



钢铁行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

金属材料组

分析师：吴晋恺（执业 S1130526010001） 联系人：覃雨阳

wujinkai@gjzq.com.cn

qinyuyang@gjzq.com.cn

钢铁革故鼎新系列之一：铁矿过剩让利，去库周期先行

投资逻辑：

全球铁矿石供需格局的核心矛盾，在于高品位资源（低成本供给）与终端需求均呈现高度集中。供给端看，澳大利亚和巴西凭借高品位赤铁矿、成熟铁路港口体系和大规模露天开采能力，长期占据全球海运矿主导地位，四大矿商在国际贸易中具备更强的边际定价能力；相比之下，中国内矿以低品位磁铁矿为主，需经过磨矿、磁选、尾矿处理等复杂流程，成本、能耗和资本开支显著高于海外主流矿，因此更多承担边际补充角色。需求端看，铁矿石几乎全部用于炼钢，而中国又是全球最重要的生铁和海运矿消费中心，决定了全球铁矿价格锚最终落在中国到岸市场。2024年，全球铁矿贸易量约 17.07 亿吨，中国进口占比约四分之三，出口端澳洲约 57%、巴西约 21%，已构成典型双寡头。也正因此，铁矿并非普通意义上的多用途商品，而是一个由资源禀赋、物流半径和中国钢需共同塑造的高度寡头化市场。

当前铁矿正从高景气阶段转向过剩让利阶段，关键驱动因素在于过去 4 年高景气引发供给负反馈虽有时滞、但正在集中兑现。过去几年矿价维持高位，并不是因为行业不存在扩产激励，而是旧寡头在上一轮扩产后更加重视资本纪律与股东回报，新增资本更多流向铜、钾盐、锂等更具成长叙事的非铁资产，使铁矿供给响应明显慢于历史周期。但高价终究会刺激增量项目落地，尤其是 Simandou 这类同时具备高品位资源、主权协调、铁路港口配套和长期买方锁定的系统性项目，将成为本轮供给上行的代表。随着四大矿商稳步扩产、Simandou 逐步爬坡以及其他增量项目释放，全球铁矿有效供给将重新进入上行通道，并推动价格中枢从低成本内矿支撑区间向下收敛。2024 年新增铁金属产能仍然相当可观，据我们测算，考虑品位折损的减量，到 2030E 全球现有矿山产铁仍将达 2.6 亿吨左右，其中 Simandou 贡献约 77 Mt，四大矿商新矿约 44Mt，其他新矿约 94 Mt，合计有效增量仍接近 1.7 亿吨铁金属。

在价格下行的实现路径上，库存不是结果变量，而是会放大周期切换速度和烈度的关键变量。一方面，Simandou 等新增供给将直接压低边际成本曲线，挤压中国低成本内矿的生存空间，从成本曲线测算看，若 Simandou 在 26-28 年顺利爬坡并形成约 8000 万吨铁金属当量供给，对应的 CFR 支撑大约可下移 20 美元/吨左右；另一方面，若国内钢铁行业在需求偏弱背景下通过减产、自律和平台化采购向上游重新索取利润，铁矿价格还将面临第二轮让利压力。更重要的是，当前港口库存已处于偏高 3000 万吨的水平，而前期由定价权博弈、结构性限制和交易性补库堆积起来的隐性库存，在供需预期扭转后可能率先转化为抛压，使价格拐点先于现实供需拐点出现，并显著放大价格下行的速度与幅度。此外，中矿和 BHP 的博弈的目的不是为了钢厂成本承压，底气是铁矿供给本已进入过剩周期，这恰恰是铁矿已进入中长期过剩周期的国家级背书。基于此，我们判断 2026 年将是铁矿过剩周期的起点，而原料端的宽松为钢厂盈利改善提供了成本测的基础。

投资建议与估值

基于我们的专业分析，我们认为原料端铁矿的让利构成了钢铁板块逻辑优化和景气反转的第一块拼图，看好钢铁行业的发展前景，给予“买入”投资评级。

风险提示

地缘冲突时间过长导致滞胀；Simandou 等新产能爬坡进展不及预期。



内容目录

一、全球铁矿供需格局：高品位集中，贸易三寡头	4
供给侧：高禀赋资源集中，四大矿商量级领先	4
成本端：矿种间差异巨大，成本差足以覆盖运费	5
需求侧：领域集中于炼钢，地域集中于中国	6
二、周期的转向：供给对价格负反馈虽迟来但已至	8
高景气的背后是资本开支周期强度弱化+时间滞后	8
供给迟到但不缺席，铁产量将再次进入上行通道	9
Simandou 将成推动本轮铁矿转向过剩的代表项目	11
三、库存的堰塞湖：决堤将强化过剩周期的速度和烈度	13
正本清源：叙事为表供需为本，铁矿不具涨价基础	13
降价的三重动力：供给过剩+需求减量+库存放大	15
穿透扰动：博弈驱动涨价，但定价权终将转移	17
四、投资建议和估值	21
风险提示	21

图表目录

图表 1：2024 全球铁矿石储量前 10 国家	4
图表 2：铁矿供给集中度高，CR5≈80%（百万吨）	4
图表 3：中澳矿山原矿品位差距巨大	4
图表 4：2024 年四大矿商累计份额为 45%	5
图表 5：铁矿主产国主要矿种和典型加工方式	5
图表 6：主产国代表性矿山平均生产规模	5
图表 7：两种铁矿石 FOB 成本结构差异（\$/wmt）	6
图表 8：中国内矿铁矿石 FOB 成本显著高于海外矿	6
图表 9：铁矿典型航线海运距离和运费	6
图表 10：炼钢用途主导铁矿石需求	7
图表 11：2024 年中国生铁产量已占全球 6 成	7
图表 12：2024 全球铁矿石生产贸易格局：澳巴→中日韩	7
图表 13：前次铁矿大额资本开支相对矿价高点时滞 2 年	8
图表 14：铁矿新增产量相对资本开支的时滞也是 2 年	8
图表 15：近年来主要矿商强调分红纪律+转型非铁资源	8
图表 16：Rio 各业务板块利润结构的变化（百万美元）	9



图表 17: BHP 各业务板块利润结构的变化 (百万美元)	9
图表 18: 得益于学习效应和基建复用性, 传统矿商新矿开发效率越来越高	9
图表 19: 2025-2030 年全球铁矿石新增产能分布	10
图表 20: 铁矿品位平均年降速度在 0.2%	11
图表 21: 预计 26-30 年全球将新增 1.7 亿吨铁金属产能	11
图表 22: Simandou 股权结构图 (CTG 为铁路+港口 SPV)	11
图表 23: Simandou 物流系统示意图	11
图表 24: Simandou 成本测算-可比矿山	12
图表 25: Simandou 成本测算-测算参数表	12
图表 26: Simandou 成本测算-各项成本	12
图表 27: 买方剩余杠杆示意-铁矿降价时, 中国钢厂的成本节约(红)远大于 Simandou 利润缩减(绿)	13
图表 28: 中国铁矿石进口依赖度长期徘徊在 80%左右	13
图表 29: 19-20 年降息周期, 贵金属普涨	14
图表 30: 24-26 年降息周期, 工业金属供需本就强劲	14
图表 31: 降息周期对黄金价格的催化明显	14
图表 32: 铁矿上涨本质源于降息后伴随而来的宽财政	14
图表 33: 历次经济周期中各大宗商品的价格拐点顺序(竖线为价格拐点, 黄色代表黄金, 黑色代表铁矿)	15
图表 34: 全球铁矿石成本曲线-Simandou 放量 (青岛 62%Fe CFR, \$/t, 空心代表 Simandou 加入后)	16
图表 35: 全球铁矿石成本曲线-炼钢产能压减 (青岛 62%Fe CFR, \$/t, 空心代表 Simandou 加入后)	16
图表 36: 铁矿的库存波动和矿价波动存在强正反馈	17
图表 37: 25 年底的累库支撑铁矿价格冲高 (万吨)	17
图表 38: 26 年 Simandou 项目以基建联调测试为主	17
图表 39: 25 年下半年以来, 铁矿现货供需表观变紧的核心原因是港口持续累库	18
图表 40: 澳洲铁矿发运-Q1 是气旋多发季节(百万吨)	19
图表 41: 巴西铁矿发运-雨季导致历年前低后高(百万吨)	19
图表 42: 地缘风险外溢对海运成本影响测算	19
图表 43: BHP 主流铁矿产品近况	19
图表 44: 宝武绑定力拓参与 Simandou + Western Range 两大新增铁矿项目	20
图表 45: 目前四大矿商中仅 BHP 尚未改人民币结算	20
图表 46: 一旦谈判结束扭转预期, 库存先行的铁矿降价周期将启动	21
图表 47: 行业内重点公司投资评级 (亿人民币)	21



一、全球铁矿供需格局：高品位集中，贸易三寡头

供给侧：高禀赋资源集中，四大矿商量级领先

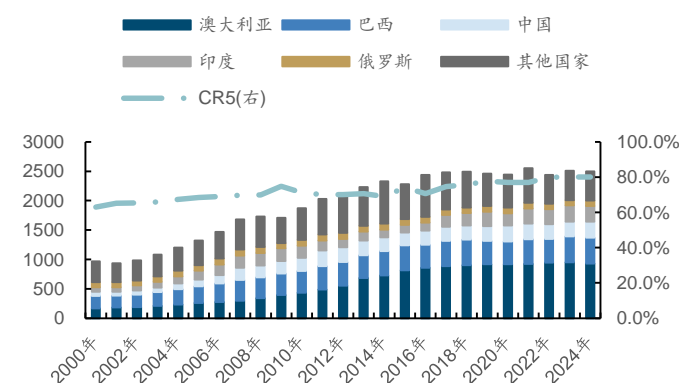
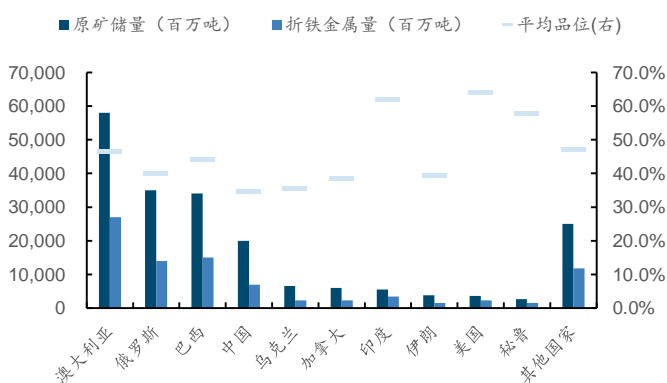
资源维度，全球铁矿石资源端高度集中。高品位赤铁矿(DSO)主要掌握在澳大利亚 Pilbara 和巴西 Carajás 两大核心产区。澳、巴主流矿体往往具备 55%-65% Fe 的天然品位，且规模大、矿体连续、适合大规模露天开采，几项优势叠加后，澳、巴资源在可工业化、可规模化、可长期稳定出口方面具备明显优势。

中国高品位、易开发、可规模化的矿明显不足，高度依赖进口补充。中国内矿要把低品位原矿转化为可入炉精矿，往往需要经历磨矿、磁选、尾矿处理等多个环节，资本开支和能源消耗显著高于澳巴赤铁矿。因而在大多数景气阶段，中国内矿更多承担边际补充角色，而难以在成本和规模上替代海运高品位矿。

澳大利亚原矿储量约 580 亿吨、折铁金属量约 270 亿吨，中国原矿储量约 200 亿吨、但折铁金属量仅有约 69 亿吨；在代表矿山品位上，Rio Pilbara 约 60.9% Fe、Vale Serra Sul 约 65%，而中国的齐大山、东鞍山、南芬分别仅约 32.4%、33.4%和 25.0%。

图表1：2024 全球铁矿石储量前 10 国家

图表2：铁矿供给集中度高，CR5~80% (百万吨)



来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所

产出维度，四大矿商量级领先。在国家层面，全球铁矿供给看似分散，但真正进入国际贸易并具有边际定价能力的供给，仍然高度集中于少数大矿商和少数主产国。从集中度看，CR5 已接近很高水平，四大矿商更是长期占据全球海运矿的核心份额。它们不仅控制矿山资源，还控制铁路、港口、装运体系以及与下游钢厂的长期贸易关系，因此其影响力远大于单纯的产量占比。

全球供给并非简单的多国竞争，而是少数强供给体系主导。澳洲和巴西承担的是全球主供应者角色，依托资源与基建优势形成大矿-铁路-港口-长协一体化体系；中国则是在近十亿吨粗钢需求支撑下维持大规模内矿补充，但单体矿山小、成本高；印度拥有较好高品位资源，却更多服务本土钢铁工业和平衡国内市场。2024 年澳洲产量约 930 Mt、巴西约 440 Mt，而中国虽有约 270 Mt，但更多是对国内高成本边际供给的补充。

图表3：中澳矿山原矿品位差距巨大

国家	矿山/资产	Fe%
澳大利亚	Rio - Pilbara	60.9
澳大利亚	BHP - WAIO	59.2
澳大利亚	FMG - Chichester Hub	57.2
澳大利亚	Roy Hill	57.5
巴西	Vale - Serra Sul	65.0
俄罗斯	Lebedinsky	44.6
中国	齐大山 (鞍钢矿业)	32.4
中国	东鞍山 (鞍钢矿业)	33.4
中国	南芬 (本钢)	25.0
中国	北站	41

来源：Rio Tinto、BHP、Minedocs、Hancock Iron Ore、TRS、Cnfeol、MDPI、国金证券研究所



图表4: 2024年四大矿商累计份额为45%

国家	公司	主要矿山	2024 精矿产量 (Mtpa)	2024 份额
澳大利亚	Rio Tinto	Pilbara	323.0	12.9%
澳大利亚	BHP	WAIO	287.0	11.5%
巴西	Vale	Northern、Southeast、Southern	328.0	13.1%
澳大利亚	Fortescue	Chichester、Iron Bridge	191.6	7.7%
澳大利亚	Roy Hill	Roy Hill	64.0	2.6%
巴西	Anglo American	Minas-Rio	25.0	1.0%
南非	Anglo American	Sishen、Kolomela	35.7	1.4%
巴西	CSN Mineração	Casa de Pedra	42.0	1.7%
加拿大	Champion Iron	Bloom Lake	13.8	0.6%
瑞典	LKAB	Kiruna、MalMBERGET	22.7	0.9%
印度	NMDC	Bailadila	45.0	1.8%
澳大利亚	Mineral Resources	Onslow Iron、Pilbara Hub	18.1	0.7%
加拿大	Rio Tinto	IOC	16.1	0.6%

来源: Rio Tinto, BHP, Vale, Fortescue, Roy Hill, Anglo American, CMIN, Champion Iron, LKAB, NMDC, MinRes, 国金证券研究所

成本端: 矿种间差异巨大, 成本差足以覆盖运费

FOB 成本的根本决定因素是矿石禀赋, 开采和加工方式则是把这种禀赋差异显性化的渠道。对赤铁矿而言, 高品位意味着破碎筛分后即可出货, 流程短、能耗低、尾矿负担轻; 对磁铁矿而言, 低品位则要求经过磨矿、选矿和尾矿处理, 资本强度和运营成本都显著上升。因此, 矿种不同会导致处理单吨原矿可得的精矿比例差距巨大, 且处理工艺流程复杂度不同, 成本曲线天然分层。

规模效应会进一步放大这一差距。澳洲和巴西依托大型露天矿、低剥采比和成熟物流体系, 把单位固定成本持续摊薄, 长期稳居成本曲线左侧; 中国内矿则常因矿体小、分散化和流程长而成本偏高。具体而言, 澳洲代表矿平均单矿规模约 28-35Mtpa、巴西约 40-55Mtpa, 而中国多数矿山设计/产能仍在 1-5Mtpa 区间。若矿山规模小、分布散、服务年限短, 就难以配套大型运输、集中选矿和稳定管理体系, 单位固定成本、人工和维护成本都会偏高。

图表5: 铁矿主产国主要矿种和典型加工方式

国家	主要矿种与成因 (地质)	代表品位 (Fe%)	加工方式
澳大利亚	皮尔巴拉高品位赤铁矿 (DSO), 多为 BIF 经超基因富集	~56 - 62	
巴西	北系统 (卡拉加斯) DSO (>63%Fe); 东南/东南系统大量伊塔比里岩 (变质 BIF)。	DSO~64 - 67; BIF~35 - 45	破碎+筛分即可出货
印度	以 DSO 为主, 东部各邦 BIF 经风化/富集形成中高品位赤铁矿; 磁铁矿占比低。	多>62	
南非	BIF 经超基因/热液富集形成高品位 DSO (Sishen、Kolomela); 本质为 BIF 去硅富集。	多>60	
中国	以磁铁矿石岩型 (BIF) 贫矿为主, 需选矿; 少量矽卡岩/富矿。	~20 - 35	
俄罗斯	以 BIF 为主; 局部富矿为风化/热液改造产物。	~30 - 45	破碎+磨矿 (品位低需多段)+磁选
加拿大	拉布拉多槽 (Trough), 细粒 BIF+DSO 混合低品位。	~25 - 30	(必要时浮选), 产~65%Fe 精矿;
美国	明尼苏达塔科奈特 BIF 为主, 取代早期天然富矿。	~25 - 30	随后烧结/球团
伊朗	基鲁纳型 BIF/矽卡岩+部分 DSO; 如 Gol-e Gohar、Chadormalu 等。	~50 - 55	
乌克兰	克里沃罗格盆地 BIF 为主, 局部 DSO 富集; 整体大吨位、原矿中低品位。	~25 - 40	

来源: Geoscience Australia, Researchgate, 国家转型研究所, 印度矿务局, 环保部, Anglo American, USGS, Sciencedirect, 国金证券研究所

图表6: 主产国代表性矿山平均生产规模

国家	平均 (Mtpa)	全国产量 (Mt)	代表矿数量
澳大利亚	~28 - 35	930	Rio Pilbara 18 + BHP WAIO 3 + FMG Hub 3 + FMG Iron Bridge 1 + Roy Hill 1 = 32
巴西	~40 - 55	440	Vale 北 S11D 1 + Vale 南/东南 7 + BHP samarco 1 = 9



国家	平均 (Mtpa)	全国产量 (Mt)	代表矿数量
中国	~1 - 5		USGS 国家年鉴的矿山清单显示多数矿设计/产能在 1 - 5 Mtpa 区间
印度	~8 - 12	270	IBM 披露: 公有部门中 ≥1 Mtpa 的 22 座矿贡献 ~97.6% 的公有产量
俄罗斯	~15 - 25		Stoilensky 精矿 ~17 - 20 Mtpa, Lebedinsky 露天矿目标扩至 ~55 Mtpa; 据此主力单矿规模多在 10 - 30 Mtpa
南非	~18	35.7	Sishen 1 + Kolomela 1 = 2
加拿大	~12 - 15		代表: Champion Bloom Lake 名义 15 Mtpa; IOC 年产常见 10 - 15 Mt 量级
美国	~6	48	USGS 披露密歇根/明尼苏达/犹他共 8 座露天铁矿在产
瑞典	~8 - 10		USGS 披露单矿/矿区多处于 8 - 10 Mt 量级 (以球团/精矿计)

来源: Anglo American, USGS, 西澳政府网, Vale, IBM, IMA, LKAB, Mining-technology, 国金证券研究所

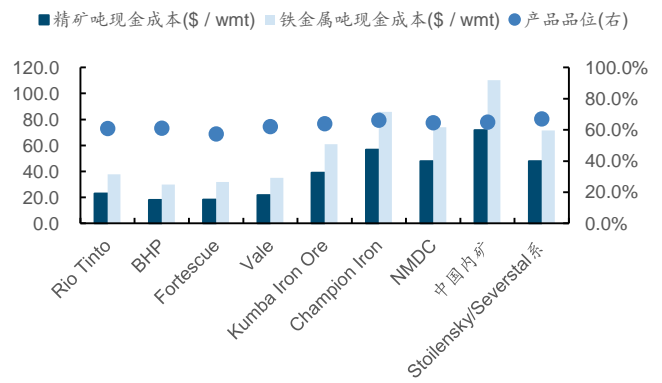
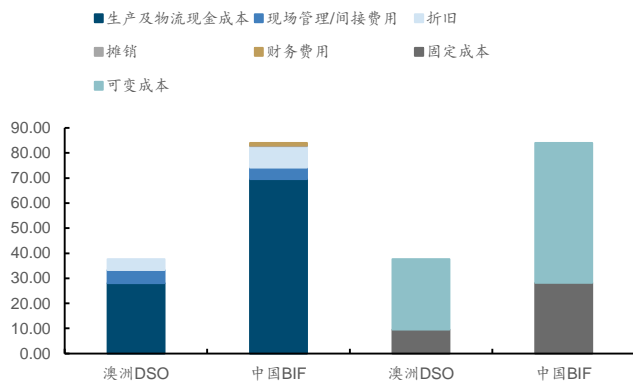
定量来看, 澳矿 FOB 成本比中国内矿偏低约 40 美元/吨。拆解来看, 澳洲赤铁矿在陆运、采矿、港杂和管理费用上合计约 29 美元/湿吨, 其中可变成本约 26.1 美元、固定成本约 2.9 美元; 而中国磁铁矿仅采矿约 24 美元、磨矿磁选约 31 美元、尾矿与脱水约 5 美元、管理约 4 美元, 固定成本与可变成本合计已到约 66 美元/湿吨。

由于品位低+规模小, 中国内矿成本显著高于海外矿, 成为边际定价产能。成本上, Rio、BHP、FMG 精矿吨现金成本大约 18-23 美元/湿吨, 对应铁金属吨成本约 30-38 美元; 中国内矿则约 71.7 美元/湿吨, 远高于海外主流矿。中国内矿的高成本不是短期技术问题, 而是长期资源组织结构问题, 通常只在高价阶段恢复供给弹性, 而在价格回落阶段最先成为被挤出的边际产能。高成本内矿的成本区间对铁矿定价非常关键, 而小、散、多的格局在成本曲线右侧定价区间构成陡峭结构, 使得增量产能对矿价的撬动作用十分明显。

CFR 成本比较必须放在中国到岸框架下进行, 航程由此成为决定矿山相对竞争力的又一核心变量。对同等 FOB 成本的矿山而言, 谁离中国更近, 谁就更容易在 CFR 维度取得优势。澳洲到中国航程显著短于巴西, 因此澳矿即便在矿山端的品位和巴西矿接近, 也常能在到岸成本上占优。

图表7: 两种铁矿石 FOB 成本结构差异 (\$/wmt)

图表8: 中国内矿铁矿石 FOB 成本显著高于海外矿



来源: CZR Resources, 大牛铁矿评估报告, 国金证券研究所

来源: 各公司年报, Woodmac, 国金证券研究所

图表9: 铁矿典型航线海运距离和运费

航线	海运距离 (海里)	近 1 年现货运价区间 (\$/t)
澳西 → 青岛	≈3,400 - 3,550 nm (示例: P. Hedland → 青岛 ~3,541 nm)	~9 - 12 \$/t
巴西 → 青岛	≈13000 nm (绕好望角)	~17 - 26 \$/t
几内亚 → 青岛	≈11,000 - 11,200 nm (示例: Conakry → 青岛 ~11,182 nm)	预计接近巴西

来源: Searoutes, FIS, ChampMMI, 国金证券研究所

需求侧: 领域集中于炼钢, 地域集中于中国

铁矿需求既高度集中在长流程炼铁, 又高度集中在中国炼钢体系。



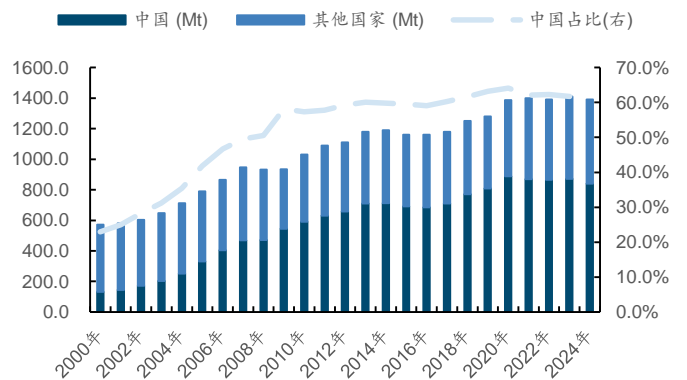
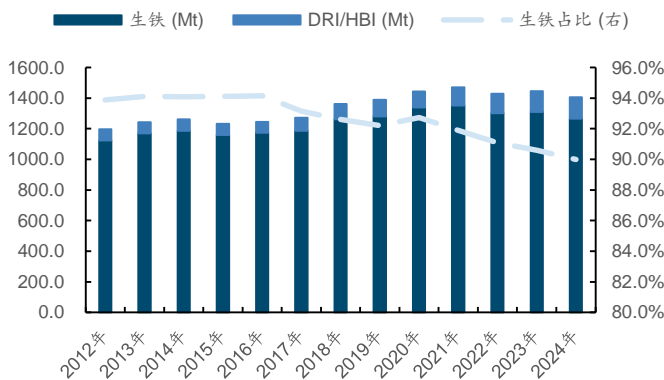
从用途看几乎全部需求都来自炼钢。铁矿石不同于铜、铝等多用途工业金属，它的需求结构极其单一，炼钢用途占绝对主体，其它如水泥配料、颜料和磁性材料需求都只是边缘补充。2024年全球生铁产量约1265Mt，而DRI/HBI约141Mt，生铁占比仍接近90%。因此，只要观察全球炼钢结构，就能大致把握铁矿的中长期需求方向。

而在全球炼钢体系中，中国的权重又远高于其他经济体。中国加入全球贸易体系后，逐步承接制造业与基础设施链条，形成庞大的建筑、机械、汽车和家电需求，对粗钢和生铁形成长期拉动，份额在2000-2010年快速提升。当下，中国生铁产量占全球比重极高，因此全球海运铁矿的定价锚最终也落到中国到岸市场与中国钢厂利润状态上。从需求地域来看，中国生铁产量约840Mt，其他国家合计约551Mt，中国占全球比重仍在60%左右。

中国作为需求中心，决定了海运线路和价格基准的形成。2024年全球铁矿贸易量已达十几亿吨级，中国进口占全球海运需求的绝大部分，澳洲和巴西合计占出口端绝对主导份额。由于中澳航程显著短于中巴航程，海运距离会直接决定FOB与CFR之间的差值，并进一步塑造不同矿山在中国到岸市场上的相对竞争力。具体到数据，2024年全球铁矿贸易量约17.07亿吨，中国进口占比约四分之三，出口端澳洲约57%、巴西约21%，已构成典型双寡头。航程上，中澳约3500海里，中巴约13000海里，运距差本身就是澳矿与巴西矿CFR成本差异的重要来源。

图表10: 炼钢用途主导铁矿石需求

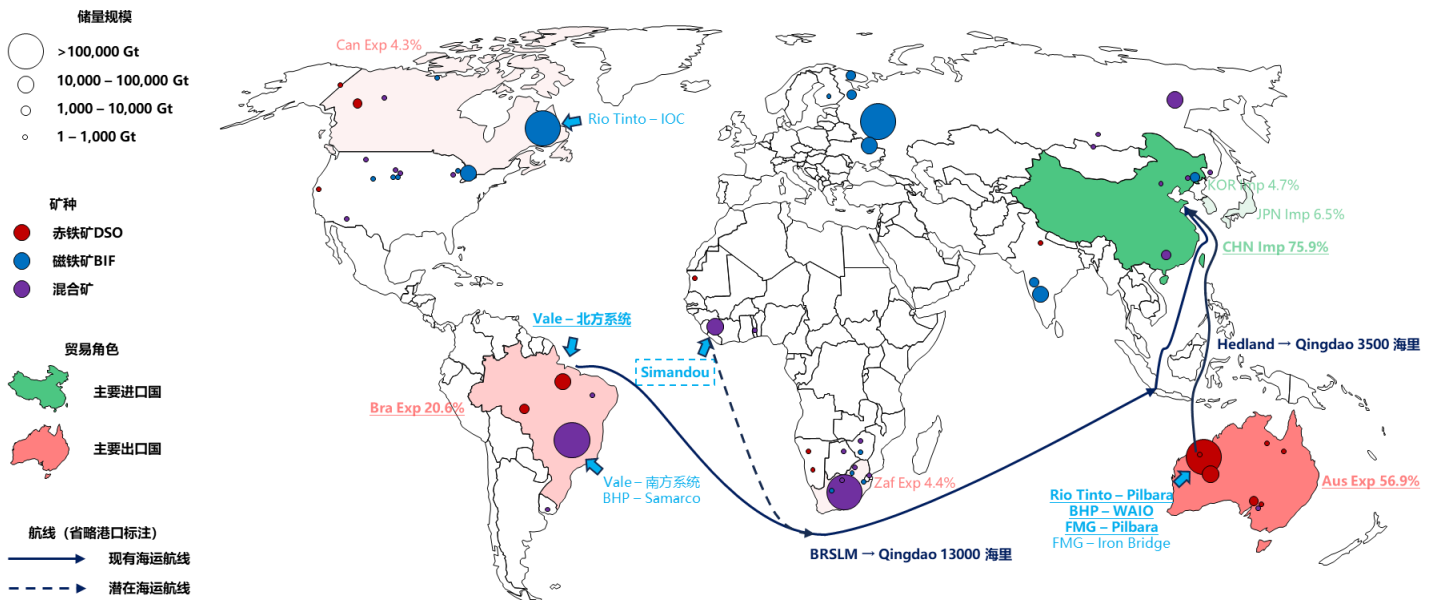
图表11: 2024年中国生铁产量已占全球6成



来源: Worldsteel, Midrex, 国金证券研究所

来源: Worldsteel, 国金证券研究所

图表12: 2024全球铁矿石生产贸易格局: 澳巴→中日韩



来源: World's Top Exports, Searoutes, GEM, 国金证券研究所



二、周期的转向：供给对价格负反馈虽迟来但已至

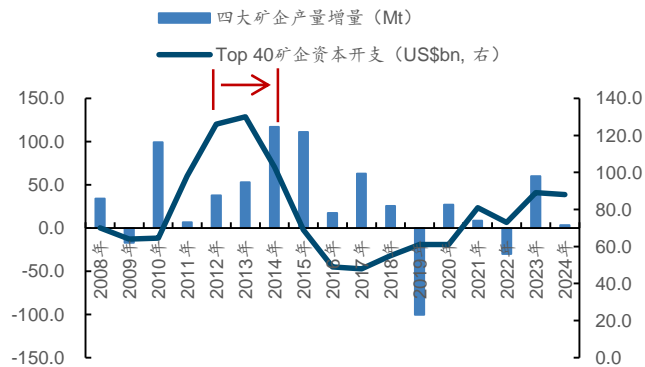
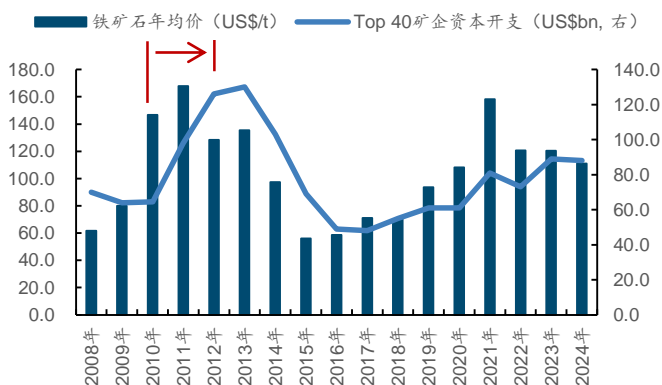
高景气的背后是资本开支周期强度弱化+时间滞后

近4年矿价高位维持的根本原因，是供给响应显著弱于上一轮周期，而且新增供给本身还存在天然时滞。从历史经验看，2011年前后的高矿价曾连续两年刺激矿商大规模增加资本开支，而高开支又在两年后兑现为大规模新增产量，最终反过来消化高价格。也就是说，上一轮铁矿4年景气周期的背后其实是一个清晰的负反馈：高价-高开支-高增量-价格回落。

但2021年以来的情况明显不同，高矿价并没有再度换来同等力度的资本开支。从资本开支与产量增量的对应关系看，Top40矿企资本开支在2013年一度达到约1300亿美元，2014-2015年四大矿企产量增量分别高达约117Mt和111Mt；而2022-2024年虽然矿价仍在100美元/吨以上，资本开支却只在730-890亿美元区间波动，2024年四大矿企产量增量甚至仅约3.4Mt。因此本轮高价并没有复制上轮高价-高开支-高增量的链条。

图表13：前次铁矿大额资本开支相对矿价高点时滞2年

图表14：铁矿新增产量相对资本开支的时滞也是2年



来源：FRED, PwC, 国金证券研究所

来源：FRED, PwC, 国金证券研究所

旧寡头不再把扩产抢份额作为第一选择，而是更倾向于收割稀缺租。一方面，矿业巨头经历过上一轮扩产-过剩-价格崩塌后，更加强调资本纪律，另一方面，当中国钢铁需求接近顶部、下游利润被持续挤压时，矿山端会意识到继续扩产未必能带来更高股东回报，反而可能通过压低价格把利润让渡给钢厂。因此，四大矿商把铁矿视作现金牛，倾向于把高景气转化为现金分红和资产负债表改善，而非激进扩产。BHP 坚持至少 50% 利润分红，FY 2024 派息约 74 亿美元；Rio 2016-2021 年平均派息率约 74%；Vale、FMG 和 Anglo 也都把高分红写进政策。

现金流更愿意追逐铁矿给现金、铜给成长的组合。对矿商而言，维持铁矿盈利稳定、同时把现金流导向更受市场欢迎的资产，往往比重启大规模铁矿扩产更合理。因此，新增资本更多投向铜、钾盐、锂和能源等非铁方向，所以高矿价首先变成股东回报和资产再配置，而不是新铁矿供给。力拓、必和必拓等公司在近年更重视铜板块等非铁业务，原因在于铜兼具资源稀缺性和新能源成长逻辑，估值叙事、资本市场偏好和长期需求弹性都强于铁矿。从企业利润贡献变化看，Rio 口径下，FY 2025 铜板块利润已升至约 59 亿美元，而铁矿利润回落到约 144 亿美元；BHP 口径下，FY 2025 铜利润约 123 亿美元，已逼近铁矿的 144 亿美元。

图表15：近年来主要矿商强调分红纪律+转型非铁资源

公司	分红政策	非铁 Capex
BHP	至少 50% “基础/归属于股东的利润” 分红 (policy); FY2024 合计派息 US\$7.4bn, 54% payout。	FY2024 年报：资本投资在铜和钾盐上增加 US\$1.5bn, 且预计“中期约 65% 的资本将分配给这些面向未来的商品 (铜/钾盐)”; 持续强调 Jansen (钾盐) 推进。
Rio Tinto	长期高派现 (普通+特别分红); 2016 - 2021 六年平均派息率 74%。	2024/2025 披露资本投资 ~US\$10 - 11bn/年区间, 并显著强调铜增长与锂并购整合 (Arcadium); H1 2025 勘探/评价费用中, 铜占 36%、铁矿占 19%。
Vale	最低股东回报 = 30% × (调整后 EBITDA - 维持性资本开支)。	FY2024 Capex US\$6.0bn; 把板块拆分为 “Iron Solutions” 与 “Energy Transition Metals (铜/镍等)”, 并单列基础金属端的成本/项目与分配; 年 2025 Capex 继续维持克制, 指引降至 US\$5.9bn。
Fortescue	明确 50 - 80% “全年基础/Underlying NPAT” 的分红政策; FY2024 实际 70%。	在保持铁矿主业的同时, 单列能源业务的资本开支: FY2025 能源 Capex 预算从 US\$300m 上调到 US\$500m (后续按资金环境再调整), 显示对绿氢/绿电的多元化投入。

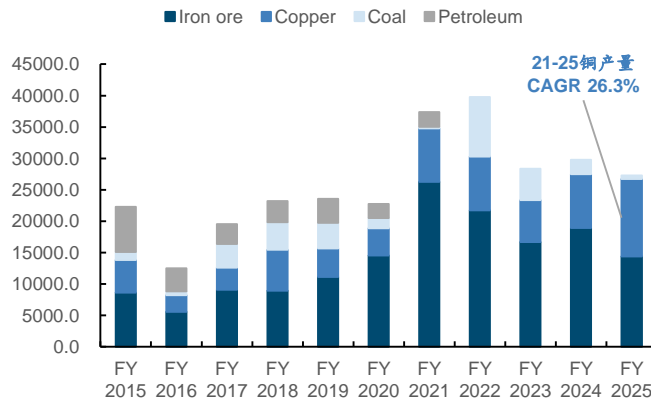
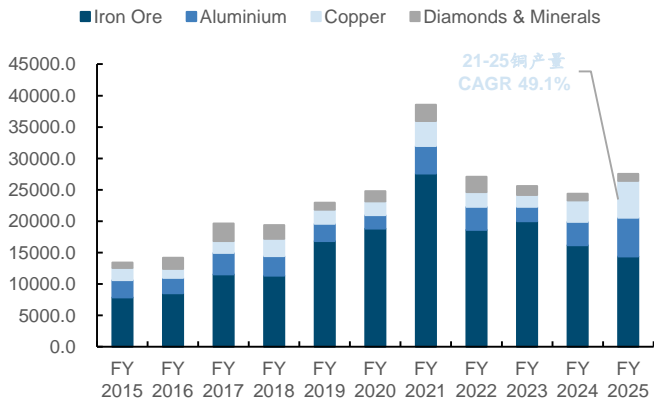


公司	分红政策	非铁 Capex
Anglo American	既定政策派发 40%基础盈利。	明确把增长资本聚焦在“铜（含 Collahuasi 扩能）、作物营养/钾肥（Woodsmith）、以及高端铁矿”，并在多份文件中写明“Growth capex 主要来自 Woodsmith（作物营养）与 Collahuasi（铜）”。

来源：Rio Tinto, BHP, Vale, Fortescue, Anglo American, 国金证券研究所

图表16: Rio 各业务板块利润结构的变化 (百万美元)

图表17: BHP 各业务板块利润结构的变化 (百万美元)



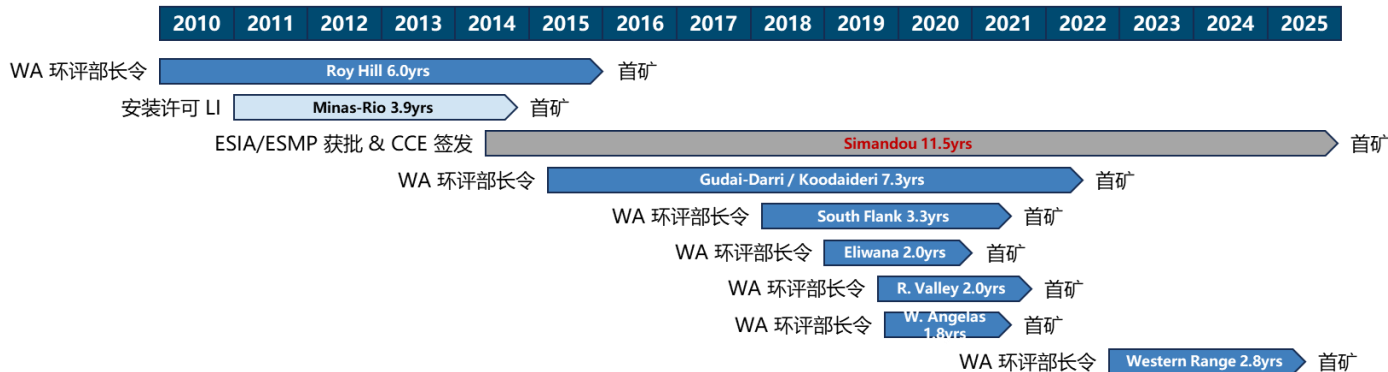
来源：Rio Tinto, 国金证券研究所

来源：BHP, 国金证券研究所

在市场仍由少数寡头控制的情况下，只要头部企业主动约束资本开支，即便有新玩家想成为搅局者，也难以复制过去澳巴矿山的高效率开发路径。历史上澳洲矿区开发效率较高，一方面源于矿体条件好，另一方面源于已有铁路、港口、运维团队和审批经验的持续复用。但新一轮增量多数位于非传统成熟区域，项目常常同时面临基础设施重建、审批周期拉长和跨主体协调复杂等问题。旧寡头不愿快扩，外部新玩家又难快上，供给侧自然表现为高价之下仍偏慢。这也是为什么市场需要用更长时间等待新增供给兑现，而价格在等待过程中反而维持高位。供给短期看似紧平衡，实则是扩张效率下降后的表象。

新进入者资本转化效率低于传统矿商，是本轮矿价高位维持的核心原因。从项目开发时间轴看，Roy Hill 从关键审批到首矿约 6.0 年，Minas-Rio 约 3.9 年，South Flank 约 3.3 年，Eliwana 与 R. Valley 都在 2 年左右，Western Range 约 2.8 年。当离开澳巴成熟矿区，项目建设效率就越难复制，从决定投资、新项目审批、设计到铁路港口配套建设也需要较长周期，因此价格对供给的刺激被弱化并滞后化。这是本轮铁矿高价能够维持更久的本质原因，但同时也埋下了 26-28 年新增供给集中兑现供给的伏笔。

图表18: 得益于学习效应和基建复用性，传统矿商新矿开发效率越来越高



来源：Rio Tinto, WA EPA, Responsiblemining, 国金证券研究所

供给迟到但不缺席，铁产量将再次进入上行通道

旧寡头转向导致供给时滞，但高景气积累的新供给终将推动价格回归。从项目储备看，过去四年高矿价已经刺激出一批新建和扩建计划，Simandou 只是其中体量最大、象征意义最强的项目。即便考虑投放节奏并不整齐，全球铁矿供给也已重新进入上行通道。分企业来看，未来 5 年四大矿商远期指引仍然温和上移，我们根据各大矿商的远期产量/发



运量指引, 预计Rio总体产量从327.3Mt升到352.5Mt, BHP从290Mt附近抬升到305Mt, FMG、Roy Hill和若干中资、印度项目也在贡献增量。

图表19: 2025-2030年全球铁矿石新增产能分布

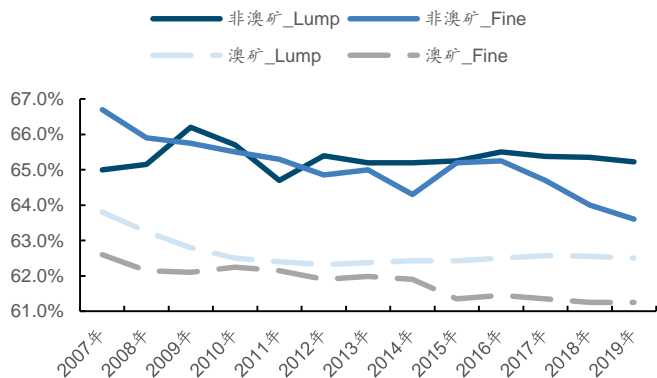
厂商/主体	主要项目/口径	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	5年增量
四大矿商 (不含西芒杜)		1151.8	1160.5	1178.5	1196.5	1212.0	1222.5	70.7
Rio Tinto	Pilbara	327.3	330.5	336.0	341.5	347.0	352.5	25.2
BHP	WAI0	290.0	290.0	295.0	300.0	305.0	305.0	15.0
Vale	Iron Ore Solutions	336.1	340.0	345.0	350.0	355.0	360.0	23.9
Fortescue	Pilbara + Iron Bridge	198.4	200.0	202.5	205.0	205.0	205.0	6.6
西芒杜		5.0	30.0	80.0	115.0	120.0	120.0	115.0
SimFer + WCS/Baowu	Simandou Blocks 1-4 合计	5.0	30.0	80.0	115.0	120.0	120.0	115.0
其他主体		215.2	256.8	295.5	332.1	352.5	367.0	151.8
NMDC	印度NMDC铁矿石	44.1	55.4	66.6	77.7	88.9	100.0	55.9
GSN Mineraçã o	GSN Mineraçã o扩产	42.0	44.0	53.0	68.0	68.0	68.0	26.0
Mineral Resources	Onslow Iron / MinRes铁矿石	26.1	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	8.9
Anglo American	Kumba + Minas-Rio Premium Iron Ore	60.8	57.0	61.0	60.0	60.0	60.0	-0.8
Champion Iron	Bloom Lake	13.8	14.0	15.0	15.0	15.0	15.0	1.2
Leone Rock / Kingho	Tonkolili Phase II Magnetite Plant	2.5	4.0	8.0	10.0	12.0	12.0	9.5
ArcelorMittal Liberia	Liberia Phase II	5.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	15.0
Jianlong / Longxin Mining	思山岭铁矿一期	1.5	2.6	3.2	4.0	5.1	5.1	3.6
Shougang Mining	马城铁矿	2.3	4.0	5.5	6.5	7.4	7.4	5.1
China Minmetals	陈台沟铁矿一期	0.0	0.5	2.0	3.5	4.7	4.7	4.7
Ansteel	西鞍山铁矿	0.0	0.0	0.5	3.0	7.0	10.4	10.4
Makeng Mining	马坑铁矿采选扩能	2.0	2.3	2.7	3.0	3.0	3.0	1.0
Samarco	Samarco full-resumption	15.1	18.0	23.0	26.4	26.4	26.4	11.3
总计		1372.0	1447.3	1554.0	1643.6	1684.5	1709.5	337.5
四大矿商项目明细								
Rio Tinto	Gudai-Darri	43.0	45.0	50.0	50.0	50.0	50.0	7.0
Rio Tinto / Baowu	Western Range	4.0	15.0	25.0	25.0	25.0	25.0	21.0
Rio Tinto	Brockman Syncline 1	0.0	0.0	8.0	25.0	34.0	34.0	34.0
Rio Tinto / Hancock	Hope Downs 2 incl. Bedded Hilltop	0.0	0.0	8.0	23.0	31.0	31.0	31.0
Rio Tinto / Mitsui / Nippon Steel	West Angelas Sustaining	0.0	0.0	7.0	25.0	35.0	35.0	35.0
BHP	Western Ridge Crusher	0.0	0.0	10.0	20.0	25.0	25.0	25.0
Vale	S11D / Serra Sul +20	100.0	110.0	120.0	120.0	120.0	120.0	20.0
Fortescue / Formosa	Iron Bridge	7.1	9.5	18.0	22.0	22.0	22.0	14.9

来源: 各公司公告, 项目环评, 国金证券研究所测算

品位衰减会拖慢表观扩产速度, 但不会逆转全球有效供给恢复的方向。全球铁矿平均品位持续缓慢下滑, 近两年又集中表现为部分矿山降规和定价基准下移。2010-2019年, 非澳粉和澳粉矿平均品位近十年均累计下滑约2个百分点; 即便如此, 未来几年新增铁金属产能仍然相当可观。根据我们统计和测算的新增项目增量, 再考虑品位折损的减量, 我们预计到2030E全球现有矿山产铁仍将到达1526Mt左右, 其中Simandou贡献约77Mt, 四大矿商新矿约44Mt, 其他新矿约94Mt, 合计有效增量仍接近1.7亿吨铁金属。

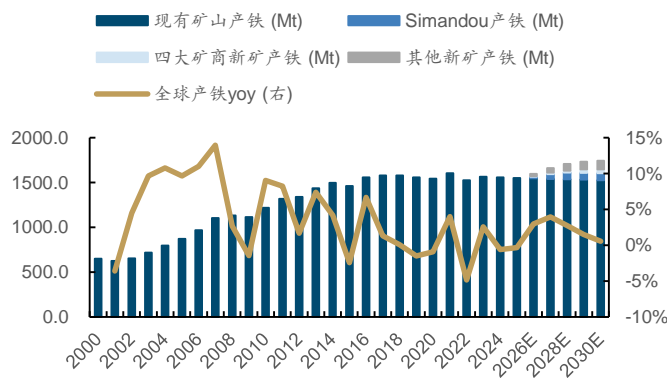


图表20: 铁矿品位平均年降速度在 0.2%



来源: Nippon Steel, 国金证券研究所

图表21: 预计 26-30 年全球将新增 1.7 亿吨铁金属产能



来源: USGS, 国金证券研究所

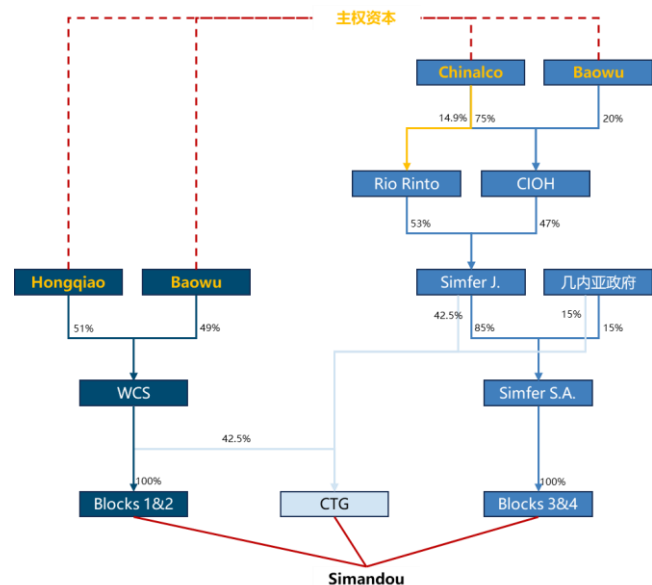
Simandou 将成推动本轮铁矿转向过剩的代表项目

Simandou 靠主权+禀赋+合同突破铁矿三重壁垒。Simandou 之所以被市场高度重视，不只是因为它体量大，而是因为它同时跨越了铁矿行业最难突破的三重壁垒：主权、禀赋和合同，是极少数既有资源、又有通道、还有长期买方锁定的系统性项目。

Simandou 本质上是一项走廊工程。从主权和资本角度看，绿地大型铁矿的难点并不只在矿山本体，而在铁路和港口等通道投资往往不低于矿山本身，必须以国家级的高度来协调土地、融资和建设。项目不只是 120Mt 级矿山，还要配套约 600-650 公里重载铁路和新深水港，CTG 承担的正是这套铁路港口 SPV。而从项目结构看，也正因为物流系统几乎与矿山本体同等重要，Simandou 必须由几内亚主权、国际矿商、中国买方和长期包销合同共同参与，单一开发商很难独立完成闭环。

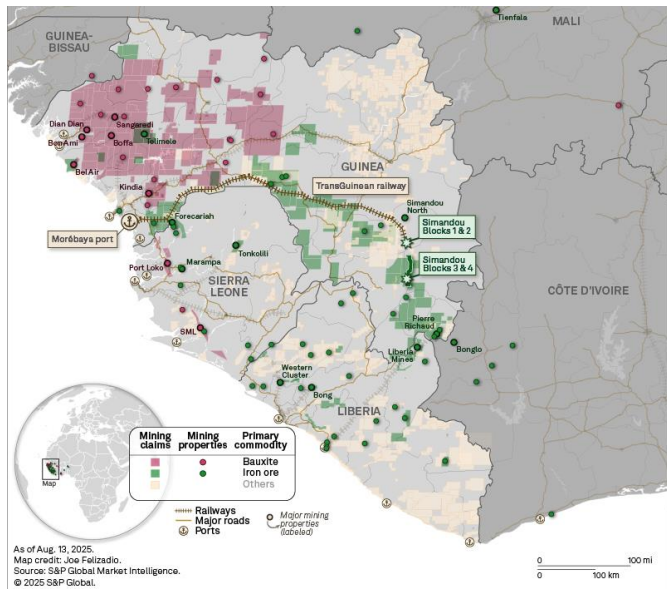
Simandou 还具备高品位禀赋与多边合同闭环，这让它真正具备商业可行性。对于禀赋差异巨大且显著影响成本的资源品，65%左右的高品位和 1.2 亿吨的大规模决定了项目天然具有成本和产品竞争力。此外，跨国股东结构与中国长期采购承诺，则帮助项目完成融资和销售两端的闭合。

图表22: Simandou 股权结构图 (CTG 为铁路+港口 SPV)



来源: Simfer, 国金证券研究所

图表23: Simandou 物流系统示意图



来源: S&P Global, 国金证券研究所

综合品位、运距和投资强度，Simandou 的 CFR 成本可能接近巴西矿。从资源禀赋看，Simandou 高品位优势突出，采选端具备较低成本潜力；但从物流看，其铁路长度、港口投资和海运距离都使其不可能复制澳矿的极低到岸成本。从成本测算看，Gudai-Darri、SouthFlank 等澳矿 FOB 现金成本约 15-25 美元/吨，Vale S11D 的 FOB 现金成本约 21.8



美元；Simandou 的估算位置与 S11D 相近而明显高于澳矿。我们根据和可比矿山的矿山禀赋、陆运距离、海运距离横向比较，测算认为 Simandou 的 CFR 成本约为 55 美元/吨。因此 Simandou 虽然不是全球最低成本矿，却足以对高成本内矿形成明显压制，完全可能把中国高成本边际产能的成本支撑打穿，从而成为未来一轮价格中枢下移的重要触发器。

图表24: Simandou 成本测算-可比矿山

样本/矿山	公司	区域/国家	Fe 品位%	产能 Mtpa	已披露 FOB 成本\$/t	运距 km
Gudai-Darri / Rio Pilbara proxy	Rio Tinto	澳大利亚皮尔巴拉	61.6	43.0	23.00	350.0
South Flank / MAC proxy	BHP	澳大利亚皮尔巴拉	62.0	80.0	15.84	465.0
Solomon Hub proxy	Fortescue	澳大利亚皮尔巴拉	58.0	70.0	17.99	300.0
S11D (Serra Sul)	Vale	巴西北部	66.7	90.0	21.80	993.0
Carajás / Northern System proxy	Vale	巴西北部	65.4	177.5	21.80	892.0
Simandou	Simfer / WCS	几内亚	65.19	60.00		606.00

来源: Rio Tinto, BHP, FMG, Vale, Simfer, 国金证券研究所

图表25: Simandou 成本测算-测算参数表

参数	数值	单位
Proved Ore Reserves	0.2	Bt
Proved Fe 品位	66.4	%
Probable Ore Reserves	1.3	Bt
Probable Fe 品位	65.0	%
Fe 品位 (储量加权)	65.19	%
设计产能	60.0	Mtpa
总 CAPEX	11.6	US\$bn
设计寿命 (储量/产能推导)	25.00	yrs
Simfer 支线铁路	70.0	km
CTG/WCS 主线铁路	536.0	km
陆运距离	606.00	km
Simandou 铁路单耗	0.0125	US\$/t/km
固定陆运/装卸	3.00	US\$/t
陆运总费用	10.58	US\$/t
C3 Tubarã o-Qingdao 海运费代理	19.56	US\$/t
Tubarã o-Qingdao 基准距离	11000.0	nm
Morebaya-Qingdao 距离	11187.0	nm
大西洋海运单耗	0.0018	US\$/t/nm
海运费	19.89	US\$/t
港杂&岸杂	6.00	US\$/t
期间费用	1.00	US\$/t
折旧费用	7.73	US\$/t

来源: Rio Tinto, Simfer, Bitre, Breakwaveadvisors, Cyprusshippingnews, 国金证券研究所测算

图表26: Simandou 成本测算-各项成本

输出项	数值	单位
Simandou Fe 品位 (储量加权)	65.19	%
矿山现金成本	9.74	US\$/t
陆运总费用	10.58	US\$/t
FOB 现金成本	20.32	US\$/t
海运费	19.89	US\$/t
港杂&岸杂	6.00	US\$/t
期间费用	1.00	US\$/t



输出项	数值	单位
CFR 现金成本	47.21	US\$/t
折旧费用	7.73	US\$/t
CFR 盈利成本	54.94	US\$/t

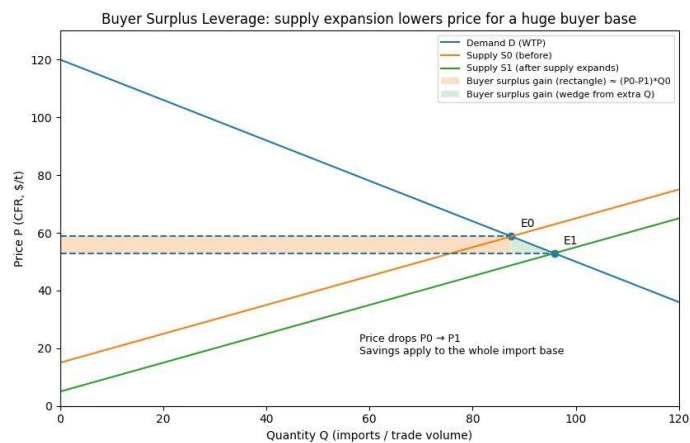
来源：Rio Tinto, Simfer, 国金证券研究所测算

Simandou 的背后是资源安全背景下的供应链再平衡意志。中国长期维持较高铁矿进口依赖度，而澳巴又在进口来源中占据压倒性权重，近年中国铁矿进口依赖度长期在 80% 左右，新增几内亚供给能够降低来源集中度与运输风险。当澳巴份额下降、海运来源更加分散后，中国钢厂对单一地区天气扰动、装运中断或议价博弈的脆弱性都会下降。

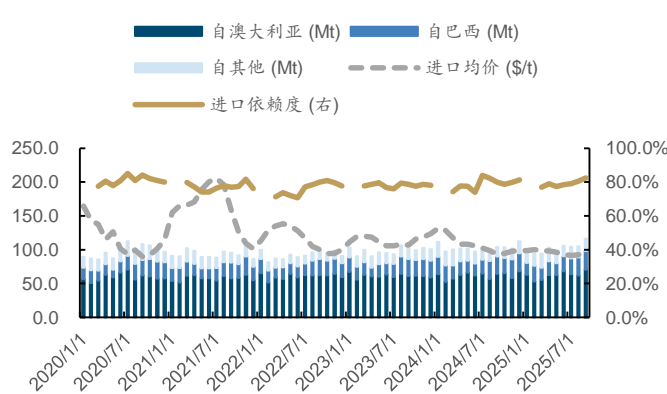
买方剩余远大于单个项目的会计利润，使 Simandou 拥有明显的战略投资属性。Simandou 不单是一座矿，而是中国在资源安全背景下推动供应链重构和产业链利润重新分配的重要工具。我们估算的 Simandou 的 CFR 成本约为 55 美元/吨，按 80-100 美元/吨的铁矿价格测算，Simandou 单项目的年度利润贡献约在 30-54 亿美元；而中国铁矿的年进口量约为 13 亿吨，项目打破边际成本支撑让矿价下降 20 美元/吨，对每年全国进口成本就是约 260 亿美元的节约，项目的产业价值明显大于自身的财务回报，也大于价格下降通道内 Simandou 的利润缩减量（24 亿美元）。

图表27: 买方剩余杠杆示意-铁矿降价时, 中国钢厂的成
本节约(红)远大于 Simandou 利润缩减(绿)

图表28: 中国铁矿石进口依赖度长期徘徊在 80% 左右



来源：慕尼黑大学, 国金证券研究所



来源：Wind, 国金证券研究所

三、库存的堰塞湖：决堤将强化过剩周期的速度和烈度

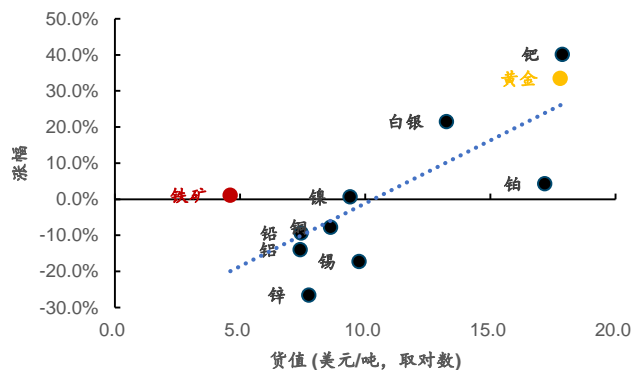
正本清源：叙事为表供需为本，铁矿不具涨价基础

叙事误区 1：实物主义并不适用于铁矿，因为铁矿不具备被货币化储藏的基础条件。在一些大类资产框架中，市场常把降息等同于商品普涨，但这一逻辑更适用于黄金等金融属性强的资产。而对于金融属性的讨论，我们需要回归货币的本源，即一般等价物。根据费雪方程， $MV=PY$ ， $P=M \div (Y/V)$ ，M 为货币供给，Y 为实际产出，V 为交易速度（反映需求），Y/V 的变化反映供需的变化（本质是可作为一般等价物的余量）。可作为货币的商品需要具备低产量（法币的核心痛点）、低损耗（金属的化学性质稳定+物理形态固态）、高存量（高货值→易储藏）、非金融需求低（脱钩宏观经济负面影响）几种属性，因此黄金的货币属性恒强，而对铜、铁等工业品则必须回到供需本身。

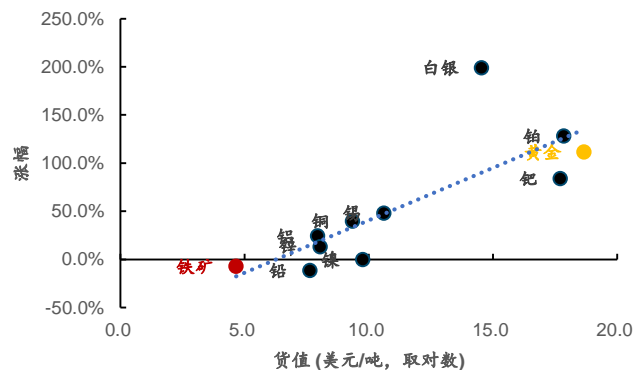
因此，铁矿价格不能用货币泛滥买实物的叙事来解释。宏观流动性改善，铁矿也要先经过钢材需求、钢厂利润和补库意愿这些工业链条传导，才会体现为价格变化。把黄金的逻辑机械套用到铁矿上，往往会高估其抗通胀能力和金融属性。从三轮降息周期的散点对比看，2007-2008、2019-2020、2024-2026 三个降息周期里，黄金和白银通常位于右上角，高货值且涨幅更强；铁矿往往位于左侧附近，货值低、涨幅弱，甚至一度为负。



图表29: 19-20年降息周期, 贵金属普涨



图表30: 24-26年降息周期, 工业金属供需本就强劲



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

对铁矿而言, 真正重要的是降息之后是否伴随宽财政、地产修复或基建扩张。黄金是最典型的货币金属代表, 相比之下, 铁矿石产量巨大、单位货值低、储运成本高, 而且需求高度依附钢铁工业周期, 根本无法脱离实体经济独立定价。如果没有这些实物需求改善, 降息只能改善风险偏好, 而不能消化未来新增供给。也正因此, 本轮铁矿判断不能简单照搬降息—商品涨价的宏观模板, 而应重点观察政策是否能把货币宽松转化为钢材需求扩张。从跨资产对比看, 同样处在降息窗口, 黄金对利率下行最敏感, 铜次之, 铁矿最弱。最近一轮样本里, 联邦基金利率从4.5%附近转向下行时, 黄金先走出强趋势, 铜表现为震荡抬升, 而61%青岛铁矿更多仍在95-106美元/吨区间反复。这说明铁矿需要财政和钢需配合, 不能只靠货币宽松定价。

图表31: 降息周期对黄金价格的催化明显

图表32: 铁矿上涨本质源于降息后伴随而来的宽财政



来源: Wind, 国金证券研究所



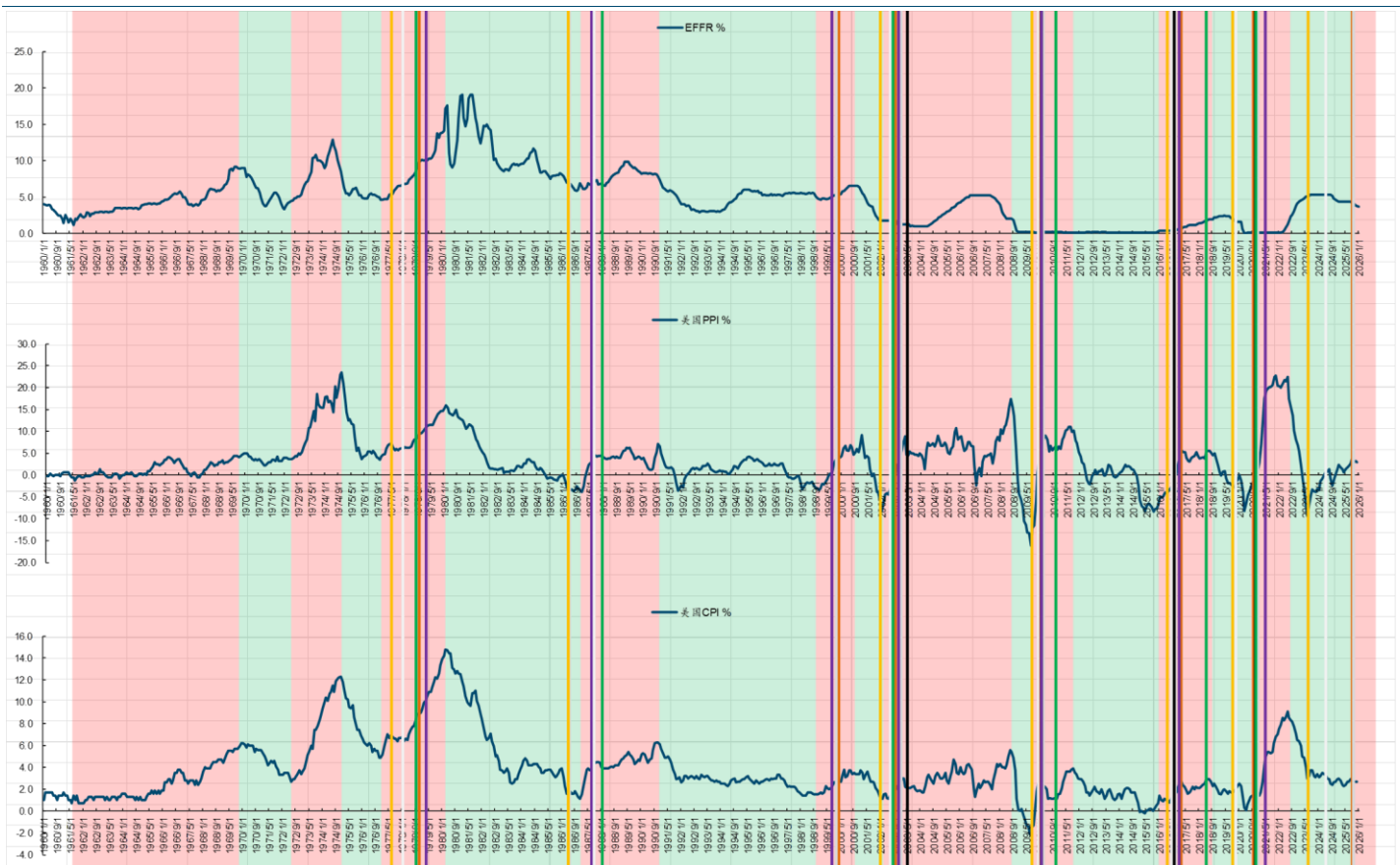
来源: Wind, 国金证券研究所

叙事误区 2: 商品通胀传导往往存在顺序, 但铁矿在这一链条中更接近后验证需求的工业品, 而非先反应流动性的货币型资产。商品价格由供需决定, 黄金的特殊性本质上源于其货币属性, 即实际利率和法币信用决定黄金的替代货币需求。因此, 黄金通常最先反映降息、避险和货币扩张, 白银因兼具部分工业属性而略滞后; 铜、铝、铁和油等工业品则要看各自行业供需是否同时改善, 因此不同周期中的先后顺序并不固定。

对铁矿而言, 关键不在它排在传导顺序中的第几位, 而在它必须通过钢铁需求才能被真正点燃。如果地产、制造业和基建设没有形成共振, 铁矿即便短期跟随商品情绪反弹, 也难以维持趋势性上行。从时间顺序看, 在轮PPI上行周期里, 黄金往往最先向上拐头, 白银居中, 铜铝铁油等工业品则按各自供需条件陆续跟随, 玉米等农资又因天气扰动常常更加独立。对铁矿而言, 重点不是它排在第几, 而是它必须经过钢材需求这道传导阀门。



图表33: 历次经济周期中各大宗商品的价格拐点顺序(竖线为价格拐点, 黄色代表黄金, 黑色代表铁矿)



来源: Wind, 国金证券研究所

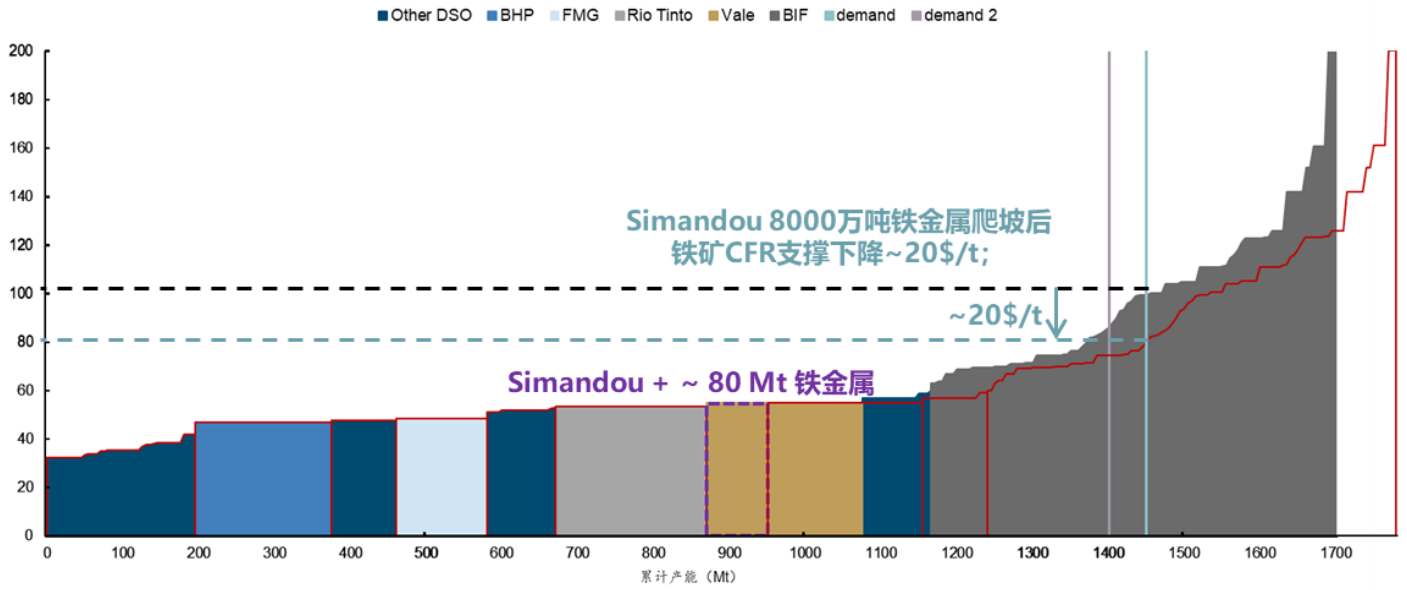
降价的三重动力: 供给过剩+需求减量+库存放大

第一重降价驱动力来自 Simandou 对边际成本曲线的直接冲击。由于高品位赤铁矿在采选端具备显著优势, 即便把海运、港杂和岸杂费用全部计入, 其到岸成本仍明显低于中国境内大量低品位磁铁矿。过去铁矿价格能够维持较高水平, 一个重要原因是中国内矿作为分散而数量庞大的高成本边际供给, 对价格形成了脆弱支撑。

一旦 Simandou 完成爬坡, 边际成本支撑将明显下移。因为新供给不是从成本曲线右端进入, 而是以较高竞争力切入中低成本区间, 迫使原本依赖高价存活的边际产能退出。从成本曲线测算看, 若 Simandou 顺利爬坡并形成约 8000 万吨铁金属供给, 对应的 CFR 支撑大约可下移 20 美元/吨左右。具体实现路径是高品位赤铁矿以比中国高成本磁铁矿更低的到岸成本进入成本曲线中低端, 迫使边际产能挤出, 通过让价格支撑位置整体下移来重新平衡供求。



图表34: 全球铁矿石成本曲线-Simandou 放量 (青岛 62%Fe CFR, \$/t, 空心代表 Simandou 加入后)

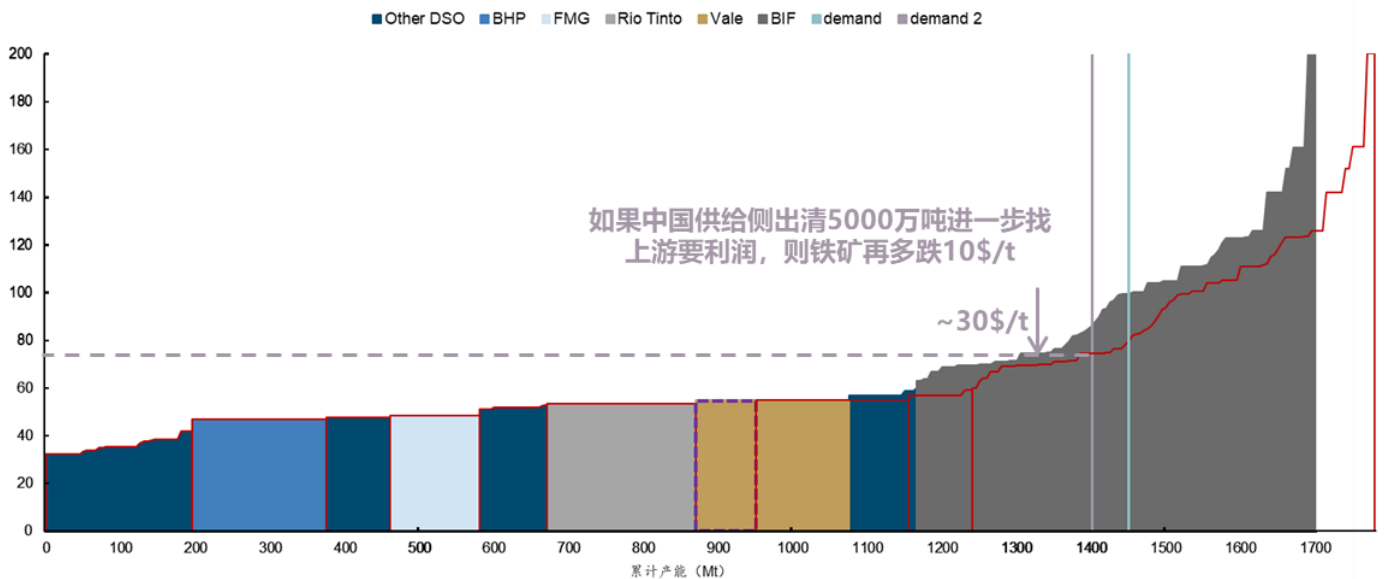


来源: S&P Global, 国金证券研究所

第二重降价驱动力来自钢厂供给自律后, 对上游利润的重新分配诉求。当钢材终端需求偏弱、钢厂利润承压时, 产业链内部的核心问题就变成谁来让利。如果钢厂通过减产、控量和平台化采购等方式减少内卷, 就会把原来在中下游被消耗掉的利润压力向上游传导, 倒逼铁矿价格进一步回落。

这意味着矿价下跌不只是供给增加的结果, 也是下游议价增强的结果。在 Simandou 已经下拉成本支撑的前提下, 若国内钢铁行业再通过供给侧出清形成更强统一诉求, 那么矿价可能在第一阶段下跌基础上继续让出额外利润空间。从第二层成本曲线测算看, 若中国钢厂进一步通过供给自律和平台化采购向上游要利润, 在 Simandou 已带来约 20 美元/吨下移的基础上, 铁矿还有约 10 美元/吨的额外让利空间, 合计中枢下移幅度可逼近 30 美元/吨。也就是说, 下跌不只来自增量矿山, 还来自产业链内部权力再平衡。

图表35: 全球铁矿石成本曲线-炼钢产能压减 (青岛 62%Fe CFR, \$/t, 空心代表 Simandou 加入后)



来源: S&P Global, 国金证券研究所

第三重降价驱动力来自供需预期扭转后, 库存周期的提前驱动和烈度放大作用。

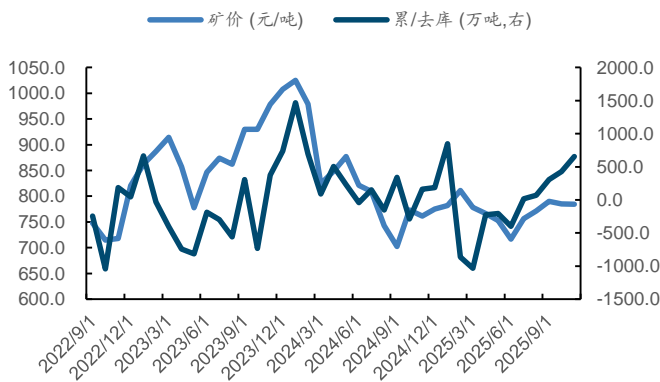
库存并非简单的静态剩余, 它同时承载着市场对未来价格、供应和需求的判断。在市场认知落后于现实时, 库存将成为供需的蓄水池, 对价格波动起到平衡和缓冲作用。然而, 若库存变化更多由主动补库或主动去库驱动, 则标明库存



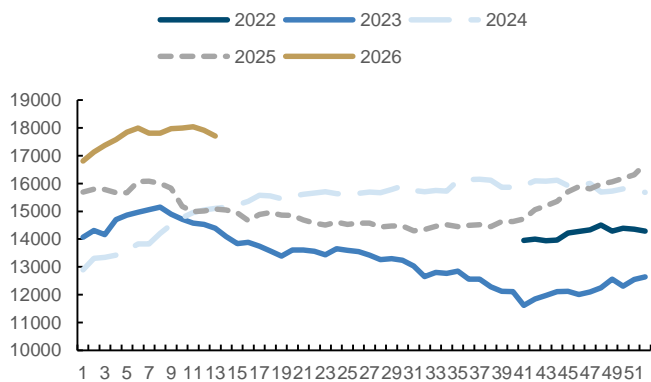
本身作为预期的媒介，成为了供需周期波动的一部分，甚至会先于现实供需对价格形成牵引，并进一步放大供需周期的影响。

铁矿的主动库存周期偏多，表明市场预期对其价格影响较大。铁矿价格与库存并非总是反向关系，在很多阶段反而会同向波动。当价格上涨改善预期，库存可能继续增加；当预期反转触发去库，库存下降又会放大价格下跌。矿价与累库/去库在不少阶段呈同向波动，说明库存并非简单的被动结果，而是主动预期交易的一部分。在当下，2026年Q1末港口库存运行在1.8亿吨，明显高于历史同期中枢的1.5亿吨。

图表36: 铁矿的库存波动和矿价波动存在强正反馈



图表37: 25年底的累库支撑铁矿价格冲高 (万吨)



来源: Mysteel, Wind, 国金证券研究所

来源: Mysteel, 国金证券研究所

从现实供需平衡看，真正意义上的全面供需拐点可能更接近2027年。这是因为绿地项目受制于铁路、港口和施工组织，Simandou即使投产也更容易先经历温和爬坡，而非立刻释放全部设计产能。因此，现实层面的供应冲击有节奏、有梯度。从Simandou爬坡节奏看，南段Simfer 2026Q1已销售60万吨，2026年产量指引约500-1000万吨，满产需约30个月；北段WCS虽然未给出完整口径，但市场普遍推算全项目到2028年才能接近120Mt达产。

但库存和预期会把这一现实进程提前折现到价格中。当市场开始认知供给周期的宽松，即便2026年现实增量还不算极大，交易层面也可能先开始下修远期价格。供需拐点偏后+价格拐点偏前，恰恰是库存型大宗商品常见的定价特征。仅考虑库存从当前的偏高3000万吨水位回归中枢，表现供给的冲击也显著大于Simandou本身，而供需预期转向后，库存的超卖将不以回归中枢为限度，价格弹性往往更大。

图表38: 26年Simandou项目以基建联调测试为主

项目段	主体	出货指引	生产指引	达产指引
南段	Simfer+ 几内亚政府	2026Q1已销售60万吨	26年产量指引500-1000万吨	30个月达到6000万吨满产
北段	WCS	未直接披露	未直接披露	未直接披露，但全项目1.2亿吨达产指引在2028年
物流	Simfer+WCS+几内亚政府	SimFer铁路支线已机械完工并投入运营，SimFer港口总体完成度75% 陆运设施进展：8台机车已进入CTG线路运营 海运设施进展：首艘TSV在扬州澄西船厂成功下水		

来源: Simfer, Mining, ECP, IG, Rio Tinto, 国金证券研究所

穿透扰动：博弈驱动涨价，但定价权终将转移

中矿集团和BHP的定价权博弈是25Q4以来铁矿价格坚挺的最本质原因。

从黑色产业链的物质流角度看，2025年Q2矿价之所以表现强势的背后，是港口库存累积。钢厂端并未出现非常强的真实补库冲动，但港口库存却在持续上升，这表明部分矿价强势并非来自终端需求超预期，而是来自流通环节和库存结构的变化。从物质流数据看，2025年1-11月，港口库存和流通环节承接了更多矿石，而钢厂和终端并没有同步形成更强消费。

港口累库亦并非长久期的供需乐观预期推动，而与短期的采购结构、品牌限制和定价博弈有关。近期港口累库并不完全来自需求，而是与中矿资源集团对BHP部分品牌的限购、禁提和产品结构调整有关。短期看，这类限制会推高特定



品牌紧张感；中长期看，一旦约束缓解或人民币结算扩大，原本被行政和博弈因素堆出来的库存反而更容易变成下跌时的抛压来源。

这种强势本质上是库存支撑价格，而不是消费消化库存。本质上来说，25H2 矿价的强势不是因为下游突然转好，而是供应链中段把未来看涨预期先装进了库存。只要港口库存不能继续顺畅向钢厂和终端转移，这种强势本质是对未来预期的一次提前透支。一旦后续发现库存只是被预期和交易推高，而并没有被下游真实需求承接，那么价格的脆弱性就会显著上升。前期的港口累库既能在短期内托住价格，也可能在中期成为价格反转的最大风险源。

图表39：25年下半年以来，铁矿现货供需表现变紧的核心原因是港口持续累库

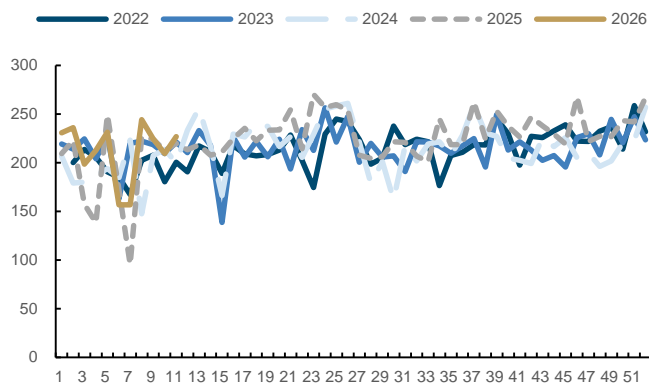
黑色产业链物质流													
日期	铁精矿							粗钢					
	流入					流出	累/去库	流入			流出		累/去库
	进口				国产	长流程		国产			加工成材	出口	
	澳大利亚	巴西	几内亚	其他				长流程	短流程	总量			
2026/2/28	5577.9	2167.4	29.3	1989.2	-	10555.8	1439.9	-	-	-	6296.3	92.1	429.4
2026/1/31	6428.3	2555.2	23.2	2231.8	-	11980.0	1490.4	-	-	-	6804.0	85.3	(71.6)
2025/12/31	6962.9	2809.0	0.0	2192.8	-	13878.9	317.7	5647.1	1170.6	6817.7	6758.2	144.1	(84.6)
2025/11/30	6416.9	2736.7	0.0	1900.4	2231.9	12630.3	655.6	5797.9	1189.2	6987.1	6957.8	147.7	(118.4)
2025/10/31	6565.6	2580.3	0.0	1984.9	2259.0	12961.8	428.0	6096.1	1103.6	7199.7	7055.6	117.4	26.8
2025/9/30	7036.1	2738.1	11.2	1847.1	2265.2	13589.9	308.0	6142.3	1206.7	7349.0	7091.0	149.4	108.6
2025/8/31	6213.0	2619.6	3.8	1686.1	2194.4	12647.2	69.7	6490.7	1246.1	7736.9	7501.9	176.4	58.6
2025/7/31	6366.5	2343.6	0.0	1752.1	2320.6		17.1	6584.2	1381.7	7965.8	7865.7	158.0	(57.8)
2025/6/30	6817.4	2235.9	10.4	1531.1	2391.6	13386.9	(400.6)	6687.2	1631.2	8318.4	8254.5	117.6	(53.7)
2025/5/31	6258.2	1752.3	5.1	1797.4	2306.1	12325.8	(206.7)	6892.6	1761.9	8654.5	8703.2	137.2	(185.9)
2025/4/30	6240.6	2026.6	0.0	2046.6	2276.8	12815.2	(224.7)	6750.2	1851.7	8601.9	8635.1	78.4	(111.7)
2025/3/31	5514.2	1826.2	0.0	2057.0	2245.4	12673.9	(1031.1)	7002.3	2281.8	9284.1	9195.0	103.0	(13.9)
2025/2/28	5288.9	2337.0	0.0	1795.1	2281.1	12564.3	(862.1)	6203.0	1393.9	7596.9	6868.3	87.0	641.7
2025/1/31	6297.2	1770.3	0.0	1647.4	2281.1	11146.2	849.8	6203.0	1393.9	7596.9	7479.8	66.0	51.1
2024/12/31	6815.6	2658.3	0.0	1771.5	2281.1	13339.9	186.6	6203.0	1393.9	7596.9	7551.3	77.3	(31.7)
2024/11/30	5817.7	2761.9	0.0	1598.3	2181.5	12200.2	159.3	6275.9	1564.1	7840.0	7926.2	92.7	(178.9)
2024/10/31	6528.5	2234.8	0.0	1607.8	2323.9	12984.7	(289.8)	6533.7	1654.4	8188.1	8197.5	122.6	(132.0)
2024/9/30	6449.1	2525.1	0.0	1423.2	2225.2	12282.9	339.7	6208.8	1498.1	7706.9	7840.5	105.3	(238.9)
2024/8/31	5698.0	2640.8	0.0	1786.9	1979.5	12258.8	(153.5)	6336.6	1455.5	7792.1	7856.1	53.5	(117.5)
2024/7/31	6503.9	2031.9	4.5	1722.5	1887.6	11996.7	153.7	6640.1	1653.8	8293.9	8195.7	34.7	63.5
2024/6/30	6191.8	1735.8	5.7	1810.8	2597.2	12383.9	(42.5)	6927.2	2233.5	9160.7	9209.8	30.9	(80.0)
2024/5/31	6601.8	1777.0	0.0	1810.1	2378.5	12337.5	229.8	7080.0	2205.9	9285.9	9612.4	30.9	(357.4)
2024/4/30	6308.3	1994.9	0.0	1859.4	2363.0	12021.4	504.2	6661.6	1932.7	8594.3	8897.7	29.0	(332.4)
2024/3/31	5704.7	1982.9	5.6	2354.4	2638.3	12595.4	90.4	6757.1	2069.8	8826.9	8276.7	35.4	514.8
2024/2/29	5234.5	2429.5	0.0	2068.6	2312.7	11350.3	695.0	5661.0	1083.4	6744.4	6061.8	13.5	669.0
2024/1/31	6407.5	2534.0	0.0	2225.1	2312.7	12010.9	1468.5	5661.0	1083.4	6744.4	6575.1	7.5	161.8

来源：Mysteel，国金证券研究所

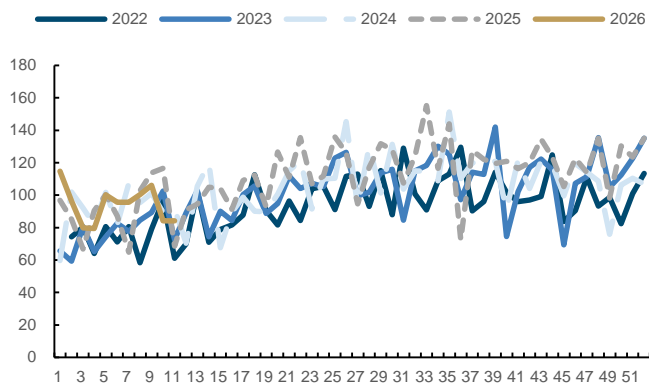
季节性因素加强了周期尾声中的扰动性强势。一方面，澳洲气旋季和巴西雨季都会对发运形成短期冲击，但前者多集中在港口装船节奏、后者多集中在矿山与内陆物流，性质都更偏阶段性而非趋势性；另一方面，春节后钢厂存在季节性补库需求，也会短暂托住价格。从周度发运和补库节奏看，澳洲到中国发运在年初常受气旋季影响，2026年前几周发运仍在约 2.18-2.19 亿吨年化区间；巴西到中国发运受雨季干扰更明显；与此同时，钢厂钢材库存和补库节奏在春节后第 4-8 周容易出现季节性回升。



图表40: 澳洲铁矿发运-Q1是气旋多发季节(百万吨)



图表41: 巴西铁矿发运-雨季导致历年前低后高(百万吨)



来源: Mysteel, 国金证券研究所

来源: Mysteel, 国金证券研究所

地缘冲突能够抬升海运铁矿成本,但大概率只能形成二阶扰动,而不足以根本改变铁矿中期下行趋势。从运输链条看,油运和集运对霍尔木兹海峡或红海风险更敏感,干散货受到的影响更多体现为燃油、保险和绕航等间接传导。因此,即便风险外溢到铁矿海运,其上限也是运费附加,而不是供给体系重构。从情景测算看,若只考虑燃油上行,中澳 C5 运价约增 0.93 美元/吨、中巴 C3 约增 2.39 美元/吨。若叠加慢航/等待和战争险,中澳与中巴的额外成本大致也只是数美元级,极端情形上限约 8 美元/吨。这个量级足以制造短期成本叙事,却远不足 Simandou 和高库存带来的中期下行压力。

更关键的是,当前边际定价产能仍主要是中国高成本内矿,而这些产能受海运影响有限。成本支撑的具体实现路径必须依托供需,具体传导链条为:成本上行消灭盈利空间→供给缩减→供求在更高价格水平重新平衡。常态情况下,澳洲、巴西的海运铁矿 CFR 成本仅 40-50 美元/吨,海运价的上涨并未改变海运铁矿商的发运意愿(从图表 41、图表 42 可以看出,地缘冲突以来,澳洲、巴西的发运量仍然正常且处于历年同期高位)。作为真正的边际产能,国内高成本矿主要依靠以煤电为能源基础的电气化铁路运输,成本结构与国际航运并不直接挂钩。所以,地缘风险可能短期抬高到岸成本、强化反弹叙事,却难以改变 Simandou 压缩边际成本支撑的主线判断。

图表42: 地缘风险外溢对海运成本影响测算

情形	关键假设	C5 (中澳) 运价涨幅	C3 (中巴) 运价涨幅
S0 基准	C5=\$9.272/t; C3=\$23.923/t	\$0	\$0
S1 燃油成本上行	燃油成本占航次成本比重 50%; 燃油价格+20%	$C5 \times 50\% \times 20\% = \0.93	$C3 \times 50\% \times 20\% = \2.39
S2 慢航/等待	C5 航程从基准 18 天+1 天; C3 航程从基准 62 天+3 天	$C5 \times 1/18 = \$0.52$	$C3 \times 3/62 = \$1.15$
S3 安保成本上调	战争险上调到高风险水平, 对应 1%船值(单船 17 万吨, 船值\$75m)	$\$75m \times 1\% / 17 = \4.41	$\$75m \times 1\% / 17 = \4.41
累计影响	上述风险影响全部兑现	\$5.86	\$7.95

来源: FIS, Compassmar, Xclusiv, IMO, 国金证券研究所

博弈恰恰是铁矿已进入中长期过剩周期的国家级背书。中矿和 BHP 博弈的目的不是为了让钢厂成本承压,底气是铁矿供给本已进入过剩周期。3 月价格的反弹反而说明真正被动的一方正在转向上游矿商, BHP 在越南和印度寻求替代需求方,然而中国是全球 70%+海运铁矿消费国,没有替代需求国可以消纳 BHP 的被制裁品种。因此, BHP 在 25 年 9 月以来将其被制裁品种掺混发运,导致 MACF 粉的到港量异常增加,也导致了中矿对 BHP 制裁范围扩大到 MACF 粉。

图表43: BHP 主流铁矿产品近况

品种	形态	最新动态
纽曼块 NBL	块矿; 主品牌	2026-03-05 已被增加限制
纽曼粉 NHGF	粉矿; 主品牌	3 月中旬, 纽曼粉港存约 317 万吨, 较 2025 年 10 月增 55%
麦克粉 MACF	粉矿; 主品牌	2026-03-05 已被增加限制
金布巴粉 JMBF (JimblebarFines)	粉矿; 主品牌	2026-01-13 时中国主要港口 JMBF 库存约 810 万吨, 较 2025 年 9 月下旬增 360%; 到 2026-02-26 已升至 980 万吨, 较 9 月下旬增 457%。同时, 约 9.5 万吨 JMBF 于 1 月 14 日卸在马来西亚, 另有约 7.5 万吨于 2025 年 12 月去往越南。
扬迪粉 YDF (YandiFines)	粉矿; 主品牌, 但流动性转弱	



品种	形态	最新动态
金宝粉 JinbaoFines	粉矿；补充品种，小众	低品产品，贸易量很小

来源：CSN, Reusters, 国金证券研究所

钢厂并非天然缺乏议价能力，核心在于供需格局的变化。中国钢厂单体虽然分散，但通过平台化采购与集中协调，仍然具备相当强的议价潜力。尤其在过去 5 年矿端强调资本纪律+冶炼端不自律的情况下，黑色产业链利润已连续多年被铁矿端占据大头。而从 26 年开始，延迟到来的矿端新增供给和反内卷框架下中游的自律将显著改变定价权的倾斜。

与此同时，矿商自身的战略重心也在发生变化，这为下游争取让利提供了条件。当铁矿利润已经帮助矿商完成对铜等非铁资产的布局后，继续死守高吨利的必要性下降；若新供给又开始兑现，那么矿商保份额的重要性会重新上升。供需格局和公司战略的双重变化，共同抬升了钢厂的实际议价空间。从利润结构看，Rio Tinto 约 59 亿美元、BHP 约 123 亿美元，均明显抬升；与此同时，铁矿利润虽然仍高，但已不再是唯一增长支柱。对矿商来说，铁矿多让一点吨利、换取中国市场份额和新项目平稳落地，边际上比过去更容易接受。

矿商阵营内部并非铁板一块，不同公司的利益绑定程度不同。对部分矿商而言，其新增项目、合资关系或长期客户结构已经与中国需求形成深度绑定，这使其在未来博弈中更重视稳定份额和长期合作，而不是单边追求短期吨利最大化。湖南钢铁集团是 FMG 的重要股东，而以中铝为第一大股东的力拓还和宝武同时参与了 Simandou 南北段和 Western Range 等新增项目。此外，除 BHP 以外的三大矿商均已在 2019 年前后推动人民币计价或跨境结算。

在这场定价权博弈中，BHP 几乎没有胜算。目前，BHP 已经陷入单独对抗中国买方的境地，中矿的行为主旨或为，在不给国内钢厂带来额外成本压力的前提下，对 BHP 进行极限施压。3 月中旬，在铁矿价格因制裁扩大+贸易商的进一步推涨下冲高之时，中矿对 BHP 的临时 JMBF 粉临时开闸一周以满足部分钢厂的刚需，抑制了矿价的进一步冲高。而站在 BHP 的角度，若对抗持续进行，其或将损失约 1/3 的市场份额（按 Simandou 爬坡完成后的供给量估计），付出这一代价换取的，是其单吨盈利不会从 60\$ 的水平下降到 40\$ 的水平（BHP 铁矿的 CFR 成本约为 40\$，自然情况下铁矿价格将从 100\$ 下跌至 80\$），这样的决策并不具经济性，且长期份额的损失是寡头更难接受的后果。

图表44：宝武绑定力拓参与 Simandou + Western Range 两大新增铁矿项目

项目	国家	运营商	规划产能 (Mtpa)	投产/首船时间	预计爬坡时间	投资额 (US\$)	目标产品品位
Simandou - Blocks 3&4	几内亚	SimFer (Rio+Baowu) +几内亚政府	60	首船 202511 发运 (先经 WCS 港口)	~30 个月	\$12.6bn	~65%+
Simandou - Blocks 1&2	几内亚	WCS (Baowu)	60	首船 202511 发运	~30 个月	\$17.0bn	~65%+
Western Range	澳大利亚	Rio+Baowu	25	202506 按期投产	~12 - 18 个月	\$2.0bn	~60.8%

来源：Simfer, Rio Tinto, WCS, Reusters, 国金证券研究所

图表45：目前四大矿商中仅 BHP 尚未改人民币结算

矿商	时间点	协议内容
力拓 Rio Tinto	2019 年 10 月	铁矿石人民币计价现货合同
淡水河谷 Vale	2019 年 11 月	首笔人民币铁矿石销售
FMG	2011 年 7 月	开始人民币交易，但非铁矿石销售
	2019 年	更接近铁矿石人民币跨境结算

来源：Rio Tinto, 人民网, 澳大利亚商务部, 国金证券研究所

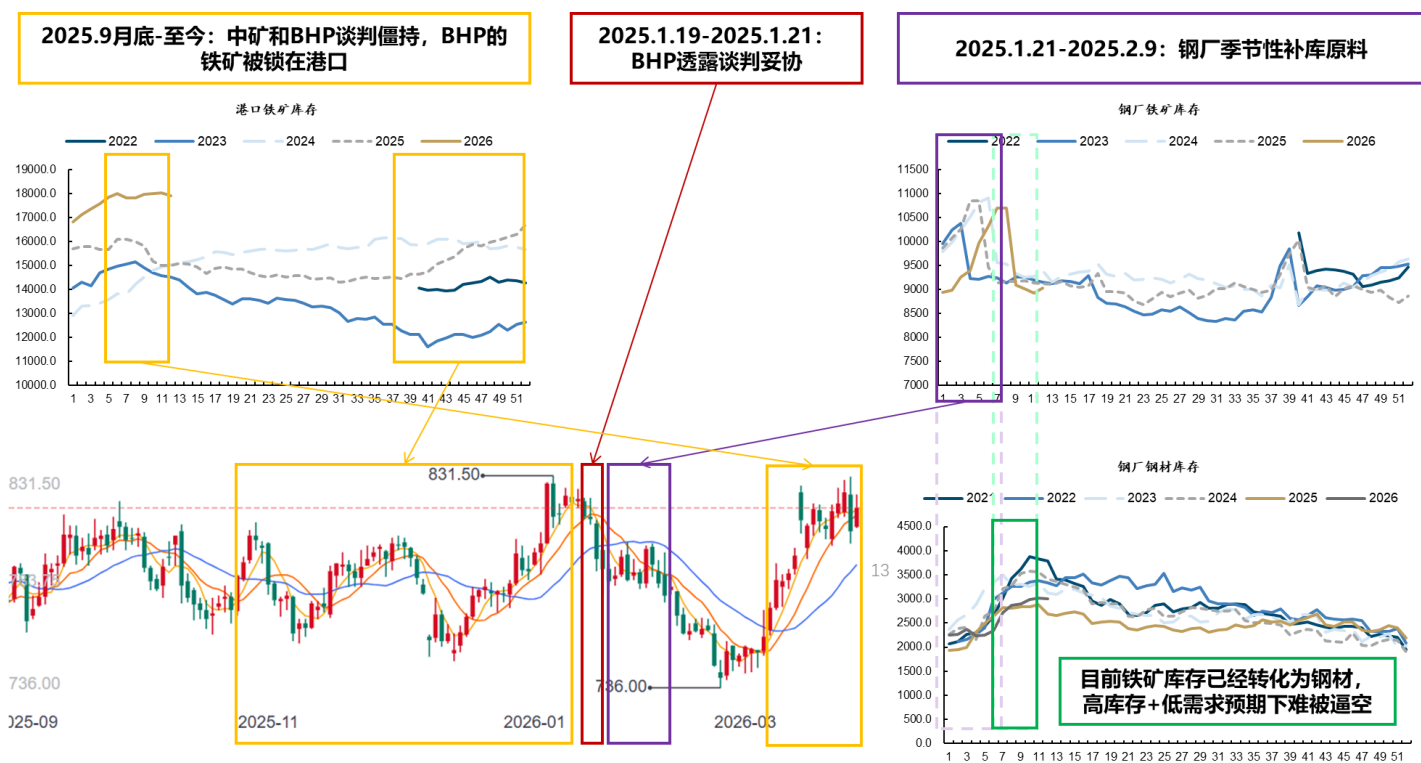
库存将成为 26 年铁矿过剩周期元年的主导因子。显性的高于基准水平 3000 万吨的港口库存，隐性的贸易商和交易所多单库存，叠加潜在的长期宽松预期下的库存超卖。

一旦谈判或供应预期出现拐点，最先推动矿价下行的将是贸易商和交易所持有的高波动库存。相比起生产性库存，真正率先抛售的往往是交易性库存，这类库存对价格最敏感、周转最快，也最容易受到预期变化影响。

更重要的是，库存反转不是简单回归常态，而将在预期切换下进一步放大。当市场从担心短缺转向确认过剩时，原先高位库存会从支撑价格的理由，变成压制价格的途径。这样一来，矿价下行不仅会提前，而且跌幅也会比纯粹的现实供给增加更剧烈。因此，高位库存越是由结构性限制和交易行为堆积而成，后续反转时对价格的放大作用就越明显。



图表46：一旦谈判结束扭转预期，库存先行的铁矿降价周期将启动



来源：Mysteel, Wind, 国金证券研究所

四、投资建议和估值

基于以上分析，我们认为原料端铁矿的让利构成了钢铁板块逻辑优化和景气反转的第一块拼图，给予板块“买入”投资评级。关注标的：华菱钢铁、南钢股份、中信特钢、新钢股份、方大特钢、宝钢股份、柳钢股份等。

图表47：行业内重点公司投资评级（亿人民币）

公司名称	总市值	2025 归母	2026E 归母	2027E 归母	2025 PE	2026E PE	2027E PE
华菱钢铁	337.8	26.1	34.9	39.5	12.9	9.7	8.6
南钢股份	334.2	28.7	30.6	33.4	11.7	10.9	10.0
中信特钢	781.3	59.3	65.1	69.9	13.2	12.0	11.2
新钢股份	100.9	0.4	6.2	7.5	229.4	16.2	13.5
方大特钢	136.9	9.4	11.0	12.3	14.5	12.4	11.1
宝钢股份	1411.5	106.4	124.6	139.3	13.3	11.3	10.1
柳钢股份	120.4	9.1	9.9	11.0	13.3	12.1	10.9

来源：Wind, 国金证券研究所（2025年盈利中华菱钢铁、南钢股份、中信特钢、新钢股份、方大特钢为各公司披露的实际业绩；2025年宝钢股份、柳钢股份盈利使用万德一致预期，2026-2027所有公司盈利预测均使用万德一致预期，各公司市值取自2026年4月29日收盘）

风险提示

若地缘冲突持续时间过长，以至于全球原油战略储备耗尽，届时原油价格将不受控上涨，输入性通胀导致生产和运输成本增加和需求破坏，或柴油断供影响澳洲铁矿生产和发运，铁矿价格或有阶段性滞胀。

若 Simandou 或其他铁矿新产能的爬坡进展不及预期，则铁矿供给增量将偏少偏慢，铁矿供求曲线定价锚点的下行移动速度将不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究