

中小矿山供应概况专题报告

兴证期货.研发中心

2019年2月27日 星期三

黑色研究团队

韩惊

投资咨询编号: Z0012908

从业资格编号: F3010931

李文婧

从业资格编号: F3024409

投资咨询编号: Z0010649

蒋馥蔚

从业资格编号: F3048894

联系人

韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

总述

1. 淡水河谷大坝事故对铁矿供应影响较大, 部分中小矿山有复产动力, 但难以抵消缺失的供应。
2. 中小矿山中, Atlas、MRL 以及英美资源 2019 供应增量相对较大, 并且部分因成本因素停产的产量或将复产。
3. 我们预计四大矿山 2019 年的总产量增速由矿难发生前的 2.6% 下降至矿难后的-3.6%, 全球铁矿供给相对事故前减少约 4000 万吨, 整体供需差相对收窄。
4. 受供应下滑的影响, 我们预计铁矿石价格中枢将明显上移。由此我们上调全年普氏 62% 指数预期至 75 美金到 90 美金区间。
5. 风险提示, 未来需关注巴西 Brucutu 矿区是否会超预期提前复产, 铁矿供给增量超出预期, 以及宏观经济大幅回落带动需求下滑的风险。

目前国外矿山已经处于扩产周期尾声，整体增量有限。而由于淡水河谷矿石事故的影响，今年矿石整体供应受到的影响明显，今年全球矿石供应增幅将从大于需求增幅的情况转为小于需求增幅。另一方面，随着铁矿石价格的飙升，此前因为成本因素关闭的中小矿山或将出现复产，从而弥补淡水河谷事故带来的部分供应缺失。本文主要为梳理部分中小矿山的供应、成本及利润情况，从而推导 2019 年全球铁矿的整体供应水平。

1 Atlas

Atlas 为澳洲的矿产公司，主要产品为精粉和块矿。2018 年三季度 Atlas 共生产矿石 200 万吨，相比二季度产量下降约 46 万吨，降幅达 19%，但发货量整体变动不大，三季度为 195 万吨，相比二季度下滑 11.5 万吨。产量的下滑主要是由于市场环境竞争激烈，Atlas 利润转负，故在 2018 年 7 月下调了其 Webber 矿区的产量，导致三季度产量下滑较大。除了 2018 年的 Webber 矿区下调产量外，Atlas 在 2018 还关停了 Wodgina 和 Abydos 的运行，这使得 2018 财年的全年产量相比于 2017 财年下滑 513 万吨，下滑比例达 35.7%，并以粉矿为主。

成本方面来看，2018 财年的完全成本为 62.57 澳元/吨，折合美元 47.21 美元/吨，相对于 2017 财年上升了 13.6%，这主要是由于关停了部分矿区，导致固定成本摊销变多，同时油费的上涨和平均运距的上升也有影响。但另一方面，其报告也表示如果市场状况好转，其将寻求在短期迅速提升产量；故如果铁矿石普氏指数维持在 75 美金以上的位置，Atlas 则有着复产动力，短期 Webber 矿区的年产量增幅最高或可达到 200 万吨。此外由于矿石价格下跌而在 2017 年 6 月停掉的 Corunna Downs 开发项目或在 2019 年 3 月重启，目前该项目还在准备阶段没有产量，根据此前报告公布的数据推测，我们预计该项目将在重启开发一年后左右达到首阶段 400 万吨的年产量。

图 1: Atlas 近年运量及成本情况

	2017FY	2018FY	变动
运量（千吨）	14351	9217	-36%
C1现金成本（美元）	26	30	16%
售价（美元）	46	58	27%
折普氏完全成本（美元）	67	75	12%

数据来源：公司报告，兴证期货研发部

图 2: Atlas 近年运量直方图



数据来源：公司报告，兴证期货研发部

2 MRL

MRL 是澳洲的矿产公司，主营铁、锰、锂矿开发，铁矿主要产品为铁精粉与块矿。2018 财年公司产量下降较多，其原因是 Yilgarn 矿区的恢复运营申请并没有得到澳洲政府的通过。但公司在 2018 年收购了 Cliffs 位于澳洲的 Koolyanobbing 矿山，并且三季度已经开始生产运营，首船货于 2018 年 12 月底发出；另一方面公司表示由于低品矿折价太大，决定暂时控制销售，该矿山 2018 年四季度产量为 56 万吨，发运 29.2 万吨，最终该矿区年产可达 600 到 625 万吨。MRL 预计 2019 财年铁矿石发货量超过 1050 万吨，相比 2018 财年增长 115 万吨以上。成本方面来看，其 2018 财年现金成本增加 12%，但售价则由于折价率的提高下滑了 11%。

2019 年 MRL 矿山的主要增量来源于新收购的 Koolyanobbing 矿山。我们通过翻看 Cliffs 的公司年报推算出其折合普氏 62% 的完全成本大概在 70 美元附近。故就目前的矿价来说，公司有着较强的复产动力。但由于矿山收购时间不久，生产准备工作并没有完全准备完毕，故 2019 年还很难达到最大 600 到 625 万吨的年产量；公司给出的 2019 运量预期是大于 350 万吨，由于这个数字给出的时间在近期铁矿石价格大幅上涨之前，故我们认为公司或将加大工程进度，最终运量将高于 350 万吨，或将达到 500 万吨左右。

图 3: MRL 近年运量及成本情况

	2017FY	2018FY	变动
运量 (千吨)	12271	9348	-24%
现金成本 (美元)	42.8	47.9	12%
售价 (美元)	56.3	50.1	-11%

数据来源: 公司报告, 兴证期货研发部

图 4: MRL 2019 生产目标

FY19 Planned Commodity Production

Iron Valley Iron Ore

- Export: approx. 7Mt
 - Lump: 3.9Mt
 - Fines: 3.1Mt
- High discounts as well as penalties for impurities
- Marginal operations

Koolyanobbing Iron Ore

- Export: >3.5Mt
 - Lump: 1.5Mt
 - Fines: 2.0Mt
- Annual run rate: 6Mtpa
- Delayed approvals will impact this year's cost and earnings

数据来源: 公司报告, 兴证期货研发部

3 Cliffs

Cliff 是美国的矿业公司, 在美国拥有矿山, 产品为球团矿, 主要销往美国及加拿大的钢厂, 其球团矿的产能为 2740 万吨/年, 占全美球团矿总产能的 55%; 其曾经也在澳大利亚拥有过矿山, 但是因为亏损等原因故在 2018 年上半年将澳洲的矿山出售给了 MRL。产量方面, 2018 年四季度归属于 Cliff 的矿石产量为 559.8 万吨, 与去年同期相比小幅增加 55 万吨, 而整个 2018 年归属于 Cliff 的产量为 2032.9 万吨, 与 2017 年相比增加 1553 万吨。2019 年 Cliff 的产量目标与 2018 年持平, 均为 2000 万吨, 并未有增量。

成本方面来看, 2018 年 Cliff 的现金成本为 62.95 美元/吨, 完全成本为 66.27 美元/吨, 相比去年分别增长 5.9%和 5.2%, 而由于球团溢价的走高, 其全年平均销售利润达到 39.37 美元/吨, 增长达 57.2%; Cliff 预计 2019 年现金成本为 62-67 美元/吨之间, 取中间值 64.5 美元/吨的话, 即相比 2018 年增长 2.5%。

图 5: Cliff 近年产量及成本情况

	2017	2018	变动	2019E	变动
产量 (千长吨)	18683	20563	10%	20000	-3%
现金成本 (美元)	59	63	6%	62-67	2%
完全成本 (美元)	63	66	5%	66-71	4%
售价 (美元)	88	106	20%		

数据来源: 公司报告, 兴证期货研发部

4 英美资源

英美资源总部位于伦敦, 铁矿石生产分布于南非的 kumba 矿区和巴西的 Minas-Rio 矿区, 其中 kumba 主要生产粉矿和块矿, Minas-Rio 生产球团矿。2018 年英美资源铁矿石产量下滑较多, 主要是由于巴西的 Minas-Rio 在 2018 年 3 月发生了管道泄漏事故, 随后进行了停产检修, 公司预计 2019 年该矿区将恢复正常生产, 产量预计在 1800 万吨到 2000 万吨, 并逐步最终达到 2650 万吨的年产能。成本方面 2018 年公司预计 2019 年整体持稳。

图 5: 英美资源近年产量及成本情况

	2017	2018	变动	2019E	变动
产量 (百万吨)	61.8	46.5	-25%	61-64	34%
现金成本 (美元) Kumba	31	35	13%	35	0%
现金成本 (美元) Minas-Rio	31	/	/	28-31	
售价 (美元) FOB Kumba 干基	71	72	1%		
售价 (美元) FOB Minas-Rio 湿基	65	70	8%		

数据来源: 公司报告, 兴证期货研发部

5 其他中小矿山

Royhill 为澳洲的铁矿公司, 其铁矿石产品主要以粉矿及块矿为主, 其 2017 年产量为 4250 万吨, 2018 年预计 5300 万吨, 增量达 1050 万吨, 增幅达 24.7%; 预计其 2019 年产量为 5500 万吨, 小幅增加。

CSN 是巴西第三大钢铁生产公司, 同时也是大型铁矿石生产商。其 2017 年产量为 2995 万吨, 2018 年产量为 3000 万吨, 预计其 2019 年产量为 3100 万吨, 小幅增加。

CAP 为智利公司, 产品以球团为主, 运往中国比例达 66%, 预计 2019 年运量小幅增加, 而到 2020 年运量或将上升至 1800 万吨。2018 年运量预期由 1623 万吨下调至 1515 万吨, 主要是由于 Huasco Valley 地区对运输的限制, 目前公司表示已经解决。

图 5：其他中小矿山近年产量情况

产量（百万吨）	2017	2018E	2019E
Royhill	42.5	53.0	55.0
CSN	30.0	30.0	31.0
CAP	16.1	15.2	16.5

数据来源：公司报告，兴证期货研发部

6 2019 全球铁矿供应格局改变

根据我们此前年报预测，未来四大矿山产量目标的下限在 11.88 亿吨，上限在 12.06 亿吨，对应的增速在 2%到 3.5%之间，如果我们取中间值的话，则未来四大矿山的增速在 2.75%左右，这个增速与 2018 年相近。但该预测的基础是 Vale 在 2019 年矿山产量达到 4 亿吨，相比 2018 年增产 1000 万吨；而由于年初大坝事故的发生，Vale 今年势必无法完成此前的预期，我们预计今年 Vale 产量相比去年将下降 5000 万吨左右，约占去年产量的 12.8%，调整后的 2019 年产量预期约在 3.5 亿吨左右；但由于淡水河谷表示正在寻求法律手段恢复 Brucutu 矿区的生产，故后期需要关注 Brucutu 矿区是否会超预期复产，如果复产的话将会造成矿价有下行压力。我们预计四大矿山 2019 年的总产量增速由矿难发生前的 2.6%下降至矿难后的-3.6%。

图 6：四大矿山预计产量（亿吨）

	2018财年	2019财年预期
必和必拓	2.75	2.73-2.83
FMG	1.7	1.65-1.73
	2018年	2019年预期
力拓	3.38	3.38-3.5
淡水河谷	3.9	3.4
合计	11.73	11.16-11.46
合计增速		-3.58%

数据来源：公司报告，wind，兴证期货研发部

根据我们的统计，巴西澳洲主要中小矿山在 2019 年的增量约为 2700 万吨，其中大多数的增量由英美资源、Atlas 和 MRL 提供，其中有约 1000 万吨的产量来自于矿难后矿石价格上涨带来的复产产量。

图 7: 中小矿山预计产量 (百万吨)

	2018E	2019E	2019增量预期
Atlas	9.2	13.2	4
Cliff	20.6	20.6	0
MRL	9.3	12	2.7
英美资源	46.5	62.5	16
Royhill	53	55	2
CSN	30	31	1
CAP	15.2	16.5	1.3
合计	183.8	210.8	27

数据来源: 公司报告, Mysteel, 兴证期货研发部

而从全球供需角度来看, 根据此前 Mysteel 预测, 2019 年预计全球生铁产量小幅增加, 带动铁矿石需求增长 1.6% 左右, 而全球铁矿供应则预计增长 1.8% 左右; 但在此次矿难事故后, 虽然说部分中小矿山有着增产或者复产的动力, 但是目前看来整体增量无法弥补淡水河谷缺失的产量, 我们预计 2019 年全球铁矿供给相对事故前减少约 4000 万吨, 整体供应增速相比去年小幅下滑, 供需差相对收窄。

图 7: 全球铁矿供需

	单位	2018E	2019E
全球生铁产量	百万吨	1234	1254
全球铁矿需求	百万吨	1974	2006.4
全球铁矿供应	百万吨	2206.8	2206.1
供需差	百万吨	232.8	199.7

数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

故我们认为, 由于巴西矿难的发生, 铁矿 2019 年的供需格局将出现改变, 而中小矿山的增量难以弥补淡水河谷供应的缺失, 铁矿石价格中枢将明显上移。由此我们上调全年普氏 62% 指数预期至 75 美金到 90 美金。

7 风险提示

巴西 Brucutu 矿区超预期提前复产, 供给增量超出预期, 宏观经济大幅回落带动需求下滑。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。