吨，分别比 2006 年增加 9.5% 和 9.3%；铁矿石产量 3.55 亿吨，产量仅次于中国，居世界第二。由于受到金融危机影响，2008 年巴西主要矿业企业开始减产，矿业产量和价格水平自 8 月达到峰值后急转之下。不过随着全球经济的复苏和对矿产原料需求的增加，预计未来两年巴西矿业将重塑辉煌。

图表 29：巴西国家矿业部批准的采矿地区分布（左）和巴西主要矿产品产量（右）



矿产	单位	2005年	2006年	2007年
铁矿石	万吨	28,146	31,780	35,467
煤矿	万吨	648	622	600
锰矿	万吨	320	313	187
铬铁矿	万吨	25	23	25
铝土矿	万吨	2,203	2,284	2,475
铜	万吨	13	15	21
锡	吨	11,739	9,528	12,596
金	吨	30	38	44
锌	万吨	17	19	19
镍	万吨	485	550	593
磷矿	万吨	560	600	650
钾盐	万吨	40	40	47
石棉	万吨	25	23	27
高岭土	万吨	237	260	250
石膏	万吨	158	171	192
菱镁矿	万吨	32	35	40

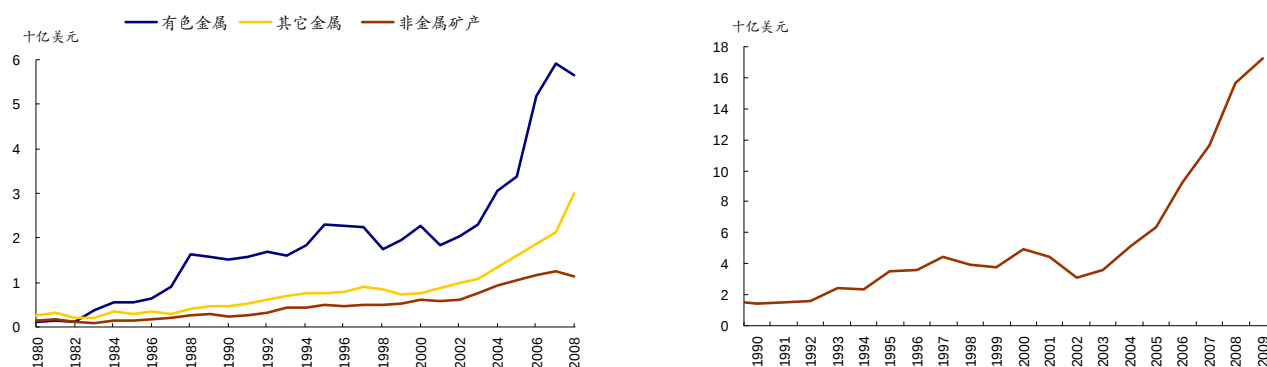
资料来源：DNPM、USDS、中金公司研究部

矿产贸易：巴西经济从矿业的快速发展中收益，其矿产品出口对保持外贸平衡起到了重大作用。2007年巴西矿业出口、进口总额分别为469亿和379亿美元，比2006年增长了17.0%和33.9%；其贸易顺差89亿美元，对巴西贸易盈余贡献率达22.3%。巴西矿业在对外贸易中占有重要地位。

根据巴西国家矿业部提供的数据，2007年巴西共出口能源产品134亿美元，其中原油89亿美元；工业产品及原材料335亿美元，包括初级矿产品223亿美元、化学制品7.6亿美元、金属及合金近58亿美元和工业矿产品46亿美元。巴西出口的主要初级矿产品中铁矿石占47%，石油占40%。受金融危机影响，2009年巴西金属及非金属矿产品出口比2008年分别下降22.8%和20.4%。

巴西经济的快速发展，导致对工业发展亟需的石油、煤炭等矿产资源需求量大增。2002年至2009年期间，巴西矿产品进口额以年平均24.1%的速度递增。2007年巴西共进口能源产品238亿美元，其中原油138亿美元；工业产品及原材料145亿美元，其中初级矿产品36亿美元、化学制品50亿美元、工业矿产品59亿美元。

图表 30：巴西矿产出口额（左）和巴西矿产品进口额（右）



资料来源：DNPM、中金公司研究部

巴西矿业历史

巴西有着近 500 年的采矿历史，但基础设施陈旧、资金缺乏、国有化和官僚主义导致的低效率，使得这个矿业大国的潜力一直得不到发挥。近些年来，随着巴西政府的重视，采矿业在国民经济中的地位发生了显著变化，采矿业增长强劲，巴西在全球矿业贸易的重要性日益凸显。

1500 年—20 世纪初，从矿产发现到矿业初步发展：1500 年，葡萄牙殖民者踏上巴西这片土地，开始寻找梦寐以求的金银矿藏。然而在开始的近 200 年间，仅有少量铁矿被发现。17 世纪 90 年代，米纳斯吉拉斯州（Minas Gerais）黄金矿的发现催生了巴西的掘金潮，1700—1770 年巴西的黄金产量相当于 16—18 世纪世界黄金产量的 50%。由于疯狂的开采，米纳斯吉拉斯地区的金矿逐渐枯竭，1771 年葡萄牙王室被迫颁布法令，只允许王室直接开采黄金；在巴西开始掘金潮的同时，钻石矿也被发现，到 1832 年巴西钻石年产量达 300 万克拉。

1891 年，巴西第一个共和国宪法改变了国家的矿业法规，首次承认土地所有者在自己土地上开采矿产的权利，同时它也允许国外公司开采巴西地下矿产资源。由此，大量国外企业进入巴西，它们组织矿业生产并购买被低估的矿产品。巴西矿业为第一次世界大战协约国的胜利提供了充足的矿产资源。与此同时，巴西采矿工业也获得了一定发展。

1930 年—20 世纪 80 年代，巴西民族矿业的发展：1930 年“瓦加斯革命”后，新任总统热图利奥·瓦加斯（Getulio Vargas）上台，巴西政府开始加强对经济的干预。巴西采矿业日益增长的外资比例引起政府的高度注意。利用第二次世界大战的契机，巴西以向轴心国宣战换取了英属伊塔比拉矿山（Itabira Mines）和维多利亚到米纳斯段铁路的所有权，并向美国进出口银行贷款建立起了拉丁美洲第一家大型钢铁生产企业 CSN（National Steel Company）。

1946 年，巴西最大矿业公司—淡水河谷公司建立。其后，巴西通过淡水河谷整合矿业资源，大力发展民族矿业。到 1949 年，巴西淡水河谷已占到巴西铁矿石出口的 80%。1953 年，巴西石油公司建立，垄断了石油的勘探、生产和进出口。在之后的 30 多年里，国家实际垄断了巴西的矿业生产。

20 世纪 90 年—2002 年，巴西矿业在艰难中实行私有化：进入 20 世纪 80 年代，巴西经济条件恶化，政治斗争不断，政府无力提供工业发展所需资金，巴西矿业发展停滞不前。1995 年，巴西政府被迫进行重大改革，实施贸易自由化，希望为国家经济发展注入新的动力。同年宪法修正案允许大多数外国企业进入矿业领域。1997 年，在时隔 55 年之后，巴西淡水河谷通过资产公开拍卖形式变成私人企业，成为巴西矿业发展史上的又一个里程碑。随后，巴西矿业在私人 and 国外资本的不断投入下继续发展，并且朝着现代、高效、全球化的目标不断前进。

矿业现状及投资机会

目前约有 500 余家跨国公司在巴西矿业领域进行投资经营。据巴西中央银行统计，自 1996 年以来，巴西累计外国直接投资 1,510 亿美元，其中 1,160 亿美元用于巴西私营矿业部门的直接投资和合资。根据巴西国家矿业部（DNPM）的数据，巴西现有 28 个铁矿公司、53 个铁矿山、44 个铁矿选矿厂，共有各种矿山 2,500 余座。巴西 7 家主要矿业公司，即巴西淡水河谷公司（Companhia Vale do Rio Doce）、巴西联合矿业公司（Mineracoes Brasileiras Reunidas）、亚马逊高岭土矿业公司、巴西 Sibra 电子金属矿业公司（Sibra Eletrosiderurgica Brasileira）、北河矿业公司（Mineracao Rio do Norte）、Samaro 矿业公司和 Ferteco 矿业公司 2007 年开采量占全行业总量的 94%，其中淡水河谷公司是巴西最大的矿业公司，年开采量和营业额占全行业的 42%。

为提高矿产自给率，强化重点产品出口优势、提高产品加工程度，巴西政府近年来开始着手调整矿业结构，并先后提出钢铁、能源和有色金属等系列发展计划，为巴西迅速成长为世界矿业大国奠定了基础。近 10 年来，巴西矿业扩张迅速，年年打破生产记录。截止 2007 年，巴西矿业产值 423 亿美元，是世界第 5 大矿业生产国。2008 年受金融危机影响，巴西矿业生产有所萎缩；但在经济复苏预期下，2009 年主要矿产品价格开始企稳回升。承办奥运会、世界杯将使巴西加大对国内基础设施建设的投资，同时中国对矿产原料日益增加的需求也有利于巴西矿业的生产和出口。预计未来两年内，巴西矿业产量将重返 2008 年峰值。

主要矿业企业

巴西淡水河谷（Vale S.A.）成立于 1942 年，是世界第二大矿业巨头，仅次于总部位于澳大利亚的必和必拓。Vale 矿产品产值占巴西总产值的 50% 以上，其中 Vale 生产巴西 90% 的铁矿石、100% 的钾肥、85% 的锰、43% 的高岭土和 80% 的铝土矿，同时它也是铝、铜和镍的主要生产者。巴西淡水河谷是世界上第一大铁矿石生产和出口商，其探明铁矿储量可满足当前全球市场需求 30 年。截至 2009 年 3 月，巴西淡水河谷已有 27 家子公司和附属公司，足迹遍布全球，其业务除矿产品生产及出口外，还包括对港口、铁路和能源等领域的投资。近年来，巴西淡水河谷积极在全球寻找投资机会，先后完成对世界最大镍生产商--加拿大国际镍矿公司（INCO）的并购和对力拓在巴西的铁矿石资产，以及在阿根廷和加拿大的钾矿资产等项目的收购。2010 年在经济复苏的背景下，全球矿石需求将大幅增加，同时由于力拓与中国当局铁矿石谈判陷入僵局，从而增加了 Vale 的定价权，这都有助于 Vale 的增长前景。

V. 巴西汽车产业

发展现状

巴西全国共 17 家汽车制造商，年产量超过 300 万辆，2009 年年销量约 300 万辆，汽车行业从业人数约 10 万人。巴西汽车业由外资控制，主要是德国和美国。零部件生产则由本国私人资本经营。上世纪 90 年代初，巴西曾是世界上增长最快的汽车市场。随着巴西队外国投资开放力度加大，进口壁垒逐步降低。自 1995 年至 2005 年，投资巴西汽车业的资金超过 300 亿美元。

巴西的汽车产业起步于 20 世纪 50 年代。库比契克执政时期，汽车产业被认为是上下游产业关联很强，可以带动经济快速发展、解决就业和税收问题的产业，因而大力发展汽车工业并积极引进外资。20 世纪 50 年代末，福特、通用、大众、奔驰等汽车公司在巴西设立子公司，奠定了巴西汽车工业发展的基础。1957 年，巴西已生产汽车 3.1 万辆，到 1960 年产量升至 13.3 万辆。20 世纪 60-70 年代，随着巴西经济的起飞，汽车产业迅速发展。到 1980 年汽车产量达到 100 万辆，居世界第 8 位。

1997-2002 年，巴西经济遭到剧烈冲击，汽车销量一落千丈。2002 年巴西汽车业产能约 320 万辆，但汽车销量仅有 150 万辆，甚至不及 1997 年的水平。为克服巴西国内经济不景气、内需不振的困难，巴西政府和各大汽车生产企业合作积极开拓海外市场。巴西汽车厂商对出口车型进行多项技术改造，以达到进口国的安全和环保标准。巴西政府积极与其他国际签署汽车贸易协议，为推动汽车出口发挥了重要作用。巴西与墨西哥自 2002 年签署了汽车贸易协议后，对该国出口迅速增加，现在墨西哥已经成为巴西汽车的主要出口市场。

2008 年巴西汽车产量实现 321 万辆（其中乘用车 260 万辆，商用车 61 万辆），比 2007 年增加 8%；汽车销量达到 282 万辆，比 2007 年增加 14.5%，双双创历史新高，生产居世界第 6 位，销售居世界第 5 位。2008 年，巴西共销售进口汽车 37.5 万辆，占汽车销售总量的 13.3%；巴西汽车厂商对外出口 78.9 万辆，创汇额达到 139 亿美元，同比增长 3.4%。巴西目前销售的 87% 为乙醇汽车，乙醇汽车的保有量为 2000 万辆。另外，随着巴西货币雷亚尔的不断升值，巴西汽车出口面临更大的成本压力，但也无形中使得汽车进口更有优势。

混合燃料汽车的发展历程

由于过去巴西严重依赖石油进口，20 世纪 70 年代的两次石油危机对巴西经济的影响很大。1975 年，巴西政府制定了名为“乙醇计划”的新能源政策，旨在从甘蔗中提炼酒精，以减少对石油的依赖，实现能源的多元化。20 世纪 80 年代，为普及酒精汽车，巴西政府对酒精汽车的销售采取了一些鼓励措施：降低工业产品税、调低酒精汽车的价格、对酒精出租汽车免征销售税。这些措施极大推动了酒精汽车的销售。1980-1985 年间，酒精轿车占新发照轿车的比重从 35% 提高到 96%。但 80 年代末以来，汽油和酒精的价格差逐渐缩小，使巴西新发照汽车出现了明显的结构变化，酒精汽车所占比重大幅度下降。1985-1989 年间，酒精轿车的比重从 96% 下降至 61%。到 20 世纪 90 年代后期，酒精汽车所占的比重又有所降低。但 21 世纪后随着石油价格的上升酒精汽车的比重也随之上升，2007 年总销售量的 85.6% 为双燃料汽车。同时巴西目前是世界第一大甘蔗种植国，也是全球最大的乙醇燃料出口国。巴西乙醇年产量为 160 亿升（相当于 8400 万桶石油），为全国石油消费的 12.6%。巴西以甘蔗为原料生产乙醇的成本为 0.19 美元/升，较美国的 0.33 美元/升、欧盟的 0.55 美元明显具有性价比高的优势。如果国际原油是 100 美元/桶，相当于 0.502 美元/升，如果 50 美元/桶，相当于 0.251 美元/升，添加了乙醇的混合燃料具有明显的价格优势。

汽车零部件工业

在汽车工业刚引进巴西的时候，汽车的生产基本上是以 CKD 或 SKD 的形式来生产的。随着汽车产业的发展，巴西政府要求提高汽车国产化率。巴西政府早在 1956 年就规定：在 3 年内，每辆汽车 90%-95% 的部件要在巴西制造。20 世纪 50 年代后期，在鼓励外国汽车公司到巴西投资的同时，巴西政府要求外国汽车公司提出投资计划（计划中必须列入采用当地生产的部件装配汽车的比重逐步增大的内容，由最初占 45% 逐渐增加到占 95% 左右）；巴西政府在对汽车部件的进口给予优惠兑换率的同时，要求随当地生产的汽车部件的增加而逐渐减少对汽车部件的进口。随着本地化生产的发展，外国汽车巨头的配套零部件供应厂商在巴西纷纷投资设厂，增加了当地的研发力量，同时加快了技术的转移速度。巴西本地的汽车零部件供应厂商，也通过学习效应使自身的产品研发和生产工艺得以进一步发展，其生产规模、管理水平、产品性能以及科研方法等方面均可与欧美等发达国家的同类企业媲美。巴西汽车零部件产业已经发展到较高的水平。目前汽车零部件产业在巴西是一个非常重要的经济部门，并已融入全球产业链，生产厂家约 500 家。其中巴西本国资本占 25% 左右，外国资本占 75% 左右。2008 年，巴西汽车零部件的销售额超过 300 亿美元，其中出口约 50 亿美元，从业人数超 30 万人。

巴西政府产业政策的支持

- **推行“增长点”产业政策，推动汽车工业的发展“增长点”：**产业政策是在库比契克执政时期（1956-1961）制定的全国经济发展计划中实行的。这一政策旨在通过对各部门和各行业的比较研究，找出对整个经济具有刺激和带动作用的主导产业并集中力量优先发展这些产业，所谓“增长点”就是指这些主导产业部门。20 世纪 50 年代中期，巴西政府把汽车工业确定为经济的“增长点”，将汽车工业作为具有推动力的主导产业加以重点发展。1956 年，巴西政府制定了一项汽车工业发展计划，并成立了“促进汽车工业特别委员会”，确定发展汽车工业的方针是进口替代，并以此带动本国发动机等机械制造业和相关产业的发展。
- **积极吸引外国直接投资：**20 世纪 50 年代中期，库比契克政府实行大量引进外资的政策，除放宽外资在企业中的股权比重外，还通过免税等措施鼓励外资转入制造业，豁免外资企业的进口税，免征外资在巴西新建企业第一年的销售税，并为外资企业提供优惠贷款等。在引进资金、设备和技术以发展汽车工业的过程中，巴西政府还采取了以下具体措施：鼓励外国汽车公司用进口设备作为投资，并在外汇方面予以优待；对汽车部件的进口给予优惠的兑换率；通过逐步限制部件的进口，保证参加投资的公司不会受到后来竞争者的影响；外国汽车公司可以享有 100% 的股权。这点也使巴西整车产业为外国资本控制留下了隐患。
- **汽车税率的调整：**20 世纪 90 年代以来，在节能和环保浪潮的推动下，小型轿车成为国际汽车市场备受青睐的车型。巴西政府运用税收政策鼓励人们购买低价位小型轿车，从而刺激了小型轿车的生产。如从 1993 年 4 月起，政府降低“普及型汽车”即排气量小于 1 升的轿车的税收，使轿车售价中税收所占的比重从 1991 年的 35.6% 降为 1993 年的 17%。政府的税收政策大大刺激了民众对小型车的需求。对排气量小于 1 升的汽车的需求量从 1992 年的 9.3 万辆增至 1997 年的 87.2 万辆，明显高于汽车总需求的增幅，这类汽车占国产汽车总销售额的比重从 1992 年的 16% 提高到 1998 年的 73%。
- **推广使用清洁能源：**巴西从 1975 年起实施乙醇燃料替代能源发展战略，包括提高乙醇产量和改善乙醇汽油使用性能。巴西立法推广乙醇燃料，通过法律形式保障乙醇燃料汽车生产商及消费者的利益。1975 年，巴西颁布法令并授权石油公司在汽油中按一定比例添加乙醇，1991 年再次颁布法令，规定在全国加油站的汽油中添加 20%-24% 的乙醇。巴西联邦法律明确规定，联邦一级的单位购、换轻型公用车时，必须使用包括乙醇燃料在内的可再生燃料车。从 1982 年开始，巴西对乙醇燃料汽车减征 5% 的工业产品税，使用乙醇燃料的残疾人交通工具和出租车免征工业产品税，部分州政府对乙醇燃料汽车减征 1% 的增值税，在乙醇燃料汽车销售不旺时曾全免增值税。巴西还通过补贴、设置配额、统购乙醇以及运用价格和行政干预手段鼓励使用乙醇燃料。

汽车行业主要公司

巴西汽车行业被外国资本主导，外国厂商包括大众、菲亚特、通用、福特生产的乘用车占巴西全国的 75% 以上。这些外国厂商在巴西运营的时间都非常长，基本垄断了巴西国内汽车销售。

图表 31：巴西主要汽车生产厂商

Car Production	2008	2007	Market Share (%)
Volkswagen Do Brasil	779,978	742,305	28.0
Fiat Automóveis 603089	603,089	610,326	21.7
General Motors Do Brasil	489,080	470,043	17.6
Ford Motor Company Brasil	206,948	191,600	7.4
Peugeot Citroen Do Brasil	142,743	112,945	5.1
Honda Automóveis Do Brasil	131,139	106,027	4.7
Renault Do Brasil	114,441	90,833	4.1
Toyota Do Brasil	66,983	66,974	2.4
Mercedes-Benz Do Brasil	27,095	8,349	1.0
Others	222,739	208,644	8.0
Total	2,784,235	2,608,046	100.0

资料来源：Business Monitor, 中金公司研究部

VI. 巴西金融行业

巴西金融体制改革

20 世纪 80 年代后期，巴西开始推行金融自由化改革，目的是建立市场主导型金融体系。主要措施包括：稳定货币、取消利率管制；引入混业经营，创建全能银行；对国有商业银行和开发银行进行私有化和清理，对外开放并允许外资独资。

由于巴西经济长期饱受债务、财政危机和通货膨胀的困扰，金融市场的稳定安全成为 20 世纪 90 年代巴西政府推行金融体系改革的首要目标。巴西政府分三步对国内金融体系进行改革：

第一步，稳定货币。1994 年推出“雷亚尔计划”，通过发行新货币并实行固定的汇率，成功稳定了经济形势，并控制恶性通货膨胀。

第二步，按照《巴塞尔协议》的要求，构建市场主导的金融体系。主要措施是引进外资，优化国内金融机构。1994 年 8 月，依据《巴塞尔协议》，中央银行建立了新的最低银行资本标准制度，重新规定了银行资产风险程度（比如商业银行的最低资本标准是 700 万雷亚尔；投资发展银行和房地产信贷机构是 600 万雷亚尔；其他金融机构为 300 万雷亚尔；全能型银行按照其资产组合降低 20%，对外国金融机构的要求高于本国标准的 100%）。任何金融集团如果达不到中央银行上述规定的要求，中央银行可将其控股股份没收并公开拍卖。；1995 年 11 月颁布的“重建与加强国家金融体制计划”通过建立特别基金，运用金融和行政手段对经营不善的银行提供资金援助，对州、市一级国有银行以及经营不善的私人银行和金融机构进行资产清理。

1996~2000 年巴西出现了外资银行大规模兼并和收购巴西银行的高峰。这一期间规模较大且有一定影响的并购案有：1997 年巴梅林杜斯银行由汇丰银行控股，成为巴西历史上第一次由外资收购的因经营不善濒临倒闭的国内大型银行；1998 年西班牙毕尔巴鄂一比斯开银行（BBVA）全额购买阿克塞尔经济银行；1998 年意大利、法国和巴西共同控股的苏达梅里斯银行收购南美银行；1998 年荷兰银行收购雷亚尔银行；2000 年西班牙桑坦德银行收购了资产价值达 150 亿美元的圣保罗州银行，从而使该银行成为巴西境内最大的外资银行。1994 年至 1998 年，巴西银行的数量从 273 家减少至 233 家，但整体规模有了显著的增加，外资银行的资产比重从 9.5% 上升至 18.7%。外资进入使得巴西银行效益提高，坏账率减少，同时带来了新的市场理念，引入了市场竞争机制，促进了整个巴西金融业的发展。由于巴西的全能银行和商业银行组织法规定，银行只有在巴西的相关法律之下成立金融机构联合公司并开展商业银行业务。因此，外国银行大都通过兼并收购的方式控股巴西国内银行。目前西境内最大的 5 家外资银行分别是西班牙的桑坦德银行、荷兰银行、美国波士顿银行、英国汇丰银行和花旗银行。

第三步，完善金融体系。主要包括：建立中央信贷风险系统和银行内部控制体系，完善立法和监管，比如银行必须把贷款数额不高于 5 万雷亚尔的客户以书面形式上报中央银行，将银行最低资本充足率要求从 8% 提高至 10%。另外就是银行之间的竞争加剧，各大银行都不断增加服务内容，拓展业务范围，并提高服务质量和效率。

巴西银行体系现状

目前，巴西银行体系分为三个层次：

- ▶ 国家货币委员会是全国金融体系的最高决策机构。它负责制定全国货币和信贷政策，批准中央银行货币发行，确定货币对内、对外价值和外汇政策，规定银行准备金比率、最高资本限额和最高利率，规定各种类型的贷款，批准各种金融机构的建立及其业务范围和管理资本市场等。
- ▶ 巴西中央银行是国家货币委员会的执行机构。它根据国家货币委员会批准的条件限额发行和回笼货币，对金融机构进行再贴现和贷款，控制信贷规模，管理外国资本，负责国家外汇管理，代表政府与国外金融机构进行联系，开展国际金融活动，经营公开市场业务，与全国货币委员会一道共同监督和管理全国金融机构的活动。
- ▶ 商业性金融机构包括商业银行、投资银行、储蓄银行以及财务公司、租赁公司、保险公司、证券公司等非银行金融机构。巴西的商业银行专营短期贷款，分国营、私营和外国商业银行，机构众多，业务发达。国有巴西银行是巴西第二大商业银行，在巴西商业银行中具有独特地位，它由政府控制，是巴西中央银行的代理行，代理

国库并代办具体事务等，如负责代中央银行保存商业银行的有款准备金，代理收存税款。也是联邦政府的存款和国营企业、外汇经纪人、政府各类基金的代理人。该行还代政府发行公债及其他有价证券，办理商业银行的一切业务。今年2月，巴西第二大私有银行伊塔乌银行与巴西联合银行宣布合并，合并后的银行将跻身世界20大银行之列，也成为南半球最大的银行。除该行外，巴西商业银行约有200多家，随金融业的发展及竞争的加剧，巴西商业银行业务分工日趋淡化，银行业务向综合化、国际化发展。

政策性金融机构体系主要由国有国营开发银行组成。巴西开发银行分为联邦和州属两级。主要的联邦开发银行是联邦所属的国民经济开发银行和国民住房银行。州所属的开发银行分设在各州内。开发银行主要对落后地区、农业和某些产业部门发展提供信贷资金支持。政策性金融机构成为政府控制信贷供应，为优先发展项目筹措资金的有效杠杆。

图表 32：巴西二十大银行控股性质及总资产（截止2008年底）

名称	控股性质	总资产 (BRL bn)	是否上市	Bloomberg Ticker
Itau Unibanco Holding Sa	巴西私立	631	是	ITUB4
Banco Do Brasil Sa	联邦	507	是	BBAS3
Banco Bradesco Sa-Pref	巴西私立	397	是	BBDC4
Banco Santander (Brasil) Sa	外资控股	345	是	SANB11
Caixa Economica Federal	联邦	296	是	CEFN3
Hsbc Bank Brasil	外资控股	112	否	
Banco Votorantim	巴西私立	73	否	
Banco Safra Sa	巴西私立	66	否	
Banco Nossa Caixa Sa	州立	54	是	BNCA3
Banco Citibank Sa	外资控股	40	否	
Banco Bnp Sa	外资控股	28	否	
Banco Estado Rio Grande Sul	州立	25	是	BRSR6
Banco Credit Suisse	外资控股	23	否	
Banco Ubs Pactual	外资控股	19	否	
Banco Deutsche	外资控股	17	否	
Banco Nordeste Do Brasil Sa	联邦	16	是	BNBR3
Banco Alfa De Investimento	巴西私立	16	是	BRIV3
Banco Bbm Investimento	巴西私立	14	否	
Banco Industrial E Comercial	巴西私立	12	是	BICB4
Banco Fibra Sa	巴西私立	9	否	

数据来源：Bloomberg，中金公司研究部

VII. 巴西旅游和基建行业

巴西旅游业

北京时间 2009 年 10 月 3 日，国际奥委会第 121 次全会在丹麦首都哥本哈根进行。通过三轮投票，最终巴西的里约热内卢战胜西班牙马德里，获得了 2016 年第 31 届夏季奥林匹克运动会的举办权，奥运会首次在南美洲举行，巴西继两年前获得 2014 年足球世界杯承办权后又在奥运会承办权争夺战中胜出，可谓双喜临门。

翻开历届奥运会和世界杯的历史，并非没有连续举办世界杯、奥运会的先例，譬如 1994 年的美国世界杯和 1996 年的亚特兰大奥运会，但美国是世界第一经济强国，承办能力毋庸置疑。作为一个发展中国家，巴西是继墨西哥后第一个连续举办世界杯和奥运会的国家，这不仅仅是巴西的荣耀，也是对巴西的考验。先是 2014 年足球世界杯的挥洒激情，紧接着 2016 年里约热内卢奥运会角逐竞技，巴西这个桑巴国度在未来近 10 年内都将成为全球体育瞩目的焦点。

巴西先后举办世界杯和奥运会，将无疑大规模提升巴西的旅游、基建、航空交通等行业。巴西虽然有伟大的自然景观（7,500 公里的海岸线，亚马孙热带雨林等）和灿烂的人文风貌，但其旅游业还不是很发达。根据巴西旅游部的统计，在 2009 年巴西只接待了大约 650 万境外游客（这个数字在 1990 年的时候只有 150 万），而外国游客在巴西的消费为 53 亿美元（美国在 2006 年接待的游客有 5,100 万人，旅游收入为 857 亿美元）。相比而言，巴西游客每年在国外的消费为 109 亿美元，因此巴西的旅游业有很大的发展前景。另外，目前巴西接待的游客还主要集中在美洲和欧洲，但如果能够更多地吸引来自亚洲的游客（日本、中国、韩国和西亚）则巴西的旅游业发展会更加有持续性。

2009 年 12 月，巴西政府推出“2020 水彩计划（Plan Watercolor 2020）”，希望利用主办世界杯和奥运会的机会，全力推动旅游业发展。从现在起至 2020 年，预计巴西接待的游客将翻番，旅游总收入将大幅增长。“2020 水彩计划”是巴西旅游业专家经过认真调研后制定的，将为未来十年巴西旅游业的发展提供指导。巴西也将以此为契机，努力把自己打造成南美洲第一大旅游国。可以确定的是，巴西旅游业的大力发展，除了将受益与旅游有直接关系的行业外（旅游公司、酒店业、航运和交通等），还将给诸如基建、消费等带来新的发展机遇。

根据国际足联的有关规定，巴西将在南非世界杯期间举办反映巴西风土人情的展览，在南非世界杯结束后，将正式启动与巴西世界杯有关的旅游宣传活动。而里约热内卢奥运会更是巴西推广国家形象的良机，预计奥运会效应将促使旅游业增长持续至 2020 年。巴西举世闻名的旅游景点众多，比如名城里约热内卢和巴西利亚，以及亚马孙河、伊瓜苏瀑布和潘塔纳尔大沼泽等自然风光。

当前与旅游、航运和旅游消费有关的巴西上市公司不多，只有 Dufry South America、Gol-Linhas Aereas Inteligentes 和 Tam SA 等几家。Dufry South America 在巴西和南美的若干机场提供免税或者赋税的商店。Gol-Linhas Aereas Inteligentes 是一家以国内市场为主的，提供低价民航客运服务的航空公司，并新近扩充了其波音飞机编队。Tam SA 是一家提供多种航运服务的航空公司，其业务包括客运、货运和邮件递送。

图表 33: 巴西著名景点



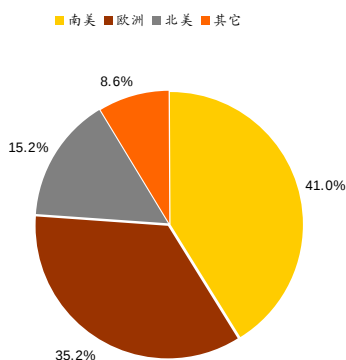
资料来源: 互联网, 中金公司研究部

图表 34: 巴西国际游客人数和旅游收入



资料来源: 世界旅游组织, 中金公司研究部

图表 35: 巴西游客来源



资料来源: EMBRATUR (2009), 中金公司研究部

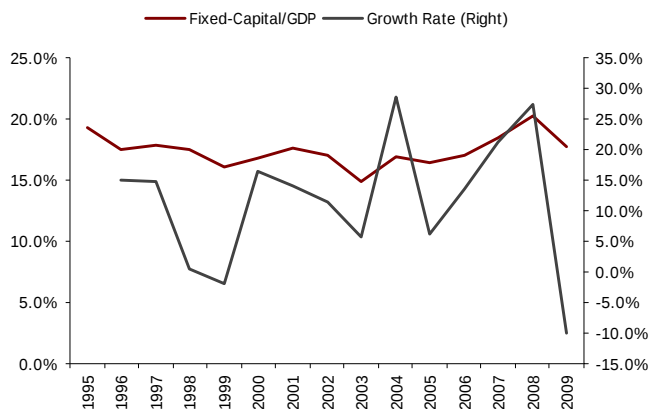
巴西基建业

世界性的盛事让巴西在未来数年将大量投资兴建基础设施，比如场馆、交通及水电配套等。据报道，国有的巴西银行（Banco do Brasil SA）表示，由于交通扩张和能源生产提升，巴西基础建设项目在未来 10 年中可能需要多达 1,600 亿雷亚尔（合 850 亿美元）的融资。巴西银行信贷业务副总裁 Ricardo Flores 在圣保罗接受采访时表示，由于巴西正在筹备 2014 年的世界杯和 2016 年的奥运会，该国的基础建设项目对投资者们产生了强大的吸引力。而海上油田的发现和政府扩张住房建设的计划也将驱动基础建设开支大幅增长。

巴西银行估计，与世界杯有关的基础建设项目需要融资 990 亿雷亚尔，其中包括用于营建场馆设施的 46 亿雷亚尔，用于地铁建设的 860 亿雷亚尔，用于铁路建设的 80 亿雷亚尔及用于餐饮旅馆设施的 4 亿雷亚尔。巴西内阁长 Dilma Rousseff 早些时候表示，政府将拨出 195 亿雷亚尔改善基础设施，筹备世界杯。Flores 表示，以 2009 年 11 月为例，交通、能源和建筑业在巴西银行的投资组合中的增长率是最快的，占新增投资总额的 28%，并且“今年这个比例不会显著地改变。”根据圣保罗一所商学院为体育部做的研究报告，奥运会将向巴西经济注入 511 亿美元，推动巴西经济持续增长至 2027 年，并在未来 7 年内每年为巴西增加 12 万个就业岗位。2009 年 9 月，巴西出口与投资促进局主席特谢拉接受记者采访时多次强调巴西的基建市场。他说，目前巴西政府已在基建领域投入 2,000 亿美元，未来四年还将投入 2,500 亿美元。根据世界银行的研究，巴西要想实现经济年增长 4% 的目标，每年的基础设施建设应占 GDP 的 5% 至 9%。有的估计认为，未来十年巴西将投入 1.1 万亿美元用于基建（相比较，中国为 9.3 万亿美元，印度 2.8 万亿美元，俄罗斯 2.2 万亿美元）。

另外，巴西是一个先进的发展中国家，是世界第五大国，从经济总量上看位居世界第九。巴西的城市化水平也在所有的发展中国家中名列前茅。巴西 2000 年的城市化率已经达到 81.4%，而同期世界平均水平仅为 46%，其农村城市化则随着整个国家的城市化发展而具有很高的水准。城市化进程发展太快，以至于如何巩固一些新建城市就成了一个有待解决的问题。在巴西城市化快速发展过程中，既出现了在现有城市或城市网周边出现的新城市或城市延伸，又出现了许多建立在未开发地区的新城市。然而，由于地广人稀，巴西尚有一些早期未被开发的大片地区，尤其是中西部地区。当东部沿海地区的发展空间越来越小时，一些人就开始充当开拓者，逐步形成一些开拓者移民城市。这些新的中小城市没有现存的城市作依托，远离经济发达地区，从而在建城之初，就缺乏住房条件、卫生设施条件、交通条件和公共服务条件。为了解决城市化发展的不平衡，巴西也将投入大量资金用于公路、铁路、电力和其它项目建设。巴西大规模的基建发展将给与基建、重型机械、原材料相关的行业带来更多的机会。

图表 36：巴西固定资产形成和 GDP 占比和增速



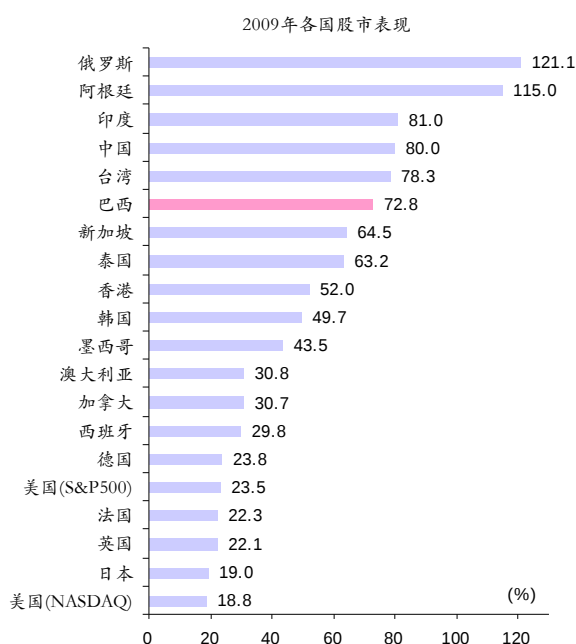
资料来源：CEIC，中金公司研究部

巴西股市投资策略

巴西股市在 2010 年将继续上升，但波动率将增大，收益将降低

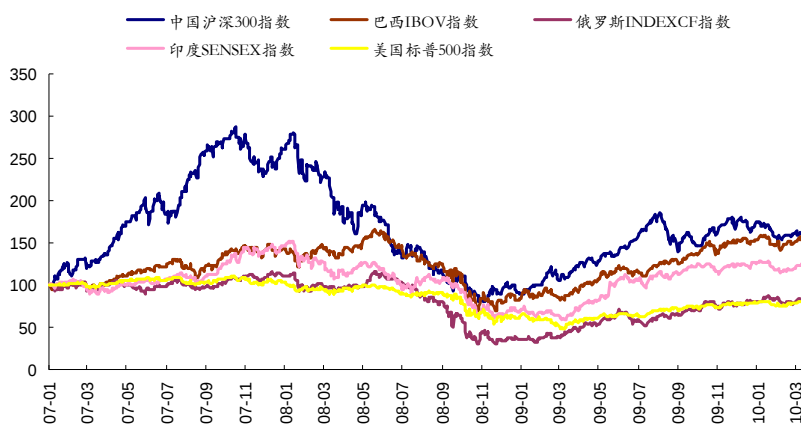
巴西股市在 2009 年里上涨了 73%，在所有的主要经济体中排第 6（图表 37）。巴西股市目前是在其 2008 年 5 月时的 95%，而其动态估值的 P/E 为 11.2 倍，见图 38、39、40 和 41。巴西股市虽然在 2009 年涨幅巨大，但在这个估值水平上仍然比较便宜。我们认为巴西股市在 2010 年里延续上涨趋势，预期在巴西 Ibovespa 指数在年底达到 82,500 点，和现在的点位比有大约 18% 的上涨空间。股市上升的主要动力是在强劲和可持续经济增长背景下，主要由国内私人部门需求（消费和资本开支）推动的盈利增长，预计 2010 和 2011 年 EPS 增长将分别达到 22% 和 20%。但投资者必须准备接受较低的回报和较高的波动率，股市的风险溢价不可能在短期内回到金融危机发生之前的水准。

图表 37: 2009 年世界各国股市表现



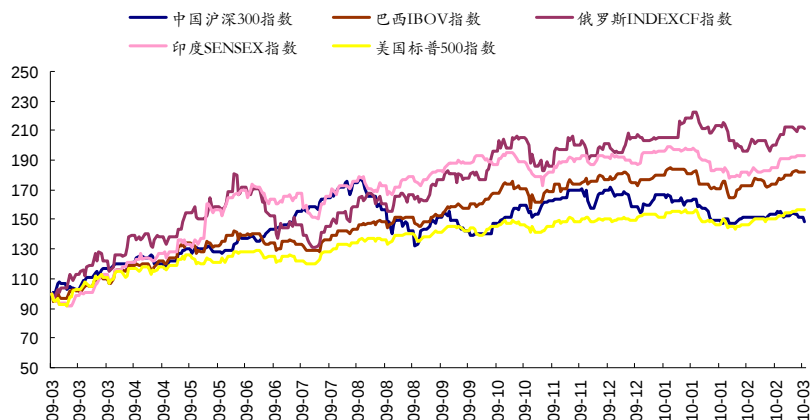
数据来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 38: 金砖四国和美国股市在过去三年的相对表现 (2007-1-1=1)



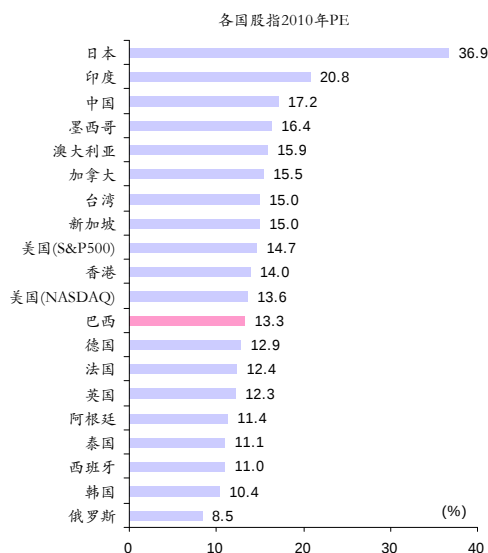
数据来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 39：金砖四国和美国股市从2009年3月低点反弹以来的相对表现 (2009-3-1=1)



数据来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 40：各国股指2010年PE值



数据来源：Bloomberg, 中金公司研究部

图表 41：金砖四国和美国股指静态PE历史走势



数据来源：Bloomberg, 中金公司研究部

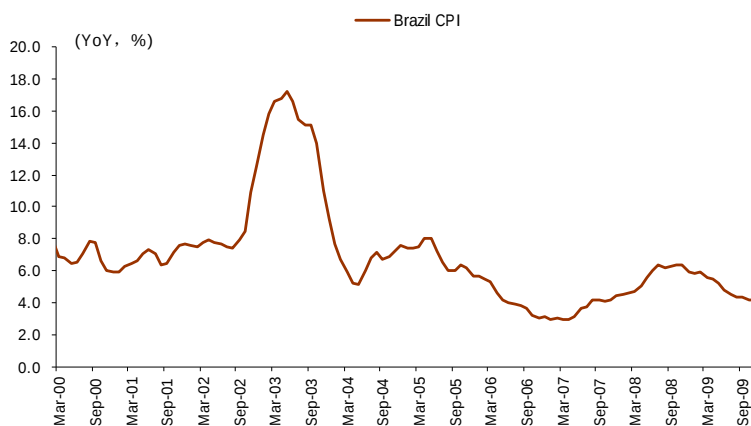
和发达市场相比，巴西将较早实施退出措施

与发达国家相比，以金砖四国为首的发展中国家将较早地实施退出措施。因为巴西的通胀仍处在低位（图表 42），巴西有可能在 2010 年第三季度加息，并在以后持续加息。巴西央行已经于 2 月 24 日将存款准备金率提高 2 个百分点，将国内银行法定存款准备金率从 13% 升至 15%，同时将现金和定期存款费率分别从原来的 5% 和 4% 升至 8%，以防止通货膨胀加速。巴西央行行长恩里克·梅雷莱斯随后表示，上调存款准备金率是化解流动性过剩问题所采取的必要措施，预计此举将能够减少 710 亿雷亚尔（约合 390 亿美元）的流动性。在财政状况方面，巴西的情况若以财政赤字/GDP 之比、净负债和财政支出来衡量要比发达市场乐观很多。因此，巴西有能力较早地退出宽松的货币政策和积极的财政政策。即使巴西加息，也不会对经济的发展前景造成较大的影响，因为巴西的强劲内需将在较长的时间内带动经济保持增长。另外，鉴于 2010 年 10 月的总统选举在即，巴西政府应该会继续实行一定的经济刺激。

我们对巴西雷亚尔和巴西资产前景乐观

巴西是在过去的一年里各国实行数量化宽松手段所产生的流动性的最大受益者，而且目前的趋势也是有利于巴西的。虽然说随着各国开始实行退出策略，流动性的收紧将使得美元升值，打压大宗商品的价格，而当前的资金流向和 carry-trade 的操作也表明巴西的证券市场确实存在这样的风险。但是，资金的流向趋势表明巴西雷亚尔还有继续升值的空间。不可忽视的是，巴西市场的波动率将上升，所以投资者目前应该买入波动率。中长期来看，投资者对巴西的资产前景应该感到乐观，因为巴西将会有很多吸引投资者的地方，比如发育良好的国内市场，将要在 2014 年召开的世界杯足球赛，和在 2016 年开幕的奥林匹克运动会等。

图表 42：巴西 CPI 同比变化



数据来源：Bloomberg，中金公司研究部

成长型和中型公司股票将表现良好

对于巴西股市来说，2010 年至关重要的一点是货币政策收紧的程度。由于目前通胀仍然较为温和、通胀预期较低以及大选将在 2010 年 10 月来临，巴西央行可能要到 2010 年下半年才会加息。历史经验证明，成长型公司的股票在利率保持稳定的时候，在 3 个月的持股期间，跑赢指数 0.7%。由于大型公司股票对于利率的敏感度较低，而中小公司股票敏感度较高，所以在加息之前，中小型公司股票将维持前期的良好表现。综合来看，考虑到巴西央行有早于 2010 年下半年开始加息的风险，我们推荐成长型和中型公司的股票。

在 2010 年里，最具增长前景的是内需周期板块

这些板块包括金融机构、零售、航空和运输、房地产等。这些板块将在 2010 年继续表现突出。和别的板块相比，这些板块的盈利将更多地得到上调。因此，我们推荐的板块策略是超配与内需关系密切的周期性板块，中配或者低配全球性的周期板块，低配国内的防御性板块。这么做的根据是我们看好巴西国内经济的复苏和发展，但同时考虑到全球经济前景变差的风险。

图表 43：巴西行业板块策略

板块	投资主题	配置推荐
零售	当前的经济周期将长于2004-08年那次周期，得益于消费开支增加、就业市场好转、收入增加，并且信贷情况好转	超配
电信	在未来的几年内，预期基础设施开支将增加，以缓解巴西基础设施的瓶颈。2014年世界杯和2016年奥运会的召开都将增加对于电信服务的要求。巴西开发银行在未来的四年内将投资250亿美元，用于基础设施的建设。	超配
工业	巴西的工业生产在2010年将继续。	超配
房地产	巴西房地产的趋势将增强，得益于新的Minha Casa Minha Vida计划。在2010年，巴西的房贷按揭数将挑战历史高位，因此对于住宅的强劲需求将持续。	超配
采矿	从2008年12月开始，由中国领导的炼钢业在恢复。大部分的铁矿采掘生产企业都处于几乎满负荷状态，这将给他们带来在定价权方面的优势。	超配
经济机构	经济处于扩展初始阶段，贷款增长将加速，金融机构的资产质量将提高，因为消费者贷款减计最差的时候已经过去。	超配
保健	巴西的医疗计划覆盖的人口范围较窄（21%的人口），且巴西人口呈现出老龄化迹象（到2050年，65岁以上人口将增加6个百分点到20%），因此保健板块有较大的发展前景；板块内有较多的整合机会。	超配
石油天然气	原油的供应趋紧，但世界经济的发展可能较缓慢，打压对于石油的需求。	中配
农业	农产品的前景不是非常乐观。	低配
传媒	防御性板块。	低配
化工	原油价格高企，作为输入原料，打压化工板块的盈利。	低配
食品饮料	防御性板块。	低配
森林和木浆	巴西公司的杠杆率过高，增长前景有限。	低配
电力服务	防御性板块。	低配
钢铁	铁矿石价格将持续上涨（在2010年上涨约25%），压制钢铁板块的盈利。	低配

数据来源：中金公司研究部

图表 44: 巴西各行业重点上市公司

Ticker	公司名称	市值 (BRL bn)	2009 财年收入 (BRL mn)	2009 财年净利润 (BRL mn)	2009 财年EPS (BRL)	股价	市盈率	预测市盈率
Mining								
VALE3 BZ Equity	Vale Sa	271	48,497	10,249	1.97	52.90	26.9	16.7
Oil & Gas								
PETR3 BZ Equity	Petrobras - Petroleo Bras	347	215,119	32,988	3.76	41.30	12.8	12.6
UGPA4 BZ Equity	Ultrapar Participacoes-Pref	10	36,116	467	3.48	86.42	24.8	17.7
Steel								
CSNA3 BZ Equity	Cia Siderurgica Nacional Sa	51	10,978	2,599	3.56	68.19	19.3	15.4
GGBR4 BZ Equity	Gerdau Sa-Pref	36	26,540	1,122	0.79	27.60	22.8	14.6
USIM3 BZ Equity	Usinas Siderurgicas De Minas	29	10,924	1,344	2.72	57.29	21.0	14.3
Banks & Insurance								
ITUB3 BS Equity	Itau Unibanco Holding Sa	155	96,328	10,067	2.22	29.80	13.7	10.4
BBAS3 BS Equity	Banco Do Brasil Sa	77	97,787	10,148	3.95	30.16	7.6	9.6
BBDC3 BS Equity	Banco Bradesco S.A.	100	97,229	8,012	2.13	25.93	11.2	9.5
Air Transportation								
GOLL4 BZ Equity	Gol Linhas Aereas - Pref	6	6,025	891	3.93	24.38	6.2	12.3
TAMM4 BZ Equity	Tam Sa-Pref	5	10,592	-1,360	-9.06	31.15	n.a.	5.5
Consumer Goods								
AMBV4 BZ Equity	Cia De Bebidas Das Ame-Pref	97	23,194	5,986	9.71	169.48	17.7	15.8
MRFG3 BZ Equity	Marfrig Alimentos Sa	7	6,204	-36	-0.13	21.30	11.6	14.9
BRFS3 BZ Equity	Brf - Brasil Foods Sa	19	15,906	120	0.28	44.17	n.a.	29.0
Health Care								
AMIL3 BZ Equity	Amil Participacoes Sa	5	4,884	112	0.31	12.70	40.6	19.4
ODPV3 BZ Equity	Odontoprev S.A.	3	379	59	1.33	59.00	26.6	24.2
Home Building								
BISA3 BZ Equity	Brookfield Incorporacoes Sa	4	792	103	0.39	8.71	25.8	17.7
RSID3 BZ Equity	Rossi Residencial Sa	4	1,233	119	0.62	14.50	18.7	15.9
Malls								
BRML3 BZ Equity	Br Malls Participacoes Sa	5	393	284	1.53	23.15	15.3	21.7
IGTA3 BZ Equity	Iguatemi Emp De Shopping	2	217	86	1.20	30.50	24.3	19.9
Retail								
DROG3 BZ Equity	Drogasil Sa	2	1,721	75	1.26	29.00	23.0	20.4
LAME4 BZ Equity	Lojas Americanas Sa-Pref	10	6,975	117	0.16	13.62	64.4	60.3
PCAR5 BZ Equity	Cia Brasileira De Dis-Pref A	17	23,254	592	2.32	61.00	25.5	21.1
Tecomm								
TNLP3 BZ Equity	Tele Norte Leste Part	14	18,736	1,154	3.02	38.90	145.0	25.1
TMAR5 BZ Equity	Telemar Norte Leste Sa-Pr A	14	18,665	1,521	6.38	53.55	319.9	14.2
Transportation								
ALLL11 BZ Equity	All America Latina Logistica	11	2,472	32	0.01	16.47	n.a.	43.1
RENT3 BZ Equity	Localiza Rent A Car	4	1,821	102	0.52	19.82	38.4	17.3
STBP11 BZ Equity	Santos Brasil Participacoes	2	661	41	0.06	16.00	253.3	28.6
Pulp & Paper								
KLBN4 BZ Equity	Klabin Sa-Pref	5	2,960	333	0.37	5.26	14.2	19.6
SUZB5 BZ Equity	Suzano Papel E Celulose Sa	7	3,953	878	2.86	21.95	7.7	13.0
FIBR3 BZ Equity	Fibria Celulose Sa	17	6,000	558	1.19	36.19	26.3	20.3
Sugar & Ethanol								
ACGU3 BZ Equity	Acucar Guarani Sa	1	1,171	-291	-1.01	4.91	n.a.	12.6
SMT03 BZ Equity	Sao Martinho Sa	2	774	-72	-0.64	16.69	17.9	20.9

数据来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。