

公司研究/首次覆盖

2019年06月21日

黑色金属/综合 II

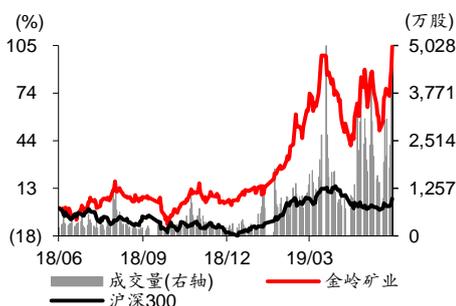
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 6.58
合理价格区间(元): 6.90~7.11

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

山钢集团铁矿资产，受益于矿价上行

金岭矿业(000655)

山钢旗下优质铁矿资产，首次覆盖给予“增持”评级

供给端，四大矿山铁矿项目资本支出预示，铁矿石供给中长期拐点已至，且年初 Vale 尾矿坝事故、澳洲飓风等极端气候加剧铁矿产销下行。需求端，中国环保限产减弱，东南亚、南亚有新投产高炉产能，或将拉动铁矿需求。我们预计 2019-2021 年铁矿价格有望分别上涨 150/50/50 元。公司铁精粉品位较高，亏损资产剥离后，2018 年顺利摘帽，未来业绩有望受益于矿价上行，矿储下滑或倒逼公司开拓新矿源。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.29/0.37/0.45 元，目标价 6.90-7.11 元，首次覆盖给予“增持”评级。

公司业绩逐步改善，后续有望开拓新矿源

2016、2017 年公司连续亏损，主要因金钢矿业采矿权被注销、计提相关资产减值损失导致；2018 年尽管铁矿石均价小幅下降，但因无资产减值损失等，2018 年公司扭亏为盈，顺利摘帽。公司拥有 200 万吨选矿能力，年产 120 万吨品位大于 65% 铁精粉；铁矿除自产外，部分可从参股公司金鼎矿业采购。公司下属矿区中，铁山矿于 2016 年闭矿，金钢矿业乔普卡矿于 2017 年底被注销采矿权，侯庄矿仅余 1.5 年开采期限，后续可开采的仅召口矿，可采储量约 1220 万吨。面对储量下降，公司或加大探矿力度，在原有无矿区加密勘探，寻找新补充矿量，延长矿山服务年限。

铁矿石供给拐点已现，未来需求增量仍强劲

四大矿山铁矿项目资本支出高峰期出现在 2012-2013 年，资本支出高峰领先产量增量高峰 3-5 年，产量增量高峰对应 2015-2018 年，此后产量增量逐年下降，且在 VALE 矿难、澳洲飓风事件等影响下，铁矿产销下行加剧。此外，地条钢产能去化及废钢进口受压制，或导致 2019 年钢厂面临的废钢供给增长主要来自产量的自然增长，对铁矿替代有限，我们预计 2019 年度钢折合铁矿石后增量仅 1497 万吨。全球需求中，中国环保限产放松，且近年来印度、越南等国钢铁业发展较快，有望带来铁矿需求增量。

供给拐点后，铁矿石价格弹性增加

我们更新前期判断，预计 2019 年四大矿减产 9233 万吨，废钢折合铁矿石与四大矿增量合计约 -5430 万吨，铁矿石需求增量 10076 万吨。矿山对现金成本敏感、行业集中度高，铁矿石供给价格弹性强于钢铁行业，叠加钢厂生产刚性、对铁矿石价格敏感度较低，造就铁矿石议价能力强。随着铁矿石、废钢加总后供给增量下行，铁矿石的供给价格弹性或将进一步增强。

受益于矿价上涨，首次覆盖给予公司“增持”评级

中长期看铁矿景气度或持续，公司业绩有望受益。我们预计公司 2019-21 年 BVPS 为 4.31/4.68/5.13 元，对应 PB 1.53/1.41/1.28 倍，可比公司平均 PB(2019E)为 2.02 倍，考虑公司铁矿储量远不及四大矿山，给予公司 2019 年 1.60-1.65 倍 PB，目标价 6.90-7.11 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：四大矿山复产超预期，铁矿石价格上涨不及预期；钢铁需求出现大幅下行；公司产品产销量下滑或成本、运输费用上升，致业绩下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	595.34
流通 A 股 (百万股)	595.34
52 周内股价区间 (元)	2.88-6.58
总市值 (百万元)	3,917
总资产 (百万元)	2,647
每股净资产 (元)	4.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,044	1,041	1,208	1,292	1,372
+/-%	66.77	(0.24)	16.02	6.93	6.24
归属母公司净利润 (百万元)	(316.29)	100.48	170.36	221.50	268.04
+/-%	43.78	131.77	69.55	30.02	21.01
EPS (元, 最新摊薄)	(0.53)	0.17	0.29	0.37	0.45
PE (倍)	(12.39)	38.99	22.99	17.69	14.61

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

金岭矿业：山钢集团下属铁矿公司.....	5
亏损资产被剥离，后续或探寻新矿源	5
财务指标：2018 年扭亏为盈，资产负债率保持低位.....	7
资本支出预示铁矿石供给拐点.....	9
国内铁矿自然禀赋差，对海外资源依赖程度高.....	9
全球铁矿产、储量先后于 2013、2014 年见顶.....	9
管中窥豹，从四大矿资本开支看全球铁矿增产.....	10
印度铁矿产业发展受限，2018 年来铁矿石产量下降.....	13
迫于高成本、资源枯竭等压力，非主流矿退出.....	14
铁矿需求增量来自南亚、东南亚.....	16
国内需求：2019 年废钢替代将下降.....	16
2019 年，预计钢厂废钢供给增量下行.....	16
国内设备大型化，将提振高品矿需求.....	19
全球需求：未来增量在南亚、东南亚.....	19
供给拐点后，铁矿石价格弹性增加.....	21
铁矿石价格存在现金成本支撑.....	21
铁矿石价格跟随螺纹价格波动.....	21
供给拐点已现，矿价将更强势.....	22
受益于矿价上涨，首次覆盖给予公司“增持”评级.....	24
PE/PB - Bands	27
风险提示.....	28

图表目录

图表 1：金岭矿业发展历史.....	5
图表 2：公司股权结构图（股权转让后）.....	5
图表 3：公司主要子/参股公司基本情况.....	6
图表 4：公司主要子/参股公司营业收入.....	6
图表 5：公司主要子/参股公司净利润.....	6
图表 6：公司产品年产能.....	6
图表 7：公司本部矿区、选矿厂分布图.....	7
图表 8：公司山东省内、省外营业收入占比.....	7
图表 9：公司下属铁矿石矿区情况.....	7
图表 10：2013-2018 年公司主营业务收入占比.....	7
图表 11：2013-2018 年公司主营业务毛利占比.....	7
图表 12：2009-2018 年公司产品毛利率.....	8
图表 13：2009-2018 年公司各主营业务毛利率.....	8

图表 14: 公司销售费用、管理费用、财务费用及其增速.....	8
图表 15: 公司销售费用、管理费用、财务费用占比.....	8
图表 16: 2006-2018 年公司资产负债率.....	8
图表 17: 2008-2018 年公司债务性负债结构.....	8
图表 18: 铁矿石产业链.....	9
图表 19: 2018 年四大矿原矿储量、含铁量及品位分布.....	9
图表 20: 2013-2019Q1 四大矿山发货量占比.....	9
图表 21: 1990-2018 年全球铁矿产量及铁矿价格.....	10
图表 22: 2006-2018 年中国矿山开工率(铁精粉)及铁矿价格.....	10
图表 23: 2003-2019 年 VALE 与 RIO 资本支出.....	10
图表 24: 2003-2019 年 VALE 与 RIO 资本支出增量.....	10
图表 25: 2005-2018 财年 BHP、FMG 铁矿项目资本支出.....	10
图表 26: 2005-2018 财年 BHP、FMG 铁矿项目资本支出增量.....	10
图表 27: 2003-2019 年 VALE 铁矿石产量增量与资本开支.....	11
图表 28: 2008-2020 年 VALE-S11D 项目铁矿石增量与资本开支.....	11
图表 29: 2009-2018 年 RIO 铁矿产量增量及资本开支.....	11
图表 30: 2005-2018 财年 BHP、FMG 铁矿产量增量及资本支出.....	11
图表 31: 四大矿山未来矿山投产计划.....	12
图表 32: 2019 年 Q1 四大矿铁矿石产销量汇总.....	13
图表 33: 2007-2017 年印度部分铁矿石产业政策.....	13
图表 34: 1994-2018 年印度生铁、粗钢、铁矿产量及铁矿产量全球占比.....	14
图表 35: 1994-2017 年印度铁矿进出口数量.....	14
图表 36: 2012、2018 年铁矿石到岸成本曲线.....	14
图表 37: 2012 年至今铁矿石价格走势.....	14
图表 38: FMG、RIO 的铁矿石 C1 成本.....	14
图表 39: 2008 年至 2018 年中国废钢进出口量及进口增速(右轴).....	16
图表 40: 2015 年至今美国、韩国、中国 1 号重废价格.....	16
图表 41: 废钢来源分类.....	16
图表 42: 不同类型钢制品的回收周期.....	16
图表 43: 2010-2016 年国内废钢来源变化(含地条钢).....	17
图表 44: 2015-2030 年废钢产量测算.....	17
图表 45: 2010-2018 年地条钢产量及地条钢废钢消耗量.....	17
图表 46: 2010-2018 年废钢消费情况.....	17
图表 47: 2010-2018 年废钢供给与需求情况.....	18
图表 48: 2019 年正规钢厂面临的废钢供应量增量测算.....	18
图表 49: 2016 年至今冶炼设备产能利用率.....	19
图表 50: 2012 年至今我国生铁月产量.....	19
图表 51: 1900-2017 年主要钢铁大国粗钢产量全球占比.....	19
图表 52: 2017-2019 年东南亚、南亚新增产能列表.....	20
图表 53: 铁矿石成本口径划分.....	21
图表 54: 2012 至今海运费及 WTI 现货价走势图.....	21

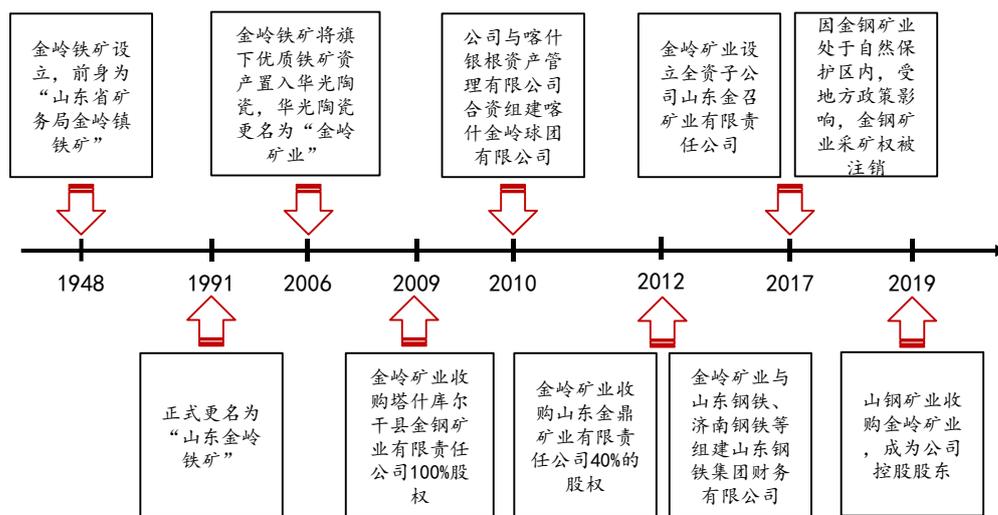
图表 55: 2012 年至今国内外铁矿石价格及国内矿山开工率	21
图表 56: 部分钢企产量与市场价格示意图	21
图表 57: 螺纹年度吨钢毛利和螺纹年度产量	21
图表 58: 2010 年至今螺纹钢价格与山西焦炭价格	22
图表 59: 2010 年至今螺纹钢价格与铁矿价格	22
图表 60: 中国及部分东南亚、南亚国家 2019 年新增生铁产量预测	22
图表 61: 2015-2021 年废钢、铁矿石等增量测算	23
图表 62: 2016 年至今冶炼设备产能利用率	23
图表 63: 2017 年至今钢铁现金成本曲线	23
图表 64: 地条钢产能去化前行业供给曲线	23
图表 65: 地条钢产能去化后行业供给曲线	23
图表 66: 2013-2021E 公司主要产品产销量情况预测	24
图表 67: 公司主营业务数据相关假设	25
图表 68: 2019-2021 年公司销售费用预测	25
图表 69: 2019-2021 年公司管理费用预测	26
图表 70: 可比公司铁矿石产品量价情况	26
图表 71: 可比上市公司 PB (2019E) 比较	27
图表 72: 金岭矿业历史 PE-Bands	27
图表 73: 金岭矿业历史 PB-Bands	27

金岭矿业：山钢集团下属铁矿公司

亏损资产被剥离，后续或探寻新矿源

公司是山钢集团旗下上市铁矿公司。山东金岭铁矿有限公司（下称为“金岭铁矿”）始建于1948年，前身为山东省矿务局金岭镇铁矿，1951年改名为华东工业部金岭铁矿，1991年正式更名为金岭铁矿。2006年，淄博市财政局将持有的华光陶瓷34.49%股权无偿划拨给金岭铁矿，同时置出华光陶瓷全部资产及部分负债，金岭铁矿以铁山辛庄矿区、侯庄矿区、选矿厂等资产注入华光陶瓷，同年11月华光陶瓷更名为金岭矿业（下简称“公司”）。

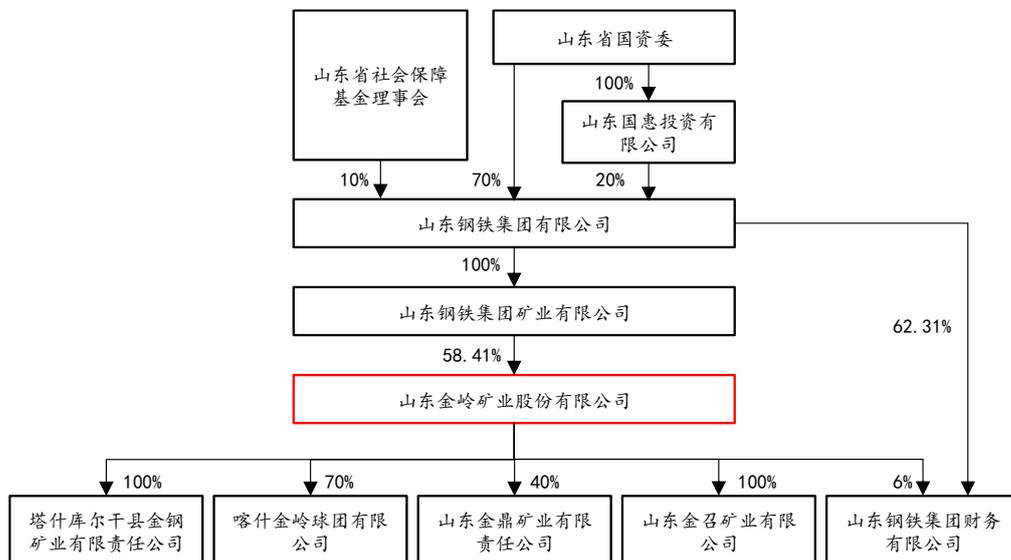
图表1：金岭矿业发展历史



资料来源：公司2018年年报、金岭矿业收购报告书（20190411）、华泰证券研究所

截至2019年6月20日，公司总股本5.95亿股，皆为流通A股。以2019年6月20日收盘价计，公司总市值、流通市值均为39.17亿元。2019年1月8日公司公告称，金岭铁矿拟将其持有的公司58.41%股份无偿划转至山东钢铁集团矿业有限公司（下称“山钢矿业”）。转让后，山钢矿业将成为公司控股股东，公司实控人仍为山东省国资委。2019年6月11日公司公告无偿划转最新进展，该交易仍在进行中。

图表2：公司股权结构图（股权转让后）



资料来源：公司2018年年报、金岭矿业收购报告书（20190411）、华泰证券研究所

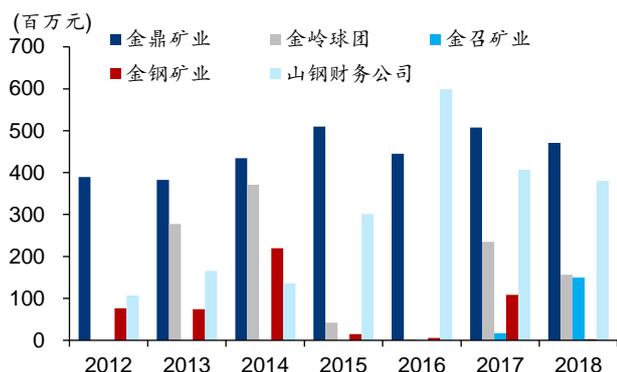
截止 2018 年年报，金岭矿业共有包括召口矿、铁山矿、侯庄矿、金钢矿业、选矿厂、金岭球团、金鼎矿业等 15 个二级单位。

图表3： 公司主要子/参股公司基本情况

公司名称	公司类型	持股比例	主要业务	注册资本	营业收入	净利润
山东金鼎矿业有限责任公司	参股公司	40%	铁矿石	100.0	471.1	31.9
喀什金岭球团有限公司	子公司	70%	铁精粉、球团	70.0	156.1	-1.7
山东金召矿业有限公司	子公司	100%	铁矿石	30.0	149.5	-0.6
塔什库尔干县金钢矿业有限责任公司	子公司	100%	铁矿石、铁精粉	1.2	2.4	3.3
山东钢铁集团财务有限公司	参股公司	6%	金融服务	3000.0	380.3	264.1

资料来源：公司 2018 年年报、华泰证券研究所；单位：百万元；营业收入、净利润为 2018 年数据

图表4： 公司主要子/参股公司营业收入



资料来源：2012-2018 年年报、华泰证券研究所

图表5： 公司主要子/参股公司净利润



资料来源：2012-2018 年年报、华泰证券研究所

公司连续 2 年对金钢矿业计提减值。公司全资子公司金钢矿业、控股子公司金岭球团连年亏损，主要因新疆地区需求低迷及环保、维稳政策影响。2016 年金钢矿业受当地维稳及环保政策影响，全年无生产，公司将其商誉全额计提减值损失 1480 万元，且侯庄矿、铁山矿、金钢矿业产量骤降、产品滞销，公司计提固定资产减值损失 1.02 亿元；2017 年 12 月 5 日，新疆维吾尔自治区国土资源厅发布《关于自然保护区内有效勘查许可证采矿许可证办理注销登记的公告》，金钢矿业受该政策影响，采矿权被依法注销。2017 年年报中，公司对金钢矿业计提减值损失 3.46 亿元。

年产 120 万吨铁精粉和 50 万吨球团。截至 2019 年 2 月，合并、权益口径下，公司铁矿石原矿产能分别为 102（召口矿 85 万吨、侯庄矿 17 万吨）、182 万吨（另有金鼎矿业 40% 的权益产能），平均采出品位分别为 48.6%、47.1%，对应铁精粉分别为 74、128 万吨。

公司本部选矿厂年采选铁矿石原矿 200 万吨，可分别产出铁精粉 120 万吨（品位大于 65%）、铜精粉 1 万吨、钴精粉 3 万吨；因公司选矿厂产能大于公司原矿产能，部分铁精粉加工量来自于外购铁矿石（主要向参股子公司金鼎矿业采购）。

根据公司年报，2013-2015 年公司铁精粉销量分别为 131、153、129 万吨，由于金钢矿业 2016 年检修停产、2017 年被注销采矿权，2018 年公司铁精粉销量下滑至约 120 万吨。根据公司 2018 年年报，金岭球团拥有 50 万吨球团产能（品位 63%-64%）。根据公司 2015 年链篦机回转窑环评报告书，金岭球团原材料铁精粉主要来源为金钢矿业，不足部分由喀什其他铁矿选矿厂提供。

图表6： 公司产品年产能

	选矿量	铁精粉	铜精粉	钴精粉	球团矿
金岭矿业选矿厂	200	120	1	3	
金岭球团					50

资料来源：公司 2018 年年报、召口矿扩界项目环评报告书、华泰证券研究所；单位：万吨

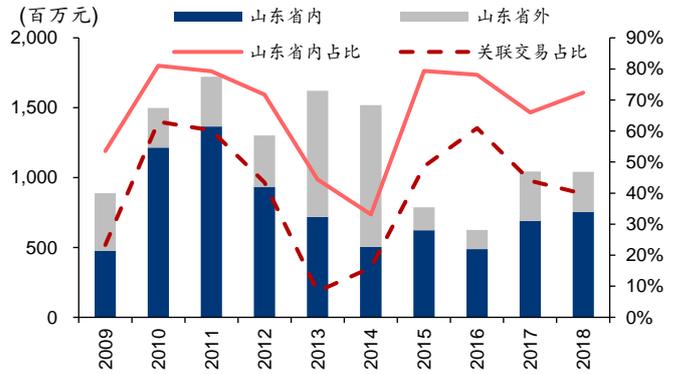
公司仅召口矿可供长期开采，后续或加强矿山资源的探索。公司铁山矿2016年闭矿，金钢矿业乔普卡矿已于2017年底注销采矿权，侯庄矿虽仍有1.5年的开采期限，但开采难度加大、铁矿石品质下降，后续仅年产85万吨的召口矿可供开采。公司主要矿山、选矿厂均在山东，产品主要在山东销售，2018年公司与山钢集团关联交易达4亿元，占营业收入40%。据2018年年报，面对储量下降，公司应对措施为优化开采工艺、提高矿石回收率，并加大探矿力度，在原来的无矿区加密勘探，寻找新补充矿量，延长矿山服务年限。

图表7：公司本部矿区、选矿厂分布图



资料来源：铁山矿天坑改建尾矿库项目报告书、华泰证券研究所

图表8：公司山东省内、省外营业收入占比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9：公司下属铁矿石矿区情况

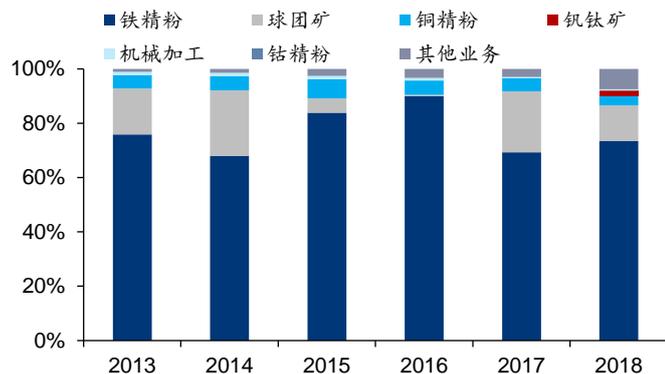
矿区	类型	所属公司	保有资源储量		可采资源储量		平均品位	年设计开采量	年实际开采量	理论服务年限	剩余服务年限	备注	
			资源储量	源储量	回采率	贫化率							
侯庄矿	地下	金岭矿业	-	24	85%	20%	25.5	50.27%	50	17	1.5	1.5	预计2020年6月闭矿
铁山辛庄矿	地下	金岭矿业	-	188	68.62%	12.50%	148		35	15	10	0	已于2016年闭矿
召口矿	地下	金岭矿业	3692	1264	86.82%	10%	1220	46.93%	85	85	14	13	拟扩界，扩界区+61.5万吨
乔普卡矿	露采	金钢矿业	-	300	95%	5%	300	38.11%	190	-	2	0	2017年底采矿权被注销
	坑采		-	5875	80%	20%	5875	38.11%	190	-	31	0	
王旺庄矿	地下	金鼎矿业	5600	4951	85%	15%	4951	44.10%	200	200	25	17	外购补充公司铁矿石供给

资料来源：铁山矿天坑改建尾矿库项目书、召口矿扩界项目环评报告书、侯家庄矿区复垦项目书、金钢矿业收购报告书、金鼎矿业及乔普卡矿采矿权评估报告、华泰证券研究所；注：储量、开采量单位为万吨；侯庄矿、铁山矿、召口矿、乔普卡矿、王旺庄矿数据分别截至2019年2月、2005年9月、2017年底、2013年底、2010年底

财务指标：2018年扭亏为盈，资产负债率保持低位

铁精粉为公司营业收入、毛利的主要来源。2018年公司铁精粉的营业收入占比、毛利润占比分别为73%、69%。公司铁精粉售价主要参考普氏指数等协商确定。2016年以来铁矿石价格回暖，公司2017、2018年毛利率分别达到34%、24%。

图表10：2013-2018年公司主营业务收入占比



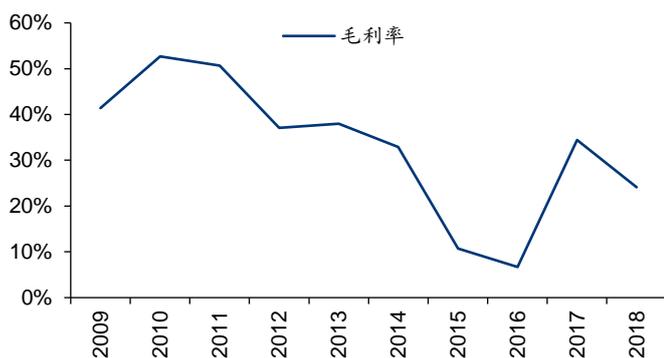
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：2013-2018年公司主营业务毛利占比



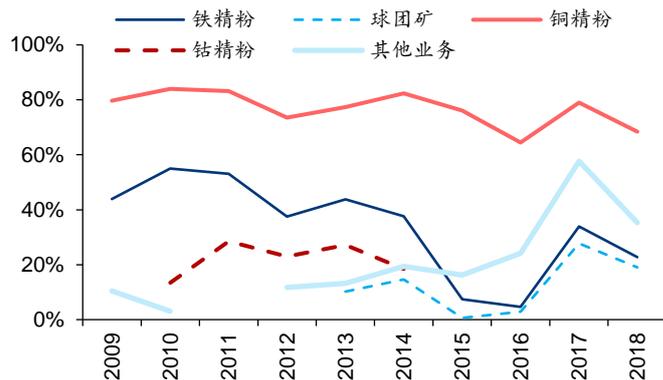
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表12: 2009-2018年公司产品毛利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表13: 2009-2018年公司各主营业务毛利率

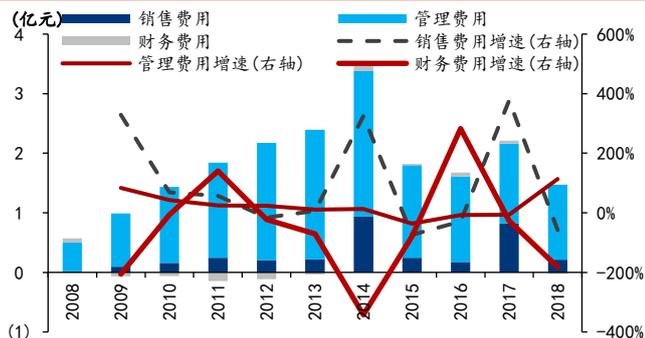


资料来源: Wind、华泰证券研究所

2018年公司扭亏为盈，顺利摘帽。2017年公司亏损3.16亿元，主要因金钢矿业采矿权被注销、计提相关资产减值损失3.46亿元。2018年，尽管铁矿石均价出现小幅下降，但因无资产减值损失等，公司扭亏为盈，盈利1.00亿元，并于2019年4月9日摘帽。

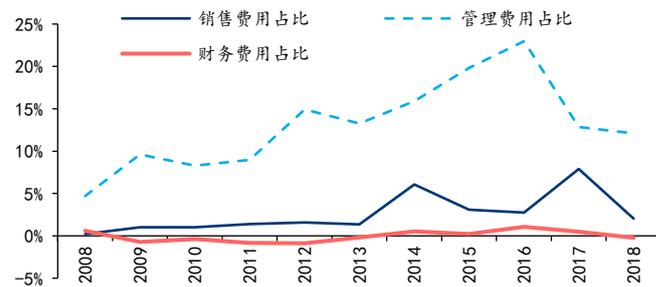
2018年销售费用同比减少6138万，主要因需要公司承运的客户购货量减少，及金钢矿业当期无产品销售，导致运费同比分别减少约3996、2100万元。

图表14: 公司销售费用、管理费用、财务费用及其增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

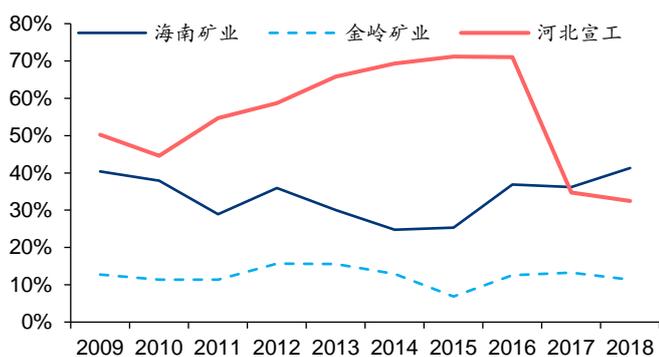
图表15: 公司销售费用、管理费用、财务费用占比



资料来源: Wind、华泰证券研究所; 注: 销售百分比=管理费用/营业收入, 其他同

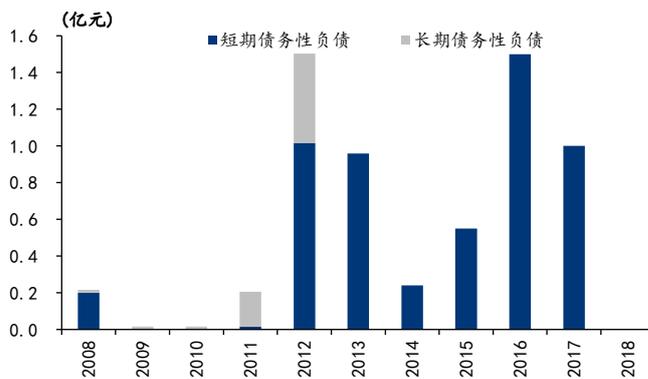
公司2018年资产负债率仅11.4%。2009年-2018年公司资产负债率维持在11%-16%之间，低于可比公司河北宣工、海南矿业。

图表16: 2006-2018年公司资产负债率



资料来源: Wind、华泰证券研究所; 河北宣工于2017年6月30日并表PC公司, 主业由工程机械转为矿资源冶炼

图表17: 2008-2018年公司债务性负债结构



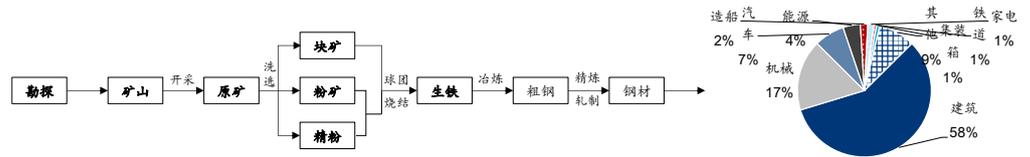
资料来源: Wind、华泰证券研究所; 2018年公司债务性负债为0

资本支出预示铁矿石供给拐点

国内铁矿自然禀赋差，对海外资源依赖程度高

铁矿石入炉前加工环节较多。原矿经洗选后有块矿、粉矿、精粉三种形式，块矿是可直接入炉的高品位矿，粉矿和精矿需人工造块后才能入炉，粉矿、精粉分别是生产烧结矿、球团矿的主要原料。高炉生产铁水，炉料由铁矿石、焦炭及造渣用溶剂（石灰石等）组成，铁水再经转炉、轧制等环节成为建筑、机械等终端可用的钢材。

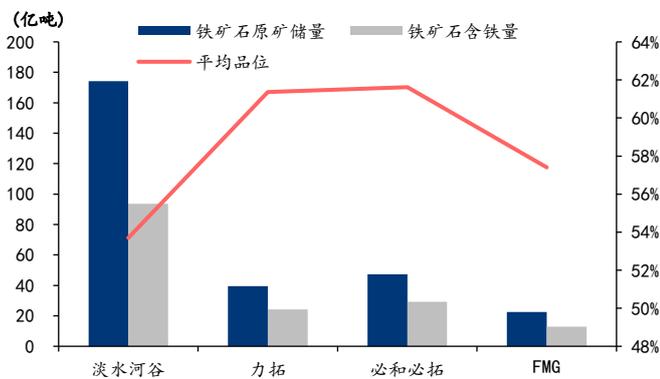
图表18：铁矿石产业链



资料来源：冶金工业研究院，华泰证券研究所；下游需求结构为2017年数据

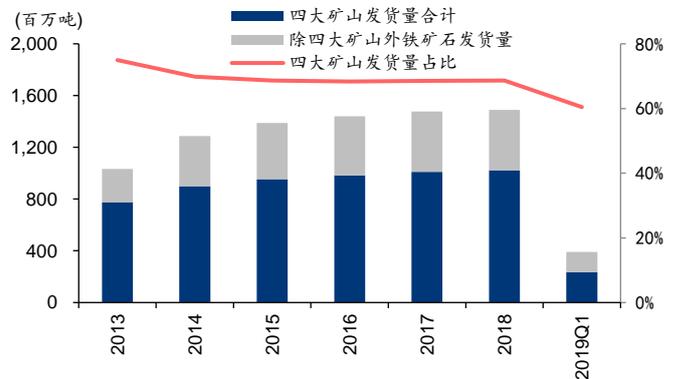
中国对四大矿等外矿依赖程度高。国内铁矿多贫矿、多杂质，为使国内贫矿达到入炉条件，选矿流程较长，选矿成本较高。四大矿（指 Vale、Rio Tinto、BHP、FMG，下同）矿山多露天富矿，开采成本低，杂质含量少，更易于冶炼高品质钢材，中国对外矿依赖大。据国际钢铁协会，2017年中国铁矿石产量占全球5%，但表观需求量占全球57%；据 Wind，2018年澳大利亚、巴西的四大矿铁矿产量11亿吨，全球占比45%，发货量全球占比69%。

图表19：2018年四大矿原矿储量、含铁量及品位分布



资料来源：公司财报，平均品位=铁矿石含铁量/铁矿石原矿储量，华泰证券研究所

图表20：2013-2019Q1四大矿山发货量占比

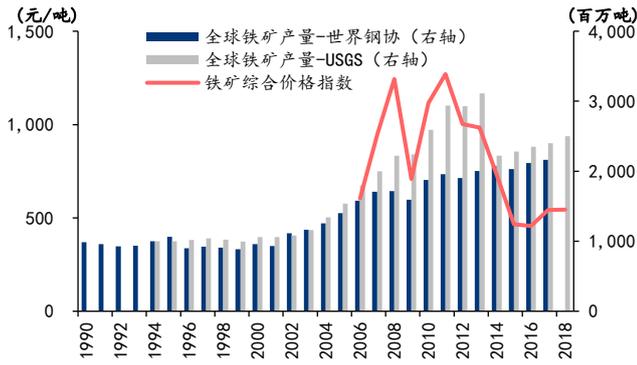


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

全球铁矿产、储量先后于2013、2014年见顶

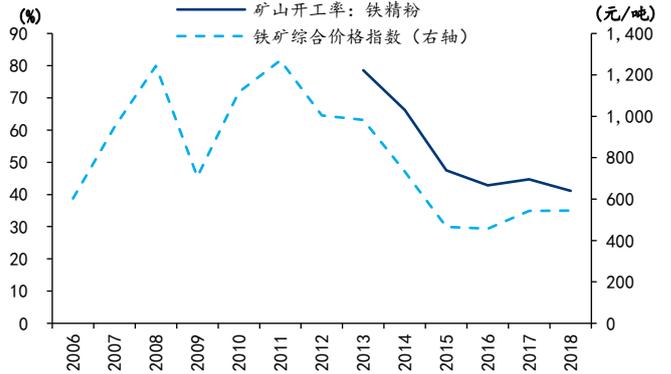
自部分矿山亏损退出后，全球原矿产量难回2013年顶峰。据 USGS，全球铁元素储量已从2014年高峰期的870亿吨下降至2018年的840亿吨，全球铁元素储量于2014年见顶，或与矿山减少勘探等相关资本开支有关。据 USGS，2013年原矿产量31亿吨，2014年全球钢铁需求下行，生铁产量降幅1.77%，对应铁矿需求下行，铁矿产量22亿吨，降幅29%；同年铁矿石均价733元/吨，下跌25%，部分矿山现金成本亏损，退出市场。此外，四大矿为扩大市场份额并维持现金流、缓解债务压力而逆势增产也是众多铁矿减、停产的原因，同年四大矿产量9亿吨，增幅14%。

图表21: 1990-2018年全球铁矿产量及铁矿价格



资料来源: USGS, 国际钢协, Wind, 华泰证券研究所

图表22: 2006-2018年中国矿山开工率(铁精粉)及铁矿价格

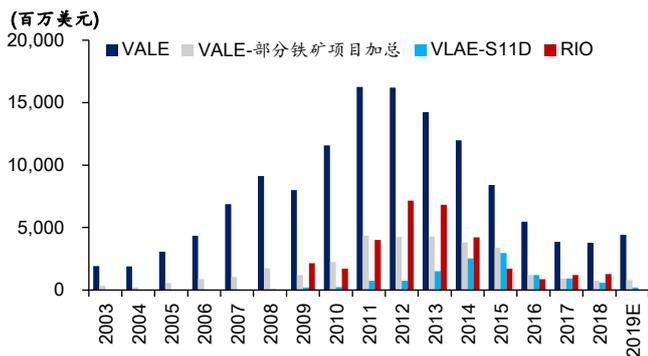


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

管中窥豹, 从四大矿资本开支看全球铁矿增产

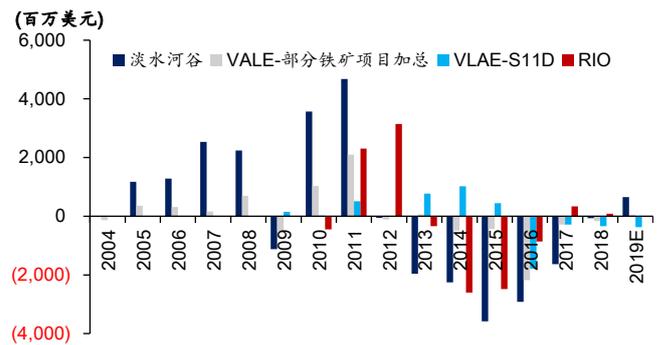
回顾过去的四大矿资本开支与产量。2000年后, 四大矿山的铁矿项目资本支出高峰期出现在2012-2013年, 此后资本支出负增长。

图表23: 2003-2019年VALE与RIO资本支出



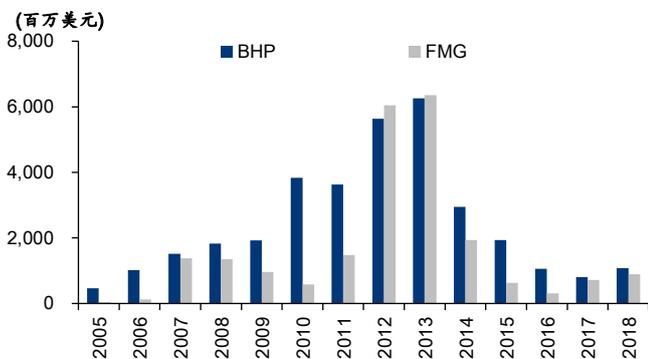
资料来源: Vale、RIO 年报, 华泰证券研究所; 注: VALE capex 是总 capex, 部分铁矿项目 capex 加总可能有遗漏; RIO capex 是铁矿 capex, 缺 2003-2008 年数据

图表24: 2003-2019年VALE与RIO资本支出增量



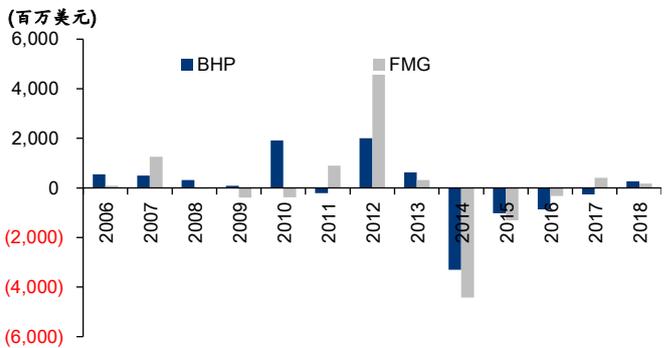
资料来源: Vale、RIO 年报, 华泰证券研究所; 注: VALE capex 是总 capex, 部分铁矿项目 capex 加总可能有遗漏; RIO capex 是铁矿 capex, 缺 2003-2008 年数据

图表25: 2005-2018财年BHP、FMG铁矿项目资本支出



资料来源: BHP、FMG 年报, 华泰证券研究所; 注: BHP 及 FMG 采用澳大利亚财年, 如 2018 年财年为 2017 年 7 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日

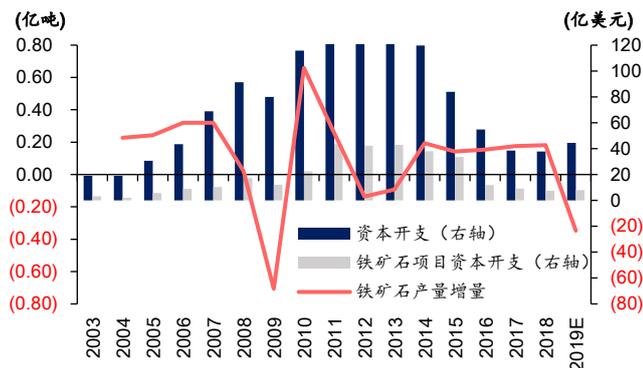
图表26: 2005-2018财年BHP、FMG铁矿项目资本支出增量



资料来源: BHP、FMG 年报, 华泰证券研究所; 注: BHP 及 FMG 采用澳大利亚财年, 如 2018 年财年为 2017 年 7 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日

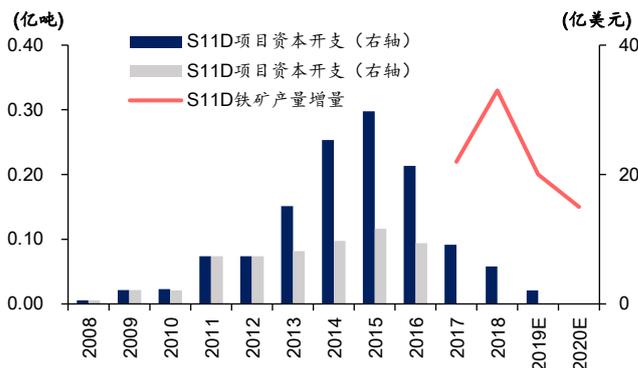
四大矿铁矿项目资本支出高峰领先产量增量高峰 3-5 年, 此后产量增量逐年下降。S11D 资本支出始于 2008 年, 资本支出高峰是 2014、2015 年, 产量增量高峰是 2018 年。

图表27: 2003-2019年 VALE 铁矿石产量增量与资本开支



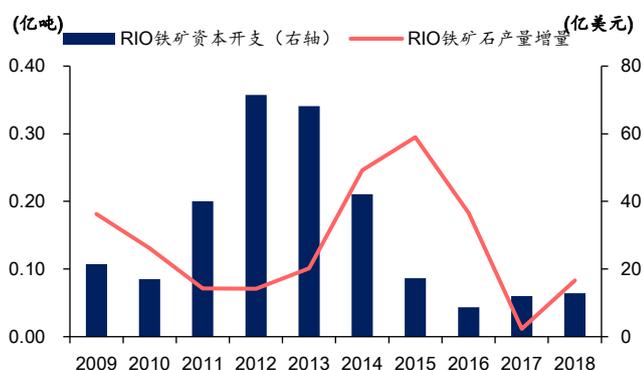
资料来源: Vale 年报, 华泰证券研究所; 注: 同图表 15

图表28: 2008-2020年 VALE-S11D 项目铁矿石增量与资本开支



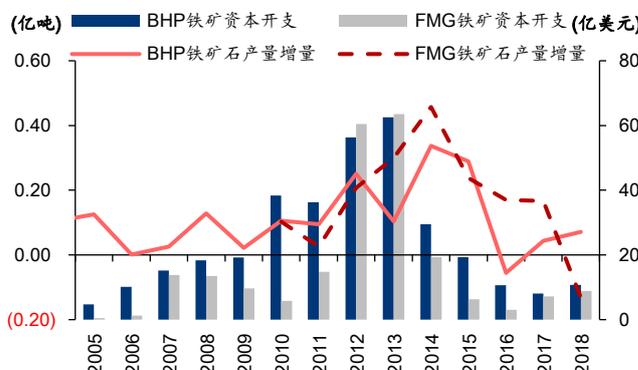
资料来源: Vale 年报, 华泰证券研究所

图表29: 2009-2018年 RIO 铁矿产量增量及资本开支



资料来源: RIO 年报, 华泰证券研究所

图表30: 2005-2018财年 BHP、FMG 铁矿产量增量及资本支出



资料来源: BHP、FMG 年报, 华泰证券研究所; 注: BHP 及 FMG 采用澳大利亚财年, 如 2018 年财年为 2017 年 7 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日

矿山资本开支回落, 意味着从产能扩张走向了产能维护, 资本开支主要用于维护现有设施, 或勘探、开采新矿, 用于替代资源枯竭的老矿。

图表31：四大矿山未来矿山投产计划

公司	项目名称	所在地	项目简要描述	投产时间	达产时间	产能	投资	备注
Vale	Serra Sul S11D	巴西帕拉州	全球最大铁矿石项目	2016年	2019年	9000	196.7	新增
Vale	Gelado project	巴西帕拉州	生产含铁量 64.3%、SIO22.0%、氧化铝 1.65%球团矿	2021年	-	1000	4.28	深加工
BHP	South Flank Project	西澳	将完全取代年产量 8000 万吨的 Yandi 矿，同时计划将铁矿石平均品位提升至 62%，截止 2019 年 Q1，前期工程建设工作已经完成 29%	2021年	-	8000	29	替代
FMG	Eliwana Project	西澳	生产全新高品位 WPF，取代 Firetial 矿。目前工程活动按计划进行	2020年12月	-	3000	12.75	替代
FMG	Iron Bridge	西澳	2019年4月2日获准进行二期开发，总投资为 26 亿美元，该项目将使 FMG 产品的平均品位超过 60%。二期开发是在 5 亿美元投资成功建设一期基础上实施，第一批矿石预计将在 2022 年上半年投产，并在 12 个月内全面达产。截止 4 月 2 日，已经完成了年 530 万吨具有约束力的销售协议	2022年	-	2200	26	新增
FMG	Queens Valley	西澳，皮尔巴拉	该项目是 FMG 通过更高品位产品提高利润率计划的一部分。该项目的开发将维持现有低铝烧结粉-国王粉的产量，供应给中国的主要客户，还包括部分日韩客户。目前，FMG 已经开发该项目的环境和遗产审批	2022年	-	-	2.87	深加工
Rio Tinto	Koodaideri Iron Ore Project	西澳，皮尔巴拉	计划 2019 年开始开采，2021 年开采出第一批矿石，2021 年底用于取代枯竭矿区。目前工程活动按计划进行	-	-	4300	26	替代
Rio Tinto	West Angelas Deposits C and D project, and the Robe Valley sustaining project	西澳，皮尔巴拉	项目在 2019 年开始，预计在 2021 年投产，West Angelas 铁矿的 C、D 和 G 矿床将扩大 4100 公顷，达到 26700 公顷。目前工程活动按计划进行，已获得环境保护局（EPA）审批	2021年	-	3400	8.2	扩建

资料来源：四大矿公司公告及官网，mysteel，华泰证券研究所；单位：万吨，亿美元

短期因素加剧铁矿短缺，四大矿 2019 年或大幅减产。据 Mysteel，2019 年 Vale 的 S11D 预计有 2000 万吨增量，但其中 1000 万吨将用于替代 Vale 其他系统的减产量，因此新增量约 1000 万吨。据 Mysteel 及公司官网，Rio Tinto 的 Silvergrass（年产 1000 万吨）在 2018 年上半年达产，预计 2019 年新增产量较少。据 FMG，FMG 为改变其低品矿为主的局面，于 2018 年底投产全新高品位 WPF，品位 60%，预计出口量 1000-2000 万吨，WPF 主要用于替代前期低品的超特粉和混合粉。

此外，2019 年 1 月 25 日，Vale 一处尾坝矿发生溃坝，造成多人死亡及失踪，Vale 停产矿山包括综合矿区（Feijao, Vargem grande, Fabrica）、Brucutu、Timbopeba 及 Alegria，对应产能分别为 4000、3000、1280、1000 万吨。2019 年 5 月 28 日，据 Mysteel，Brucutu 矿区 1000 万吨干选产能已复产，Brucutu 2000 万吨湿法近期有望复产；在未来的 6-12 个月，Alegria、Timbopeba、Vargem grande 有望复产，合计 3000 万吨。

根据四大矿 2019 年一季报，受飓风等极端天气影响，Rio Tinto、BHP、FMG 一季度发货量合计减少约 2250-2450 万吨；受矿难等影响，Vale 一季度发运量减少约 2600 万吨。2019 年四大矿铁矿产量暂无增量，且短期受矿难等事件影响，我们预计四大矿或大幅减产。据 Mysteel，2020 年仅 FMG 在建的 Eliwana 矿山将于 12 月开始生产，产能目标 3000 万吨。

图表32: 2019年Q1四大矿铁矿石产销量汇总

	产量环比		产量同比		销量环比		销量同比		2019财年 原计划产量	2019财年 调整后产量	2019Q1 受飓风或矿 难影响发货量
	产量	(%)	(%)	销量	(%)	(%)	(%)				
Rio Tinto	7600	-12	-9	6915	-22	-14	3.38-3.5	3.33-3.43			1400
BHP	6361	-2.9	-5.1	5462	3.3	12.7	2.73-2.83	2.65-2.7			600-800
FMG	4300	1	10	3827	-10	-1		1.65-1.70			250
Vale	7290	-28	-11	6770	-30	-20	3.8	3.07-3.32			2600

资料来源: 各公司2019年一季报, 华泰证券研究所; 单位: 万吨

印度铁矿产业发展受限, 2018年来铁矿石产量下降

印度铁矿政策多变, 制约了本国铁矿石产业的发展。印度铁矿原矿储量仅次于中国, 品位高于巴西、澳大利亚, 2008年出口量世界第三。2008年起, 印度最高法院以打击非法采矿等名义多次发布生产禁令, 2011年调高铁矿石出口税率, 叠加印度粗钢产量虽增长较快, 但电炉钢占比50%以上, 铁矿需求增长较慢, 制约了印度铁矿业发展。从2008年到2015年, 印度铁矿产量的全球占比从14%跌至7%, 出口量的全球占比从11%降至0.28%。

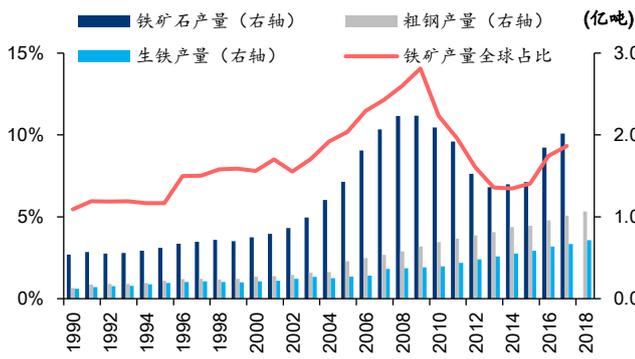
图表33: 2007-2017年印度部分铁矿石产业政策

时间节点	事件
2007年3月	印度政府第一次宣布对铁矿石出口开征关税, 采用从量计算的模式, 粉矿和块矿每吨统一征收300卢比(约7美元)
2007年9月	印度政府宣布把品味62.5%以下的铁矿石关税降至50卢比
2008年6月13日	印度财政部宣布, 对所有出口的铁矿石关品种征收15%的从价关税
2008年金融危机后	印度铁矿石关税直接降至0
2009年12月	印度将铁矿石块矿出口关税从5%上调到10%, 并把铁矿石粉矿出口关税从0零上调为5%
2010年4月	印度再次宣布将铁矿石块矿出口关税从10%提高到15%; 印度铁道部则调高出口铁矿石铁路运费100卢布/吨
2010年7月	印度第二大铁矿石产地卡纳塔卡邦执行铁矿石出口禁令, 奥里萨邦也限制铁矿石供应, 理由是铁矿石资源有限
2011年	印度禁止在卡纳塔克邦、奥里萨邦以及果阿邦等矿产丰富的三个州开采铁矿石
2011年3月	印度继续上调铁矿石出口关税, 其中粉矿从5%上调到20%, 块矿也从15%上调到20%
2011年4月	最高法院要求卡纳塔克邦从4月20日起解除铁矿石出口禁令
2011年12月	奥里萨邦停止向经过岗帕拉姆港和卡基纳达港的矿石船发放出口许可证
2011年12月30日	印度政府再度上调铁矿石出口关税税率, 粉矿和块矿的出口税率均提高至30%
2014年1月27日	印度政府对出口的球团征收5%的关税
2014年9月	印度政府将铁矿石开采税从10%上调至15%
2015年4月	印度政府将低于58%品位的铁矿石出口关税从30%降至10%
2016年2月	印度政府将铁矿石球团矿的出口税由5%降至0
2016年2月	铁含量低于58%的铁矿粉的出口关税将从10%直接取消至0, 低于58%的块矿的出口, 关税将从30%直接取消至0
2017年	印度政府取消64%及以上品位铁矿出口关税, 只能通过MMTC出口
2018年3月15日	果阿邦政府下令在3月15日以后禁止采矿活动, 取消了果阿邦的88个采矿租约

资料来源: Mysteel, 中联钢, 华泰证券研究所

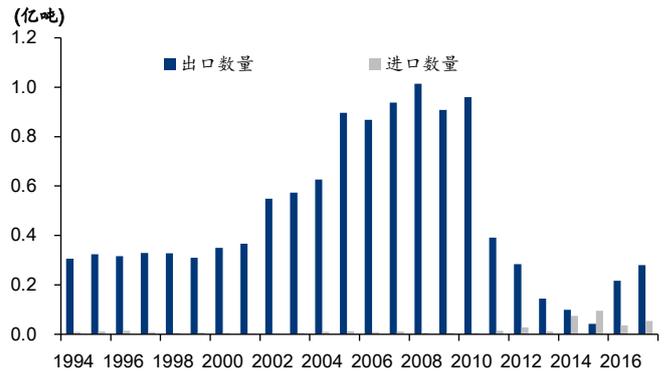
2018年, 印度果阿邦政府下令在3月15日以后禁止采矿活动, 取消了果阿邦88个采矿租约, 果阿邦是印度的主要铁矿石产区, 印度2018年铁矿产量下行。从目前已知的信息看, 开采禁令尚未有取消的迹象。

图表34: 1994-2018年印度生铁、粗钢、铁矿产量及铁矿产量全球占比



资料来源: 国际钢铁协会, Wind, 华泰证券研究所

图表35: 1994-2017年印度铁矿进出口数量

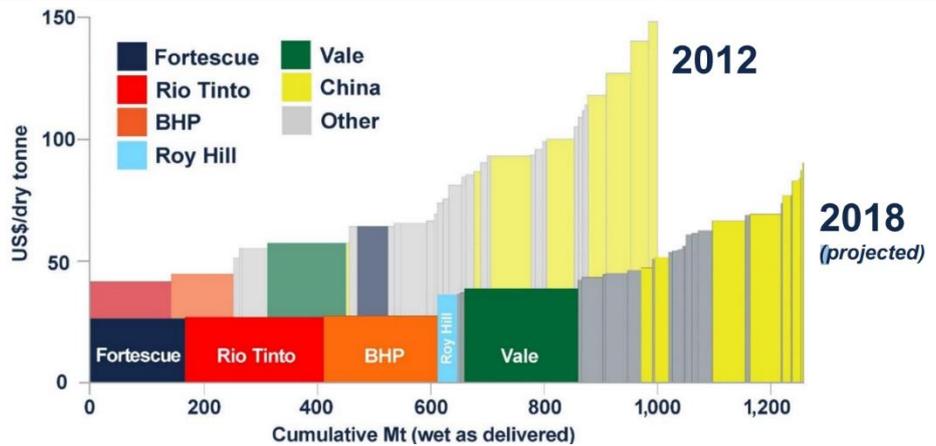


资料来源: 国际钢铁协会, Wind, 华泰证券研究所

迫于高成本、资源枯竭等压力, 非主流矿退出

四大矿成本下移, 其他矿逐渐退出。四大矿山的铁矿项目资本支出高峰期出现在2012-2013年, 产量爬坡期出现在2015-2018年。期间, 四大矿低成本产能不断投产, 行业现金成本下移, 相较于2012年, 2018年矿山成本整体下降约38%。众多非主流矿现金成本高于四大矿山, 在铁矿价格下降的2014-2015年多因现金流亏损停产乃至退出市场。

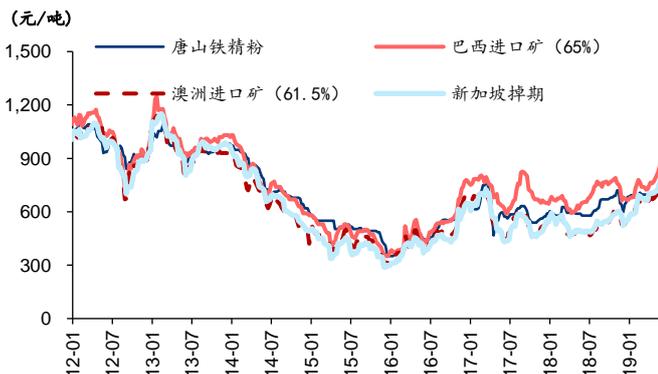
图表36: 2012、2018年铁矿石到岸成本曲线



资料来源: FMG roadshow report, 华泰证券研究所

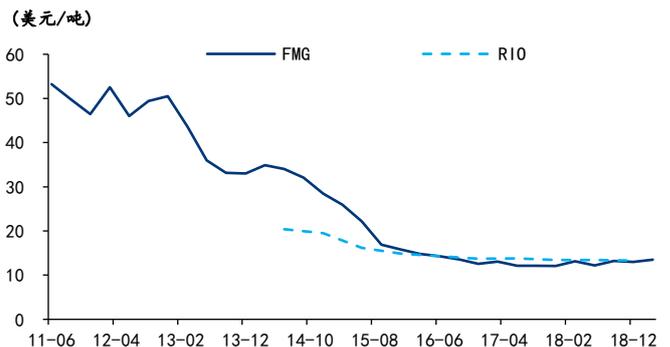
2014年以来, 四大矿总产量维持正增速, 而四大矿以外的矿山产量在2014年出现了较大的负增速, 中国的铁矿矿山开工率也在2014-2015年一路走低。

图表37: 2012年至今铁矿石价格走势



资料来源: mysteel, 华泰证券研究所; 数据截至2019年5月31日

图表38: FMG、RIO的铁矿石C1成本



资料来源: FMG、RIO 财报, 华泰证券研究所; C1成本为开采到运至码头的成本

环保等投入大，中国铁矿开采成本逐渐上行。据 Mysteel，中国 2014 年原矿产能达到历史最高位 15.8 亿吨，此后每年退出约 0.8-1.2 亿吨，预计 2019 年将退出 1.2 亿吨原矿产能，影响铁精粉产能 3400 万吨，预计 2020 年原矿产能 9.5-9.7 亿吨。

退出产能主要为中小矿山，矿产资源枯竭、环保和安全设施投入大、采矿成本日益增高及采矿证到期不能延续是主要原因。采矿成本提高，主要源于采矿难度增大、采剥比增大、入选品位下降，选矿能耗不降反增，以及安全环保的投入增加、运输成本提升（公路改铁路运输）、薪酬支出增加、矿山开采合规化建设等。

大中型矿山积极技改，达到安全环保要求，逐渐复产，此外正在实施的露天转井下矿山产量逐渐释放，据 Mysteel，全国还有近 80 多个几十万吨级的精粉选厂建设。同时，大中型矿山积极加强资源勘查力度，以作为后备矿产地。据 Mysteel 调研，目前在建、拟建、扩建原矿产量百万吨以上的矿山有 35 个，涉及精矿产量 6600 万吨（66%品位）。

根据 Mysteel 对国内矿山的 2019 年产量调研，预计 2019 年国内铁精粉产量增加 400 万吨，生产成本将提高 20-30 元/吨精粉，由于中国的铁矿产能处于供给曲线尾部，中国铁矿现金成本的抬高，或直接抬高铁矿价格。

铁矿需求增量来自南亚、东南亚

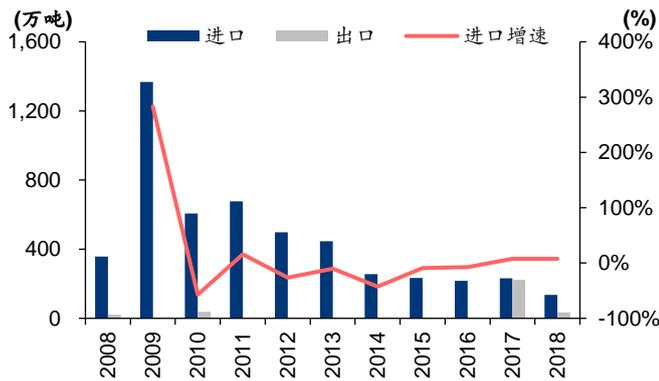
国内需求：2019年废钢替代将下降

2019年，预计钢厂废钢供给增量下行

2017-2018年，地条钢产能退出，废钢大量回流。2016年9月，国家发改委钢铁煤炭行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议办公室以明传电报形式印发《通报》，严厉打击制售地条钢等违法行为。自此开始打击地条钢，并在2016年年底进入严查期，2017年9月，发改委宣布退出地条钢产能1.4亿吨。从2016年底开始到2017年9月，地条钢产能得到压缩，地条钢产量下降，对应消耗废钢下行，废钢回流合规长、短流程钢厂。受成本控制、环保限产先后影响，钢厂增加对废钢使用。

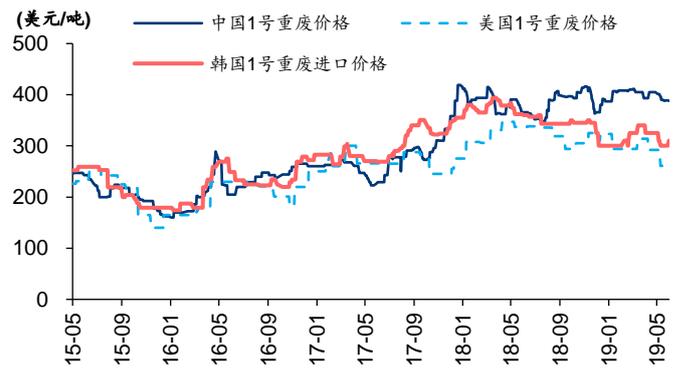
Mysteel 预计 2019 年国内废钢产量增长 1500 万吨。近年来，国内外废钢价差较小，年进出口规模较小。2018 年 12 月，生态环境部等联合印发调整进口废物管理目录的《公告》（2018 年第 68 号），将废钢铁等 8 个品种固体废物从《非限制进口类可用作原料的固体废物目录》调入《限制进口类可用作原料的固体废物目录》，自 2019 年 7 月 1 日起执行，将压制废钢进口。

图表39： 2008年至2018年中国废钢进出口量及进口增速（右轴）



资料来源：Wind，华泰证券研究所；

图表40： 2015年至今美国、韩国、中国1号重废价格



资料来源：Mysteel，华泰证券研究所；数据截至2019年5月31日

由于废钢的进出口量、产量分别在百万吨、亿吨级，后者是影响国内废钢供给的主要因素。据钢研院测算，国内废钢年消费量约1.5-2亿吨，废钢的主要来源地和消费地均在境内。

图表41： 废钢来源分类

废钢来源分类	废钢成因
自产废钢	在钢铁生产中钢厂内部生产的废钢，约占粗钢产量的5%
社会废钢：	制造加工业对钢材进行机械加工时产生的废钢，长材加工约产生6%废钢，其他产品产生20%
加工废钢	
折旧废钢	各种钢铁制品使用一定年限后报废形成的废钢

资料来源：中国金属学会，华泰证券研究所

图表42： 不同类型钢制品的回收周期

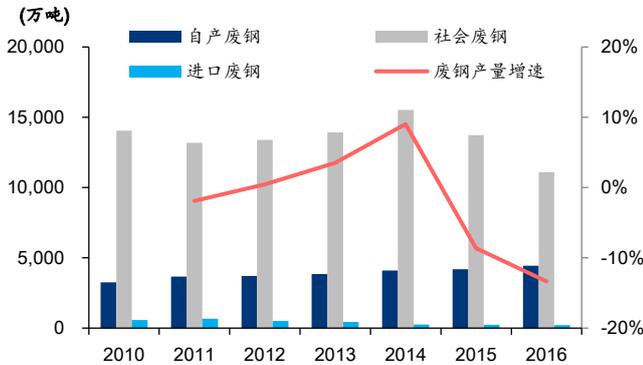
种类	回收周期 (年)	
板材	家电、食品、包装、家具等	5-10
	化工、造船、压力容器等	10-20
	建筑	20-30
长材	钢轨	10-20
	建筑	50-70
	机械	10-15

资料来源：徐匡迪，洪新，电炉短流程回顾和发展中的若干问题[J].中国冶金，2005,15(7): 1-8；华泰证券研究所

我们大致梳理了2010-2018年废钢的表观需求及消费量,但由于废钢回收及流转过程分散且不规范,废钢产量、消费数据存在不准确等诸多问题。

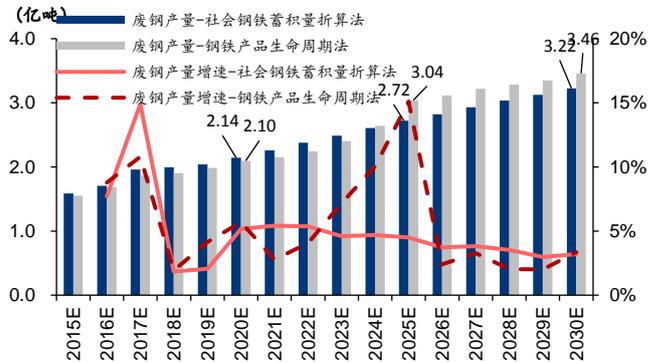
据中国金属学会,废钢产量有社会钢铁蓄积量折算法、钢铁产品生命周期法两种测算方法,预测得2019年废钢产量在1.98-2.04亿吨区间,增速为2%-4%,增量为400-800万吨。

图表43: 2010-2016年国内废钢来源变化(含地条钢)



资料来源:中国金属协会, mysteel, 华泰证券研究所;

图表44: 2015-2030年废钢产量测算



资料来源:中国金属协会, mysteel, 华泰证券研究所

据中国废钢协会,2017年自产废钢、社会废钢分别为4216、11030万吨,合计15246万吨;但据富宝资讯,2017年12月废钢协会秘书长李树斌称协会预计2018年废钢产量2.2亿吨,同比增加2000多万吨,增幅10%,据此测算则2017年废钢产量约2亿吨,与前面提及的1.5亿吨相去甚远。

从保守角度、时效性出发,我们采纳废钢协会秘书长的最新产量数据及mysteel对2019年新增废钢产量的测算——mysteel预测2019年新增废钢产量1500万吨。

2019年,我们预计正规钢厂的废钢供给增量下降。据中国金属学会测算,2016、2017年地条钢产量分别为5855、5100万吨,2017年地条钢逐步出清,2017年、2018年废钢分别回流831、5610万吨——也意味着2017、2018年正规钢厂的废钢供给除废钢产量自然增长外,还从废钢回流中获得831、5610万吨的增量。由于2018年地条钢产量接近0,2019年正规钢厂面临的废钢供给增量主要来自于废钢产量的自然增长,增量预测为1473万吨。

图表45: 2010-2018年地条钢产量及地条钢废钢消耗量



资料来源:中国金属协会, mysteel, 华泰证券研究所

图表46: 2010-2018年废钢消费情况



资料来源:中国金属协会, 华泰证券研究所;注:正规流程估算废钢消费量=粗钢产量-生铁产量

图表47: 2010-2018年废钢供给与需求情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
自产废钢	3,250	3,660	3,720	3,850	4,100	4,190	4,430	4,216	4,743
社会废钢	14,038	13,192	13,391	13,931	15,517	13,732	11,086	15,784	17,257
废钢产量	17,288	16,852	17,111	17,781	19,617	17,922	15,516	20,000	22,000
进口废钢	585	677	497	446	256	233	216	232	134
出口废钢	37	3	-	-	-	-	-	220	37
废钢国内供给	17,836	17,526	17,608	18,227	19,873	18,155	15,732	20,012	22,097
正规钢厂废钢消费量	8,810	9,340	8,520	8,570	8,830	8,330	9,010	13,425	18,700
地条钢废钢消费量	8,638	7,972	8,921	9,281	10,777	9,642	6,441	5,610	-
废钢总消费量	17,448	17,312	17,441	17,851	19,607	17,972	15,451	19,035	18,700
废钢总消费量-废钢国内供给	-388	-214	-167	-376	-266	-183	-281	-977	-3,397
唐山废钢价格(不含税)	2290	3011	2600	2246	1879	1164	1249	1567	2033
		31%	-14%	-14%	-16%	-38%	7%	25%	30%
生铁成本(不含税)	2656	2970	2512	2348	1888	1451	1579	2033	2122
		12%	-15%	-7%	-20%	-23%	9%	29%	4%
螺纹钢价格(不含税)	3647	4057	3371	3055	2688	1911	2159	3340	3625
		11%	-17%	-9%	-12%	-29%	13%	55%	9%

资料来源: 中国金属协会, mysteel, Wind, 华泰证券研究所; 单位: 万吨, 元/吨

图表48: 2019年正规钢厂面临的废钢供应量增量测算

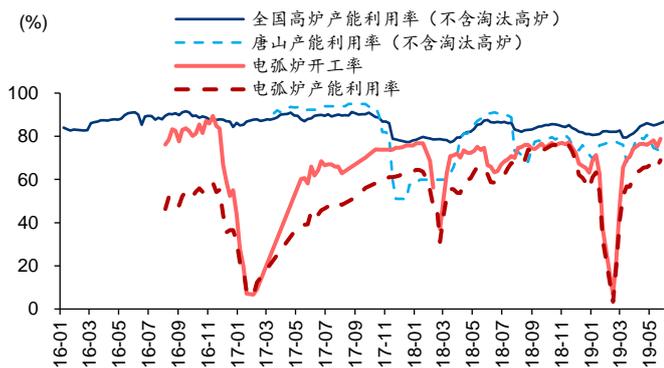
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
正规钢厂面临的废钢供应量	9,198	9,554	8,687	8,946	9,096	8,513	9,291	14,402	22,097	23,570
增量		356	-867	259	150	-583	778	5,111	7,695	1,473
增量折62%铁矿石, 假设10%损耗		517	-1,259	376	218	-846	1,129	7,419	11,170	2,138
铁矿石替代场 假设100%场景替代		517	-1,259	376	218	-846	1,129	7,419	11,170	2,138
景假设 假设80%场景替代		413	-1,007	301	174	-677	903	5,935	8,936	1,711
假设70%场景替代		362	-881	263	152	-592	791	5,193	7,819	1,497
假设50%场景替代		258	-629	188	109	-423	565	3,710	5,585	1,069
假设30%场景替代		155	-378	113	65	-254	339	2,226	3,351	641

资料来源: 中国金属协会, mysteel, Wind, 华泰证券研究所; 单位: 万吨

环保限产持续放松, 废钢对铁矿石的替代被削弱。2018年8月, 环保限产出现放松迹象, 如2018年8月3日, 《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》发布, 要求采暖季间京津冀及周边地区细颗粒物(PM2.5)平均浓度、重度染以上污染天数均同比下降5%, 较2017-2018年采暖季15%的目标值有明显下调; 2018年8月29日, 韩正副总理在大气污染防治专题工作会议上指出, “要坚持一切以实际出发, 不层层加码、不级级提速……对符合有关排放标准的企业, 不得随意要求停产, 切实保护好企业合法权益。”另一方面, 从Mysteel高炉开工率等数据看, 2018年采暖季限产执行程度低于2017年同期水平、且低于2018Q3。

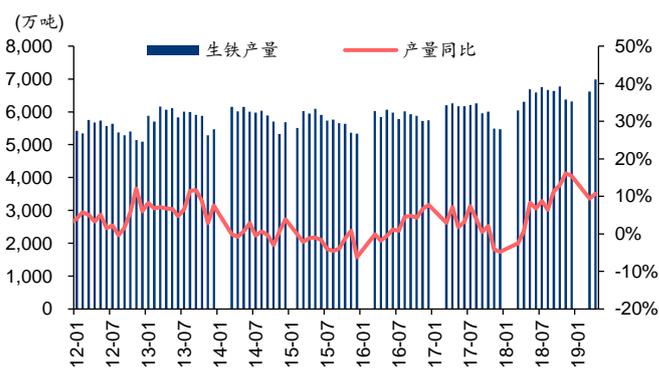
2019年4月29日, 《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》发布, 明确超低排放是鼓励导向而非法定责任, 并且对超低排放改造的时间、范围上的要求比征求意见稿更加放松。此外, 2018年黑色金属冶炼及压延加工业投资增速达到13.8%, 我们推测或与钢企环保设备投资、环保搬迁有关, 钢企增加环保投资, 有利于减少环保限产。受环保限产减少影响, 高炉开工率、产能利用率或将上行, 对电炉炼钢形成替代, 提升对铁矿石需求。2018年生铁产量77105万吨, 同比增长3%; 2019年前4月, 生铁产量增量已达2387万吨, 我们预计2019年生铁产量同比增长5%, 则2019年全年生铁产量增量约4770万吨。

图表49： 2016年至今冶炼设备产能利用率



资料来源：mysteel, Wind, 华泰证券研究所；数据截至2019年5月31日

图表50： 2012年至今我国生铁月产量



资料来源：Wind, 华泰证券研究所；数据截至2019年4月30日

国内设备大型化，将提振高品矿需求

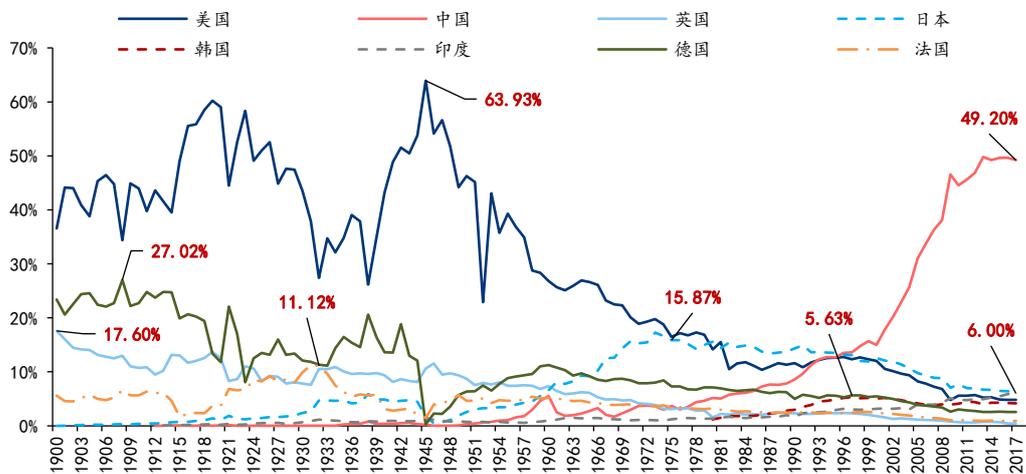
设备大型化、环保推动中国钢厂使用高品矿。高炉容积是中国淘汰落后、过剩产能的标准之一，使得钢厂新建产能时倾向于修建大高炉，也推动部分钢厂将小高炉置换为大高炉。大高炉对原料有更高的要求，如原料需要承受更高的温度和压力；且大高炉利用系数低，为提高生产效率，钢厂倾向于采购高品矿。同时，高品矿产生的炉渣较少，有利于环保。

未来球团矿占高炉炼铁炉料比例有望获提升。球团矿在高炉炼铁过程中粉尘、废气等有害物质排放少，能耗低，品位高，随着环保趋严，烧结频繁限产，球团矿比例有望进一步提升，mysteel称2018年球团矿比例占我国高炉炼铁炉料15%左右。据Mysteel，2018年150家球团生产企业球团矿产量为14600万吨，2018年在建球团矿产能达到4200万吨。

全球需求：未来增量在南亚、东南亚

中国铁矿消费举足轻重，增量看南亚、东南亚。根据国际钢铁协会，2017年，中国粗钢产量约占全球50%，且长流程占比高于世界平均水平，中国的铁矿石消费量占比大于50%。根据Mysteel、中联钢相关新闻的不完全统计，近年来印度、越南等国钢铁业发展较快，如印度2017年新增粗钢产能400万吨，越南2017、2018年新增粗钢产能共710万吨，马来西亚2018年增加粗钢产能350万吨。

图表51： 1900-2017年主要钢铁大国粗钢产量全球占比



资料来源：Wind, 国际钢铁协会, 华泰证券研究所

印度钢铁业雄心壮志，2030年产能目标3亿吨。越南、印尼、泰国、马来西亚、菲律宾和印度等东南亚、南亚国家经济增长较快，钢铁需求旺盛，加上来自中国大陆、台湾地区的投资，当地钢铁行业发展迅速。

图表52：2017-2019年东南亚、南亚新增产能列表

国家	钢厂	设备容积	状态	产能规模
越南	台塑河静	4350m ³	2017/5/29 投产	355万吨
越南	台塑河静	4350m ³	2018/5/28 投产	355万吨
马来西亚	联合钢铁	1080m ³	2018/6/8 投产	175万吨
马来西亚	联合钢铁	1080m ³	2018/6/28 烘炉	175万吨
印尼	德信钢铁	1780m ³	2018/12/31 投产	175万吨
印尼	德信钢铁	1780m ³	2019/1/31 投产	175万吨
印度	京德勒钢铁能源公司	4554m ³	2017/5/27 投产	400万吨
印度	京德勒钢铁能源公司	-	暂无明确时间节点	160万吨
印度	京德勒西南钢铁公司	一条热轧生产线	2019/12 投产	500万吨
印度	京德勒西南钢铁公司	-	2020/3 投产	100万吨
印度	京德勒西南钢铁公司	-	暂无明确时间节点	400万吨
印度	塔塔钢铁公司	-	暂无明确时间节点	500万吨
印度	国家矿业开发公司	-	2019/6 投产	300万吨
印度	印度钢铁管理局鲁尔克拉钢厂	一条热轧带钢生产线	2018年投产	300万吨
印度	韦丹塔资源公司	-	暂无明确时间节点	550万吨
印度	Visakhapatnam 钢铁公司	-	暂无明确时间节点	130万吨
印度	RASHMI	350m ³	2018/6 投产	43万吨

资料来源：mysteel, The economic times, 华泰证券研究所

据 Wind, 2018年, 印度粗钢产量 1.065 亿吨、超过日本, 成为世界第二大钢铁生产国。印度在钢铁产能扩张上较有雄心, 政府的目标是 2030 年产能达到 3 亿吨。印度在发展钢铁工业上存在短板, 国内优质焦煤资源的匮乏制约长流程炼钢发展, 而短流程又受制于电力紧缺。印度未来对铁矿的需求增长主要来自两方面, 一是新建高炉, 二是通过动力煤替代焦煤, 解决焦煤资源匮乏的问题, 从而提高转炉炼钢比例。

供给拐点后，铁矿石价格弹性增加

铁矿石价格存在现金成本支撑

C1 cost 即为铁矿石现金成本线。通行的铁矿石成本划分有 C1 cost、cash cost、all in cash cost 及 cost，其中 C1 cost 是公司决定是否生产的现金成本线，也是铁矿的供给曲线。

图表53：铁矿石成本口径划分

成本分类	含义
C1 cost	矿石开采到运至码头的成本
Cash cost	C1+海运费+矿权费+一般管理费用
All-in-cash cost	Cash cost+利息+设备维护费用
Cost	All-in-cash cost 的基础上加上摊销费用

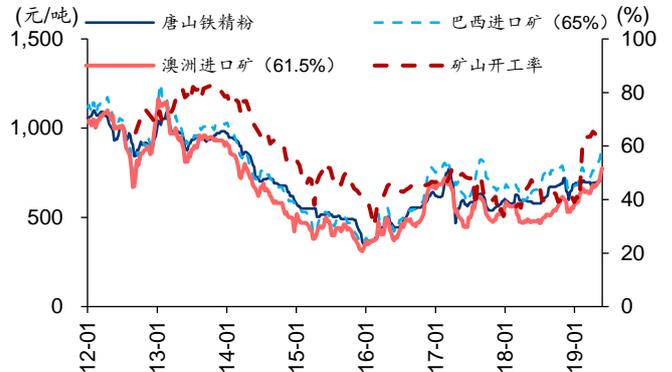
资料来源：华泰证券研究所

图表54：2012至今海运费及 WTI 现货价走势图



资料来源：mysteel, Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所；数据截至 20190531

图表55：2012年至今国内外铁矿石价格及国内矿山开工率



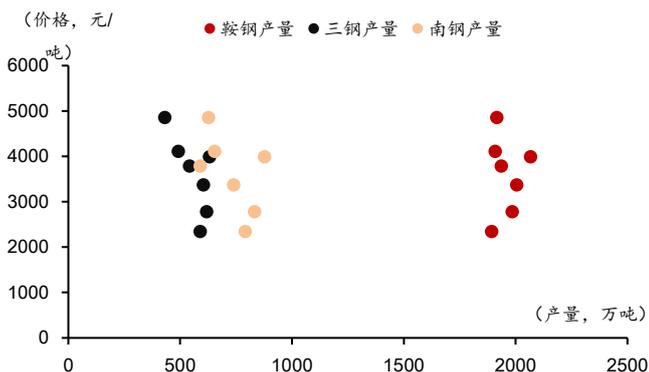
资料来源：中钢网, Wind, 华泰证券研究所；数据截至 2019年5月31日

铁矿石价格跟随螺纹价格波动

铁矿行业供给格局优于钢铁行业。2017年，四大矿山发货量全球占比 69%，而同年中国钢铁业 CR10 仅 37%，铁矿竞争格局优于钢铁。当供需向好，矿山和钢企均通过扩产增厚利润；当供需转差，矿山相较于长流程钢企对现金成本更敏感，会更快减产、停产。因此，铁矿供给价格弹性大于钢铁，在产业链中定价权大。

目前，国内长流程钢企产量占比大，长流程钢企生产不灵活，亏损的时候倾向减产应对。2015年下半年，部分钢厂在持续亏损半年后，因现金流枯竭被迫停产。自 2016 年供给侧改革以来，钢厂连续三年经营向好，现金流充沛，未来抵御风险能力将更强。

图表56：部分钢企产量与市场价格示意图



资料来源：mysteel；华泰证券研究所

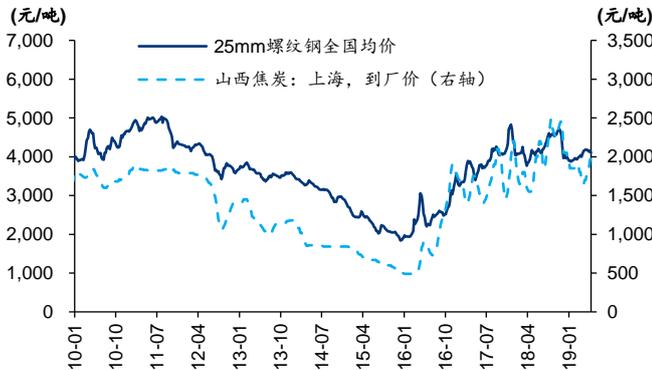
图表57：螺纹年度吨钢毛利和螺纹年度产量



资料来源：mysteel；华泰证券研究所

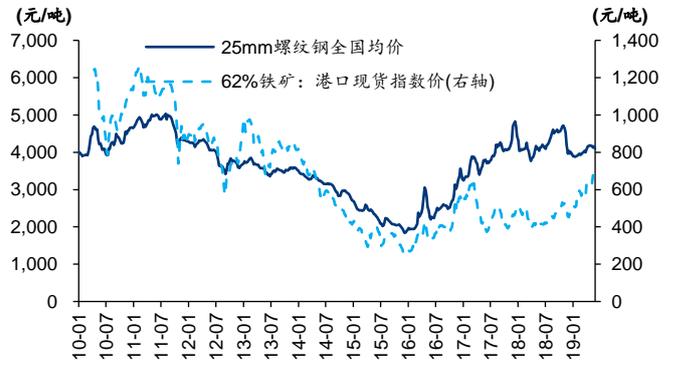
螺纹钢是影响铁矿需求的边际因素。国内热卷、冷轧等高端产品多由大型钢厂的大型设备生产，对高品铁矿有较为稳定的需求。而螺纹等低端产品多由中小型钢厂的中小型高炉生产，铁矿使用较为灵活，中小型设备入炉品位的变化成为高品矿需求的边际变量。在螺纹需求向好时，提高入炉品位可提高螺纹产量、增厚利润。因此，除开2017、2018年的部分时间段由于环保限产等因素影响外，铁矿价格走势与螺纹价格走势保持一致。

图表58：2010年至今螺纹钢价格与山西焦炭价格



资料来源: mysteel, 中钢网; 华泰证券研究所; 数据截至2019年5月31日

图表59：2010年至今螺纹钢价格与铁矿价格



资料来源: Wind, 中钢网; 华泰证券研究所; 数据截至2019年5月31日

我们对螺纹钢和铁矿石价格做过格兰杰因果检验，螺纹钢对铁矿石存在先后关系。钢价上涨，多因终端需求改善，钢厂扩大产量，拉动铁矿石、焦炭需求及价格；若钢价下跌，多因下游需求转差，钢厂随之减产，铁矿石需求、价格均下降。2017年5月至2019年1月，铁矿价格未跟随螺纹钢价波动，前期受地条钢产能去化影响，钢厂倾向使用废钢扩产、降本，后期受环保限产影响，铁矿需求下行较多、废钢替代增强。

但铁矿石对螺纹钢不存在先后关系。因为在下流需求变差过程中，长流程钢厂可能考虑减少钢产量而不会停产，钢价不存在长流程钢厂现金成本支撑。

但随着地条钢产能去化完成，钢铁供给曲线发生改变，尾部由电弧炉现金成本曲线构成，电弧炉可随开随停、对现金成本敏感，在需求未出现大幅下降时，电弧炉现金成本对螺纹钢价有一定成本支撑。

供给拐点已现，矿价将更强势

铁矿石资本开支现拐点，供给将进入平稳或减量阶段。从四大矿山资本开支看，四大矿铁矿增量在逐步向下，全球铁矿矿山或共此冷暖，均将进入资本开支下行、维持原有产能规模为主的阶段。考虑到矿山生产易产生事故，供给相对脆弱，在计划增量较少的情况下易出现产量突然下滑，如年初Vale突发的溃坝事件，直接影响4000万吨以上的产量。根据前文中对Vale前期停产矿山的复产节奏判断，以及四大矿前期季度发货量数据，我们预计2019年四大矿减产9233万吨，废钢折铁矿石与四大矿增量合计-5843万吨。此外，我们根据上文中提到的东南亚、南亚各国未来钢铁产能建设规划测算，预计2019-2021年带来的铁矿石需求增量分别为10076、4428、4560万吨。

图表60：中国及部分东南亚、南亚国家2019年新增生铁产量预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国生铁	71160	69141	70074	74860	77105	81875	84331	86861
越南生铁	139	170	260	425	632	871	897	924
印度生铁	5517	5839	6371	6681	7150	7610	7838	8073
马来西亚生铁	0	0	0	0	79	236	243	250
印度尼西亚生铁	190	272	291	292	292	512	527	543
生铁合计	77006	75423	76996	82257	85258	91104	93837	96652
铁矿石需求合计	124204	121649	124188	132673	137512	147588	152016	156576
铁矿石需求增量		-2554	2538	8486	4839	10076	4428	4560

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 单位: 万吨; 注: 主要根据东南亚、南亚国家新增高炉产能测算

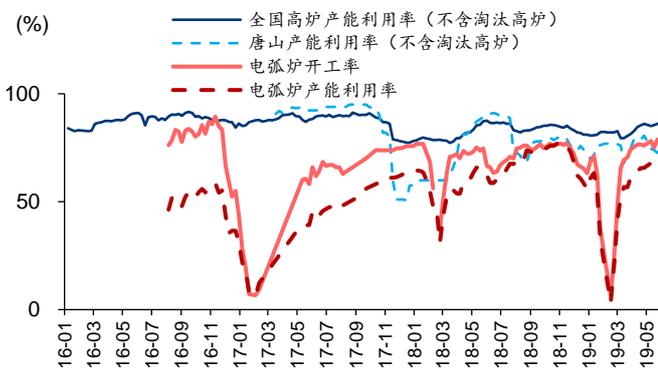
图表61: 2015-2021年废钢、铁矿石等增量测算

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
废钢增量	-583	778	5111	7695	1473	1500	1500
废钢增量折62%铁矿石(假设70%场景替代,10%损耗)	-592	791	5193	7819	1497	1694	1694
四大矿增量	6925	4600	2397	3360	-9233	3927	2667
废钢折铁矿石+四大矿增量	6332	5390	7590	11179	-5843	5620	4360
铁矿石需求增量	-2554	2538	8486	4839	10076	4428	4560
上海废钢价格(不含税)	1164	1249	1567	2033			
+/-%	-38%	7%	25%	30%			
铁矿价格(pb,离岸价)	54	55	65	61			
+/-%	-36%	2%	18%	-6%			
螺纹钢价格	1911	2159	3340	3604			
+/-%	-29%	13%	55%	8%			
铁矿成本占比	28%	31%	25%	21%			
pct	(3)	3	(6)	(4)			

资料来源: 中国金属协会, mysteel, Wind, 华泰证券研究所; 单位: 万吨、元/吨、美元/吨

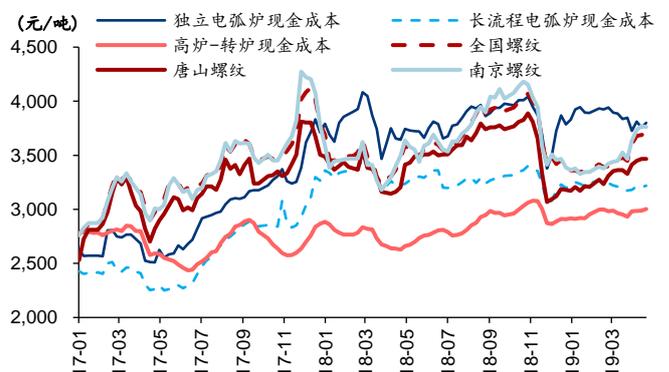
铁矿石价格弹性增强, 议价能力或上行。如前述, 铁矿石供给价格弹性本身强于钢铁行业的供给弹性, 随着铁元素供给增量的下行, 铁矿石的供给价格弹性将进一步增强。铁矿价格不仅是铁矿供需关系的体现, 更涉及钢铁产业链利润分配, 从2015-2018年数据看, 铁矿石成本在螺纹钢价格中占比大概在20%-30%区间。地条钢产能去化完成后, 钢铁供给曲线发生了改变, 在需求未大幅下行的情况下, 电炉钢的现金成本曲线成为边际成本、边际价格的制定者, 对钢价形成支撑, 也有利于铁矿在产业链中获得利润空间。

图表62: 2016年至今冶炼设备产能利用率



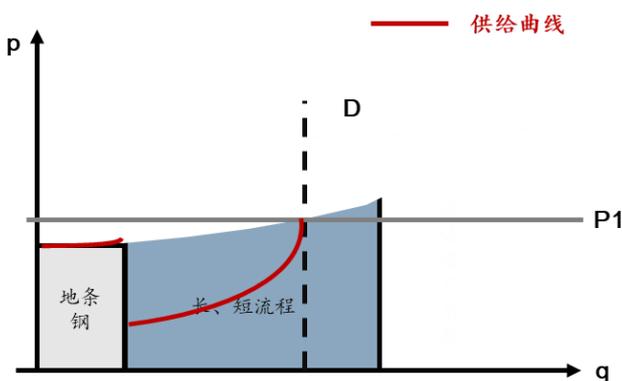
资料来源: mysteel, Wind, 华泰证券研究所; 数据截至2019年5月31日

图表63: 2017年至今钢铁现金成本曲线



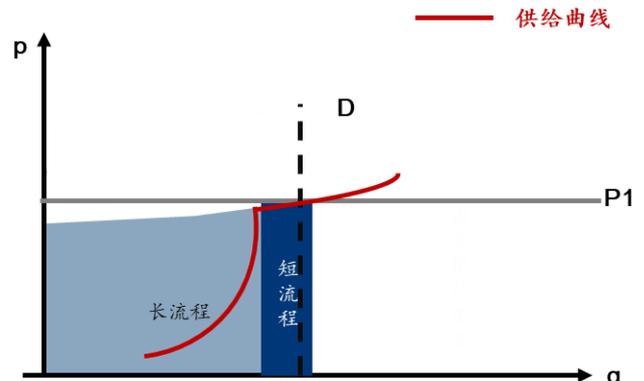
资料来源: Wind, mysteel, 华泰证券研究所; 数据截至2019年5月31日

图表64: 地条钢产能去化前行业供给曲线



资料来源: 华泰证券研究所

图表65: 地条钢产能去化后行业供给曲线



资料来源: 华泰证券研究所

受益于矿价上涨，首次覆盖给予公司“增持”评级

1) 铁精粉产销量：有望保持约120万吨/年铁精粉产销量

截至2018年底，公司召口矿理论开采年限还有13年，我们预计能够满足85万吨/年的铁矿石供应；侯庄矿预计于2020年年中闭矿，开采难度加大，50万吨/年产能已降至17万吨/年，假设2020年产量8.5万吨。公司目前仅有山东淄博一家选矿厂，考虑到公司可从金鼎矿业采购铁矿石，我们预计公司选矿厂能够保持较高的产能利用率，根据选矿厂120万吨铁精粉的理论产出，我们假设2019-2021年铁精粉产销率为100%、产销量0增速。

图表66：2013-2021E公司主要产品产销量情况预测

产品	单位	产能	2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019E		2020E		2021E		
			产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量									
铁矿石	万吨	200	200		200		200		200		200		200		200		200		200		200
自产铁矿石	万吨	102	170		170		170		135		110		102		102		93.5		85		85
侯庄矿	万吨	17	50		50		50		50		25		17		17		8.5		0		0
铁山辛庄矿	万吨	0	35		35		35		0		0		0		0		0		0		0
召口矿	万吨	85	85		85		85		85		85		85		85		85		85		85
采购自金鼎矿业	万吨	-	30		30		30		65		90		92		98		106.5		115		115
铁精粉	万吨	120+	143	131	149	153	137	129	110	111	119	134	120	120	120	120	120	120	120	120	120
球团矿	万吨	50+	26	30	50	46	7	7	-	0	31	30	25	28	25	25	25	25	25	25	25
铜精粉	吨	10000	1496	1671	1874	1910	1351	1435	1026	1027	1224	1144	916	808	916	916	916	916	916	916	916
钴精粉	吨	30000	68	61	81	31	67	93	53	67	40	61	15	9	15	15	15	15	15	15	15

资料来源：公司2013-2018年年报、华泰证券研究所；产能为2018年数据

2) 铁精粉价格：铁矿石2019年维持供需紧平衡状态，价格上行有支撑

考虑到四大矿铁矿石增量下降、VALE矿难以及澳洲飓风的影响，我们预计铁矿石价格在中长期有望维持强势。我们预计2019年四大矿增量加废钢折铁矿石增量-5843万吨，铁矿石需求增量10076万吨，铁矿石价格上涨存在有力支撑。假设选矿成本不变的情况下，我们预计2019-2021年铁矿石价格分别上行150、50、50元/吨。

3) 铁精矿成本：侯庄矿开采难度加大+外采铁矿石增多，预计成本有所上升

2019年开始，自产矿由135万吨（侯庄矿50万吨、召口矿85万吨），降至102万吨（侯庄矿17万吨、召口矿85万吨）。我们预计2019-2021年公司会增加采购来自参股公司金鼎矿业的铁矿石分别至98、106.5、115万吨，以满足选矿厂200万吨的产能；采购铁矿石随市价而定，根据公司公告（2019-019），2018年公司采购自金鼎矿业的铁矿石均价232元/吨，年末较年初上涨17%。由于外采矿品位偏低，涨价幅度低于上文中我们预计的铁矿石涨价幅度，我们预计2019-2021年外采矿价格预计分别上行20%、5%、5%。此外，受召口矿开采难度加大影响，且理论上自有矿开采成本随开采时间增长而提高，我们预计2018-2021年公司自有矿的开采成本保持1%增长。

图表67: 公司主营业务数据相关假设

产品种类	项目	单位	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
铁精粉	销量	(万吨)	111	134	120	120	120	120	
	营业收入	百万元	564	723	764	942	1002	1062	
	毛利率	%	4.6	33.9	22.7	30.7	33.8	36.4	
	单位价格	(元/吨)	507	539	635	785	835	885	
	单位成本	(元/吨)	483	356	491	544	553	563	
	单位成本-自产矿	(元/吨)	475	429	616	622	628	635	
	单位成本-外采矿	(元/吨)	287	234	232	278	292	306	
	单位毛利	(元/吨)	24	183	144	241	283	322	
	营收占比	%	90.0	69.3	73.4	77.9	77.4	77.3	
	毛利占比	%	62	68	69	74	74	74	
球团矿	销量	(万吨)	0	30	28	25	25	25	
	营业收入	百万元	2	235	137	159	172	184	
	毛利率	%	2.9	27.7	19.0	38.1	42.6	46.5	
	单位价格	(元/吨)	703	778	487	637	687	737	
	单位成本	(元/吨)	683	563	395	395	395	395	
	单位毛利	(元/吨)	20	216	93	243	293	343	
	营收占比	%	0.4	22.5	13.2	13.2	13.3	13.4	
	毛利占比	%	0.2	18.1	10.4	15.6	16.0	16.5	
	铜精矿	销量	(吨)	1027	1144	808	925	934	944
		营业收入	百万元	34	50	37	37	40	40
毛利率		%	64.5	78.9	68.4	70.6	72.6	70.5	
单位价格		(元/吨)	32714	43784	45612	40703	43366	43227	
单位成本		(元/吨)	11627	9221	14416	14416	14416	14416	
单位毛利		(元/吨)	21087	34563	31196	26287	28950	28811	
营收占比		%	5.4	4.8	3.5	3.1	3.1	2.9	
毛利占比		%	52	11	10	6	6	5	
钴精矿		销量	(吨)	67	61	9	15	15	15
		营业收入	百万元	1	1	0	0	0	0
	毛利率	%	-29.3	-116.4	-6.8	5.9	3.4	1.1	
	单位价格	(元/吨)	13918	13464	11389	12924	12592	12301	
	单位成本	(元/吨)	17999	29136	12167	12167	12167	12167	
	单位毛利	(元/吨)	-4081	-15672	-778	757	425	135	
	营收占比	%	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	
	毛利占比	%	-0.7	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	
	其他	营业收入	百万元	25	35	103	69	77	86
		毛利率	%	6.7	34.4	24.1	32.0	35.3	37.7
营收占比		%	4.1	3.4	9.9	5.7	6.0	6.2	
毛利占比		%	-13.6	3.0	10.5	3.1	3.7	3.5	

资料来源: Wind、公司年报、华泰证券研究所

4) 公司销售费用与管理费用假设

销售费用主要由运杂费组成,金岭球团对公司销售费用影响较大。金岭球团仅2014、2017年为正常销售状态,这期间销售费用较高。2017年金岭球团复产,球团矿销量由0增至30万吨,导致运输费用同比增长395%;根据公司年报,2018年金岭球团虽正常生产,但销量下降,销售费用大幅回落。但2018年公司球团实际销量与2017年相差较小,而铁精粉销量相差约15万吨,我们认为可能是因金钢矿业库存消耗完成,铁精粉销售下滑导致销售费用下降,因此我们假设后续铁精粉、球团销量在120万吨、25万吨左右的水平下,销售费用与2018年相当,预计2019-2021年销售费用与2018年相同。

图表68: 2019-2021年公司销售费用预测

		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售费用	百万元	24	17	82	21	21	21	21
销售-运杂费	百万元	22	16	82	20	20	20	20
销售-其他	百万元	2	1	1	1	1	1	1

资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

公司管理费用整体变化幅度较小,我们预计 2019-2021 年管理费用各项保持稳定并小幅增长,假设每年维持 2% 的增长。

图表69: 2019-2021 年公司管理费用预测

		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
管理费用	百万元	156	144	123	126	128	131	133
管理人员薪酬	百万元	58	61	68	81	82	84	86
无形资产摊销	百万元	21	16	12	8	8	8	9
折旧费	百万元	24	27	17	12	12	12	12
水电及维修费	百万元	11	7	9	6	6	6	6
其他	百万元	43	33	18	19	20	20	20

资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

A 股主营铁矿石相关业务的可比上市公司主要有河北宣工、海南矿业。河北宣工于 2017 年收购帕拉博拉铜业公司(PC);海南矿业主要生产铁矿石原矿,其吨售价和吨毛利较低。

图表70: 可比公司铁矿石产品量价情况

项目	单位	2014	2015	2016	2017	2018
产量						
金岭矿业	万吨	149	137	110	119	120
海南矿业	万吨	395	301	291	400	221
销量						
金岭矿业	万吨	153	129	111	134	120
海南矿业	万吨	331	332	290	395	272
河北宣工(PC)	万吨	783	607	543	614	
吨售价						
金岭矿业	元/吨	683	511	507	539	635
海南矿业	元/吨	465	263	262	259	313
河北宣工(PC)	元/吨	512	313	398	485	
吨成本						
金岭矿业	元/吨	426	473	483	356	491
海南矿业	元/吨	212	181	229	178	303
河北宣工(PC)	元/吨	399	263	201	309	
吨毛利						
金岭矿业	元/吨	257	38	24	183	144
海南矿业	元/吨	254	82	34	80	10
河北宣工(PC)	元/吨	456	262	337	327	
毛利率						
金岭矿业		38%	7%	5%	34%	23%
海南矿业		55%	31%	13%	31%	3%
河北宣工(PC)		89%	84%	85%	67%	

资料来源: Wind、各公司年报、河北宣工交易报告书(草案,修订稿,20170531)、华泰证券研究所

注: 此处金岭矿业、海南矿业、河北宣工(PC)产品分别为铁精粉、铁矿石、铁磁矿;河北宣工(PC)吨成本为成本+运费

公司作为 A 股唯一专注铁精粉、球团矿生产的上市公司,在矿价强势背景下,有望充分受益于涨价带来的业绩高弹性。此外,公司连续亏损的资产已大部分剥离,矿产供给、铁精粉产销有望趋于稳定,业绩向下可能性较低;同时,公司部分矿山储量较低,叠加公司远低于行业的资产负债率,公司后续增加铁精粉产能的空间较大,有望实现产销增长。

我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.29、0.37、0.45 元, BVPS 为 4.31、4.68、5.13 元,按 2019 年 6 月 20 日收盘价计算,对应 PB 为 1.53、1.41、1.28 倍,可比公司四大矿山、河北宣工平均 PB(2019E,分别为 Bloomberg、Wind 一致预期)为 2.02 倍,考虑公司铁矿储量远不及四大矿山,我们给予公司 2019 年 1.60-1.65 倍 PB 估值,目标价 6.90-7.11 元,首次覆盖给予“增持”评级。

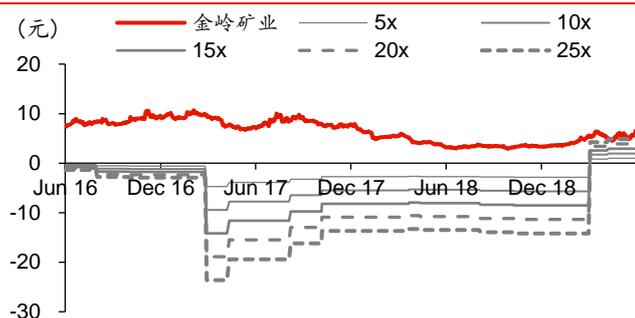
图表71: 可比上市公司 PB (2019E) 比较

证券代码	证券简称	PB (2019E)
000923	河北宣工	1.55
RIO	力拓	2.58
BHP	必和必拓	2.93
VALE	淡水河谷	1.35
FMG	FMG	1.70
可比公司均值		2.02
000655	金岭矿业	1.53

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所; 2019年6月20日数据, 河北宣工、四大矿为 Wind、Bloomberg 一致预期

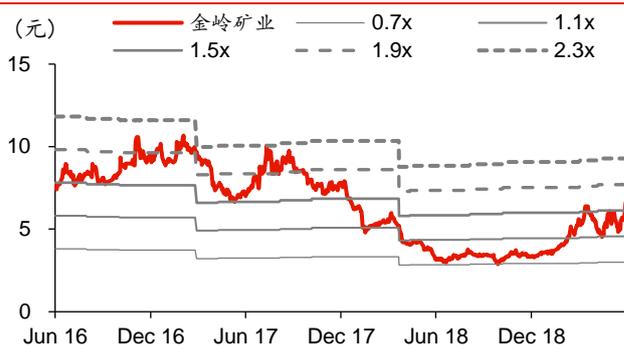
PE/PB - Bands

图表72: 金岭矿业历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表73: 金岭矿业历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

四大矿山复产情况超预期，铁矿石价格上涨不及预期。Vale 前期尾坝矿发生溃坝事故，停产矿山目前仅少部分复产，如果未来 Vale 等复产数量大增，或导致矿价下跌。

地产、基建及制造业投资增速低于预期，钢铁、铁矿石需求出现大幅下行。

公司产品产销量下滑或采矿成本、运输费用上升，导致业绩下滑。若发生异常情况导致公司铁精粉产销发生下滑，或铁矿石开采难度加大导致采矿成本上升，或金岭球团运输费用大幅上涨，公司业绩可能有下滑的风险。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	979.05	1,070	1,239	1,497	1,784
现金	115.96	365.56	433.82	645.26	886.52
应收账款	101.26	74.51	88.74	95.22	100.98
其他应收账款	3.61	1.78	4.65	3.81	3.81
预付账款	15.88	13.40	16.19	16.67	16.14
存货	150.73	111.60	119.62	120.31	123.83
其他流动资产	591.61	502.77	575.87	615.43	652.76
非流动资产	1,679	1,646	1,631	1,615	1,596
长期投资	798.87	810.72	810.72	810.72	810.72
固定投资	306.52	294.72	289.68	281.70	271.26
无形资产	289.75	281.64	273.64	265.64	257.64
其他非流动资产	284.20	259.07	257.19	256.77	256.42
资产总计	2,658	2,716	2,870	3,112	3,380
流动负债	294.82	264.84	249.06	268.95	269.42
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	97.18	145.57	134.08	145.16	144.07
其他流动负债	97.64	119.27	114.98	123.80	125.35
非流动负债	57.04	43.62	43.41	43.43	43.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	57.04	43.62	43.41	43.43	43.49
负债合计	351.87	308.46	292.47	312.38	312.90
少数股东权益	12.11	11.61	11.61	11.61	11.61
股本	595.34	595.34	595.34	595.34	595.34
资本公积	488.00	488.00	488.00	488.00	488.00
留存公积	1,202	1,303	1,483	1,704	1,972
归属母公司股东权益	2,294	2,396	2,566	2,788	3,056
负债和股东权益	2,658	2,716	2,870	3,112	3,380

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	121.17	316.78	65.88	205.78	230.30
净利润	(320.25)	99.97	170.36	221.50	268.04
折旧摊销	42.89	33.24	35.13	36.65	38.07
财务费用	4.89	(2.28)	(7.99)	(10.79)	(15.32)
投资损失	(36.44)	(14.92)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	19.75	205.89	(138.60)	(35.93)	(54.57)
其他经营现金	410.34	(5.12)	21.98	9.36	9.08
投资活动现金	(15.82)	(12.69)	(5.61)	(5.13)	(4.36)
资本支出	21.85	15.77	21.02	20.13	19.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6.04	3.08	15.41	15.00	15.00
筹资活动现金	(55.69)	(101.05)	7.99	10.79	15.32
短期借款	(50.00)	(100.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5.69)	(1.05)	7.99	10.79	15.32
现金净增加额	49.67	203.03	68.26	211.45	241.26

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,044	1,041	1,208	1,292	1,372
营业成本	684.34	790.17	821.97	835.82	855.56
营业税金及附加	30.09	23.48	31.35	33.30	33.98
营业费用	82.37	21.31	21.31	21.31	21.31
管理费用	123.32	125.77	128.28	130.85	133.47
财务费用	4.89	(2.28)	(7.99)	(10.79)	(15.32)
资产减值损失	393.28	(38.79)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.44	14.92	15.00	15.00	15.00
营业利润	(248.28)	131.25	228.15	296.33	358.39
营业外收入	0.07	0.09	0.00	0.00	0.00
营业外支出	56.55	1.25	1.00	1.00	1.00
利润总额	(304.76)	130.10	227.15	295.33	357.39
所得税	15.49	30.12	56.79	73.83	89.35
净利润	(320.25)	99.97	170.36	221.50	268.04
少数股东损益	(3.95)	(0.51)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(316.29)	100.48	170.36	221.50	268.04
EBITDA	(200.50)	162.21	255.29	322.18	381.14
EPS (元, 基本)	(0.53)	0.17	0.29	0.37	0.45

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	66.77	(0.24)	16.02	6.93	6.24
营业利润	59.38	152.86	73.83	29.89	20.94
归属母公司净利润	43.78	131.77	69.55	30.02	21.01
获利能力 (%)					
毛利率	34.44	24.12	31.96	35.30	37.66
净利率	(30.30)	9.65	14.10	17.15	19.53
ROE	(13.79)	4.19	6.64	7.95	8.77
ROIC	(26.60)	10.98	16.41	21.08	24.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.24	11.36	10.19	10.04	9.26
净负债比率 (%)	28.42	0	0	0	0
流动比率	3.32	4.04	4.97	5.56	6.62
速动比率	2.74	3.54	4.41	5.04	6.08
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.39	0.43	0.43	0.42
应收账款周转率	3.07	5.11	6.42	6.08	6.06
应付账款周转率	5.70	6.51	5.88	5.99	5.92
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.53)	0.17	0.29	0.37	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.53	0.11	0.35	0.39
每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.02	4.31	4.68	5.13
估值比率					
PE (倍)	(12.39)	38.99	22.99	17.69	14.61
PB (倍)	1.71	1.64	1.53	1.41	1.28
EV_EBITDA (倍)	(12.64)	15.63	9.93	7.87	6.65

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068