

铁矿：四大矿山最新动态追踪—— 当下仍黑暗，未来有光明

张鹏程

黑色研究员

执业编号：F3034110

联系电话：0571-28132639

邮箱：3120376565@qq.com

陈敏华

金属研究员

投资咨询编号：Z0012670

联系电话：0571-28132639

邮箱：

chenminhua@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版

物资大厦1125室、1127室、12

楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

主要观点

- 2018年1季度飓风、暴雨等影响，国外矿山的发运、生产受到影响，为完成2018财年的发运/产量目标，二季度四大矿山的发运环比将会提升，对后续铁矿供应端造成压力。
- C1成本来看目前FMG仍然是四大矿山中最低的，2018财年前三季度C1成本为12.43美元/湿吨，2017年交付成本22美元/湿吨，但由于其品位普遍在56%-58%，若我们将其折算回62%，交付成本大概在39.2美元/干吨（按含水8%，39%折扣计算，盘面约320元/干吨），是四大矿山中交付成本最高的，但对其他非主流矿山依然具有成本优势。
- 目前四大矿山仍有新项目在建，预计2020年之后铁矿在建项目缩减，全球铁矿供需格局将由目前的供给过剩转向供需平衡的新阶段。
- 必和必拓和力拓认为中国的供给侧改革和环保政策将带来高品矿需求的提升；必和必拓认为中国的一带一路将使亚洲新兴国家成为世界钢铁长期需求的增长点；力拓仍较为看好全球经济的增长（2017年底观点），但通过2018年上半年各经济体发展来看，我们发现世界经济增长有放缓迹象。



2018年4月以来，四大矿山纷纷发布了最新一期的季报，结合2017年度的报告，我们对四大矿山最新的动态做如下梳理：

1. 2018年四大矿山的发运/产量目标&完成情况；
2. 四大矿山的成本&利润情况；
3. 四大矿山最新项目动态追踪；
4. 国外矿山观点梳理

一、2018年四大矿山的发运/产量目标&已完成情况

一般在2017年的年度报告中，四大矿山会披露2018年度的发运/产量目标，并在之后的执行过程中如有必要会对其进行调整。根据四大矿山披露的2018年发运和产量目标来看，力拓2018年发运目标为3.3-3.4亿吨，FMG的发运目标为1.7亿吨，BHPB的产量目标在最新一季的季报中已经小幅下调至2.72-2.74亿吨，下调原因是受到前期气旋影响及翻车机的维护，淡水河谷2018年的产量目标为3.9亿吨。对以往年度，我们看到2018年四大矿山的目标仍有一定幅度的增长，其中淡水河谷由于S11D的逐步投产，今年产量有望增加2300万吨左右，力拓也会有接近1000多万吨发运量的增长，BHPB小增400-600万吨，FMG环比持平。总量来看，虽然仍在增长但其增速正在逐步缩小，2018年的增速将从2017年5.3%的下滑至2.6%-3.6%，主要原因在于新增产能投放逐步减缓。

从目前已经完成的量来看，2018年Q1力拓完成发运0.803亿吨（100%）；FMG前三季度完成1.232亿吨发运，余下还有接近0.47亿吨将在2018财年的Q4完成；BHPB在2018财年前三季度完成2.04亿吨发运，Q4仍有0.68-0.7亿吨的运量需要完成；淡水河谷由于受到暴雨影响，2018年Q1只完成0.82亿吨产量。预计二季度四大矿山为完成全年目标，将会逐步提高发运和产量，铁矿石供应压力将持续加大。

图1：四大矿山年度目标及完成情况梳理

单位：亿吨

矿山	2016	2017	2018E	最新一期	环比	同比	已完成运量/产量	剩余目标量
RIO发运量	3.35	3.28	3.3-3.4	0.803	-11%	5%	0.803 (2018Q1)	2.5-2.6
BHPB	2.27	2.68	2.72-2.74	0.67	-6.30%	7.80%	2.04 (2018Q3)	0.68-0.7
VALE	3.49	3.67	3.9	0.82	-12.20%	-4.90%	0.82 (2018Q1)	3.08
FMG发运量	1.65	1.7	1.7	0.387	-4%	-2%	1.232 (2018Q3)	0.47
合计	10.76	11.33	11.62-11.74					
增量		5.30%	2.6%-3.6%					
注：	单位亿吨 BHPB/FMG采取财年，一个财年为上年三季度到本年二季度							

资料来源：信达期货研发中心

二、四大矿山的成本&利润

根据最新的季报显示,目前四大矿山中 C1 成本最低的仍是 FMG,其 C1 成本从 2016 财年 1 季度的 16.9 美金/湿吨一路下滑至 2018 财年 2 季度的 12.08 美金/湿吨,创了历史新低,但三季度其 C1 成本上升至 13.14 美元/湿吨,主要原因是受汇率波动的影响。综合来看 2018 财年 FMG 前三季度的平均 C1 为 12.43 美金/湿吨,同时根据其 2017 年报披露的交付成本大约为 22 美元/湿吨,但由于其铁矿石品位大部分在 56%-58%,在高利润背景下,钢厂对高品矿的追逐导致其低品资源不得不给出 39%的折扣(2018 年 5 月份),因此将该价格折算成干基(按 8%的水)、62%基准的到岸价约为 39.2 美元/干吨,折合人民币价格约在 320 元/吨(今年原油价格上涨,预计交付成本将继续上浮)。

力拓的皮尔巴拉矿区 C1 成本也从 2014 年的 20.4 美元/吨一路下滑至 2017 年底的 13.4 美元/吨,背后反应的也是力拓产量逐步扩张之后现金成本的下滑。2017 财年底必和必拓的现金成本在 14.6 美金/湿吨,其计划在 2018 财年将现金成本下降至 14 美元/湿吨以下,未来的中期目标是将 C1 成本降至 13 美元/湿吨以下。目前淡水河谷 1 季度披露的 C1 成本在 14.8 美金/湿吨(不含资源税),若考虑运费,管理费用及资源税成本,淡水河谷铁矿的盈亏平衡点在 33 美元/湿吨左右,如果算上球团矿盈亏平衡点大概在 34.5 美元/湿吨左右(按 8%水折算 37.5 美元/干吨),2017 全年铁矿石运至中国的盈亏平衡点在 34.3 美元/湿吨。从全球铁矿石的生产成本来看,除了罗伊山铁矿及少数矿山,目前四大矿山的成本依然领先于其他矿山,按照目前普氏 62%指数 67.8 美元/吨的价格,成本最高的 FMG 利润率依然有 42%左右。

图 2: FMG 现金成本变化

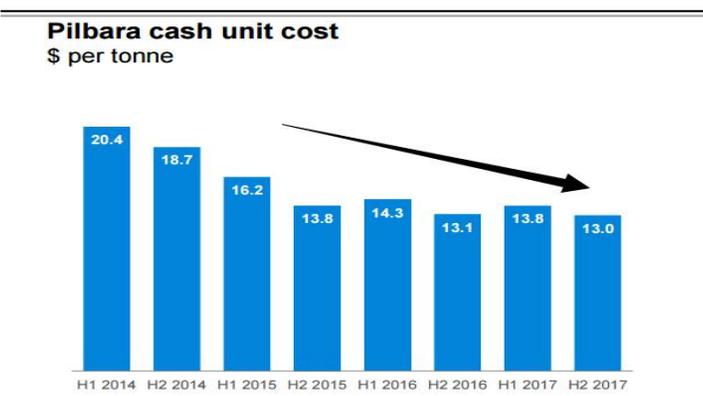
单位:美元/湿吨



资料来源:FMG 官网,信达期货研发中心

图 3: 力拓皮尔巴拉地区现金成本

单位:美元/湿吨



资料来源:力拓官网,信达期货研发中心

图 4: BHPB 现金成本

单位: 元/吨

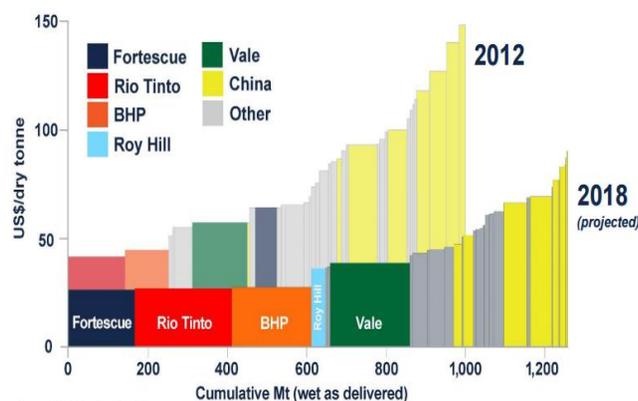
WAI0 – High margins driven by product mix and improvement initiatives
(Unit cost, US\$ per tonne)



资料来源: BHPB 官网, 信达期货研发中心

图 5: 全球铁矿石生产成本曲线

China's Iron Ore Supply CFR Costs (including royalties & ocean freight)



Source: Metalystics – October 2017

资料来源: FMG 官网, 信达期货研发中心

三、四大矿山新项目追踪

矿山新项目的建设投产将直接影响四大矿山的未来供给, 因此追踪这些新项目的动态对于我们来说非常重要。根据最新的年报和季报的披露, 我们整理的四大矿山新项目动态如下:

淡水河谷: S11D 项目是铁矿石行业有史以来规模最大的建设项目, 位于巴西帕拉州的卡拉加斯矿区, 属于淡水河谷的北部生产系统。S11D 项目自 2014 年上半年开始建设, 目前矿山和工厂的建设已经完成了 95%, 配套物流项目已经完工 91%。S11D 建成后将具备年处理 2.3 亿吨铁矿石的能力, 全部达产后每年将产出铁矿 9000 万吨, 大约在 2020 年全部达产后有望将淡水河谷的铁矿石产能提升至 4-4.5 亿吨, 产出的铁矿石平均品位高于 65%。目前该项目部分产能已经在 2017 年年初投入运营。

力拓: 2017 年 Silvergrass 矿山投产, 该项目年产能 1000 万吨, 产出高品、低磷的马拉曼巴矿石。随着 Silvergrass 项目的逐步满产, 力拓的铁矿石产能有望达到 3.6 亿吨/年。而皮尔巴拉地区的 Koodaideri 矿山是未来力拓主要推进的智能矿山项目, 2018 年有望完成可行性研究, 预计 2019 年开始建设, 项目将于 2021 年左右完工。该矿山年产能有望达 4000 万吨, 将成为澳洲最大的铁矿石生产项目, 预计投资 22 亿美元。

必和必拓: 已完成一部分前期工作的 South Flank 项目将扩大现有的 Mining Area C Hub, 是必和必拓用来代替在 2020 年逐步开采完的 Yandi 矿 (产能每年 8000 万吨(100%))。该项目将会在 2018 财

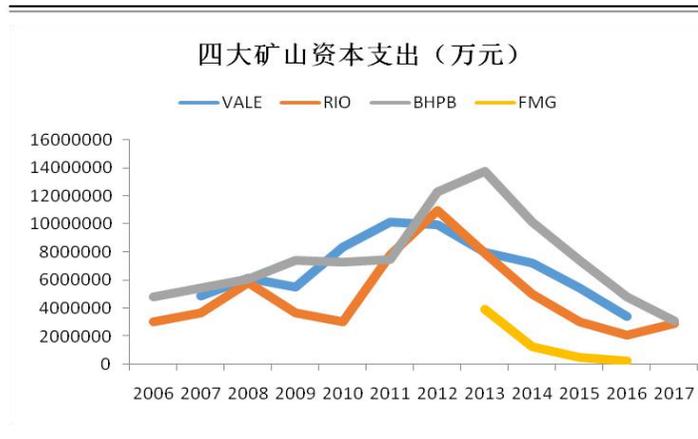
年中期提交董事会审核，预计每吨资本支出在 30-40 美元，出矿将会在 2021 财年，随后将逐渐提升产量以抵消 Yandi 铁矿产量下降造成的影响。通过技术升级及该项目的建设，有望提升目前必和必拓铁矿石的平均品位和块矿产量，有望将混矿的平均品位从 61% 提升至 62% 左右，未来必和必拓的铁矿石产能有望提升至 2.9 亿吨/年。

FMG: Eliwana 项目的可行性研究在 2017 年启动，可能于 2018 年下半年启动矿场建设，该项目具有年产能近 5000 万吨，将用于替代所罗门中心的 Firetail 矿山（产能 2700 万吨），有望提升 FMG 的平均铁品位并将 FMG 的铁矿石年生产能力扩张至 2 亿吨左右。

从四大矿山的资本支出来看，我们看到 2012-2013 年是资本支出较多的年份，主要源于四大矿山前期的超高利润，当时必和必拓用于矿山建设的资本支出甚至达到了 1400 亿元。而通过 2-3 年的建设，这些新增的矿山逐步投产，四大矿山的固定资产在 2014-2015 年有了较为明显的增加。低成本矿山产能的快速释放，叠加全球铁矿石消费的放缓，最终造成了铁矿石供给过剩的局面，并延续至今。铁矿石的过剩格局导致铁矿石价格开启了漫漫熊途，价格的下跌也令四大矿山的现金流恶化，资本支出开始放缓，2014 年开始四大矿山的资本支出开始大幅下滑，必和必拓已经由最高的 1400 亿下滑至不足 400 亿元。资本支出的减少也令后续铁矿石新增的产能越来越少，这也预示着随着目前四大矿山在建/拟建的铁矿项目逐步建成后，后续铁矿供给过剩的局面将逐步收窄。预计在 2020 年之后全球铁矿石供需格局将从目前的供给过剩局面逐步过渡至供需平衡的阶段。整体供需格局的改善有望带动铁矿价格向上回归。

图 6：四大矿山资本支出

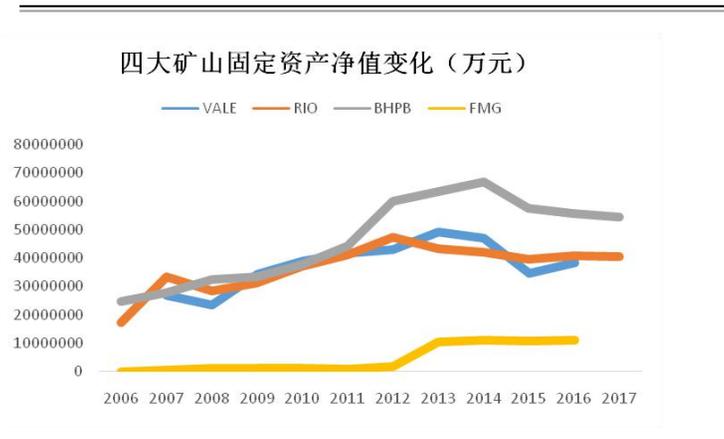
单位：万元



资料来源：四大矿山年报，wind，信达期货研发中心

图 7：四大矿山固定资产净值变化

单位：万元



资料来源：四大矿山年报，wind，信达期货研发中心

四、国外矿山观点梳理

必和必拓认为中国的供给侧改革和环保政策将支撑对高品位矿石和优质冶金用煤的长期需求,而2018年中国吨钢利润将会逐步回落至100美元/吨左右。得益于中国的一带一路战略,一些新的钢厂正在印度及一些东南亚国家建成,未来这些亚洲新兴国家(包括印度、东盟国家及其他一些南亚国家)的经济增长将带动长期的钢铁需求。

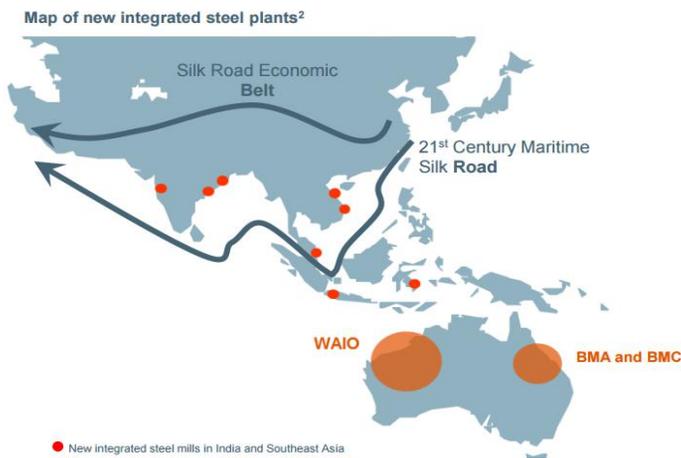
图8: 必和必拓对吨钢利润预判

单位: 美元/吨



资料来源: 必和必拓官网, 信达期货研发中心

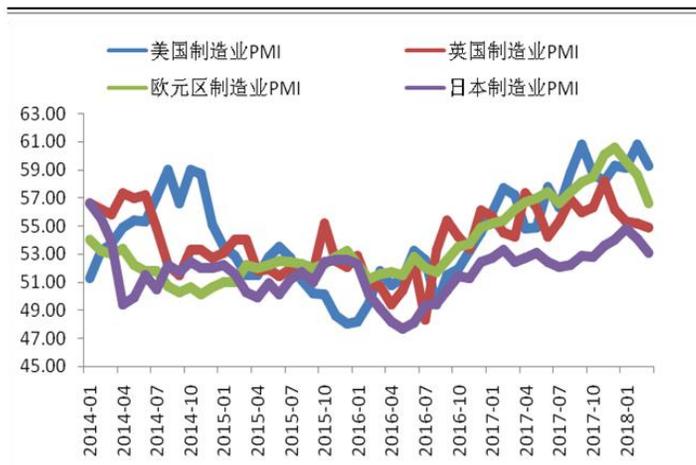
图9: 一带一路带来新的钢铁需求增长



资料来源: 必和必拓官网, 信达期货研发中心

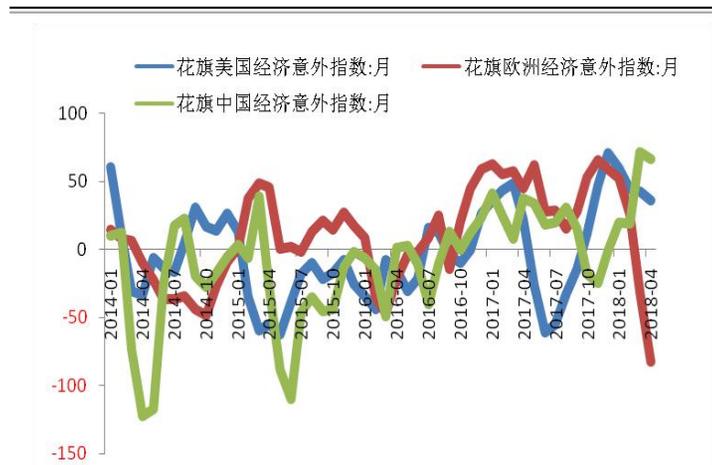
力拓认为全球经济增长的动力仍然保持健康,对全球经济仍看好。其认为美国强大的消费信心及健康制造业和投资依然支撑着美国经济的的增长。欧洲由于制造业和小消费信心的强势令其表现好于预期。对于中国的经济其认为未来六个月经济增长将有所放缓,但中长期来看依然保持乐观。并认为中国的环保政策将显著增加高品矿的需求(值得注意的是这是力拓在2017年报中对世界经济的观点)。最新的国外主要经济体的制造业PMI指数在2018年上半年都出现了不同程度的下跌,表明各国制造业景气度在回落。无独有偶,我们也看到了美国、欧洲的经济意外指数都出现不同程度的下滑,其中欧洲经济的意外指数已经转负,表明欧洲经济的增长已经不及市场预期,结合来看我们认为全球经济增长将出现放缓。

图 10: 各国制造业 PMI 指数



资料来源：信达期货研发中心

图 11: 经济意外指数



资料来源：信达期货研发中心

五、总结

从 2018 年供需来看，目前铁矿石供给过剩的局面仍将维持，基本面弱势难改。后续四大矿山为了完成年度目标，产量和发运会继续走高，对铁矿造成供应端压力。而贯穿全年的环保政策依然对铁矿石的需求造成干扰，但同时也会加剧结构性问题。整体来看，2018 年下半年铁矿石依然将维持偏弱的格局，但继续下行空间已相对有限（毕竟四大矿山最高的 FMG 成本（折算回 62%）也在 320 元/干吨），将进入漫长的筑底阶段。若将视角拉长，我们看到铁矿石供给过剩的局面正在逐步收窄，并有望在 2020 年以后重新归于供需平衡的状态，因此对于铁矿石来说当下仍然黑暗，但光明已在不远处等候。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 330000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

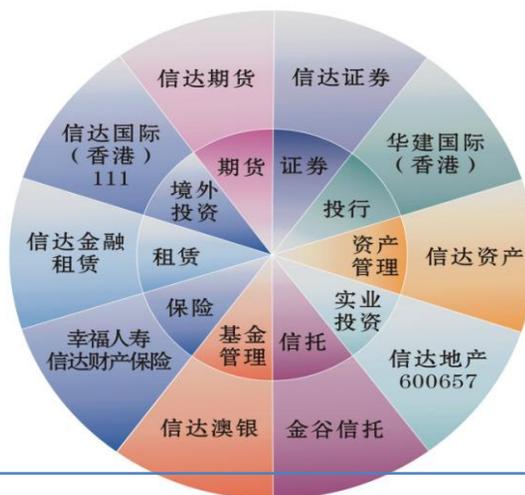
公司总部设在杭州，下设浙江金华分公司、台州分公司、北京营业部、上海营业部、沈阳营业部、哈尔滨营业部、大连营业部、石家庄营业部、广州营业部、深圳营业部、乐清营业部、富阳营业部、温州营业部、宁波营业部、绍兴营业部、临安营业部、萧山营业部、余杭营业部 18 家分支机构，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道 4001 号时代金融中心 4 楼 402-2 (咨询电话: 0755-83739066)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。