

铁矿石：供给格局或迎巨变，钢铁盈利有望回流

——“中国定价”系列报告之一

核心观点

- 铁矿石是钢铁生产的主要原料，我国是铁矿石储量大国但品位较低，以长流程冶炼方式为主。近年全球铁矿石原矿和含铁储量总体保持增长，中国储量排名靠前，但品位低于全球平均，冶炼前需经预处理。国内高炉—转炉长流程冶炼方式为占主导地位的钢铁生产工艺，同时我国正积极探索发展更为绿色低碳的短流程冶炼工艺。
- 2024-2027 年全球铁矿石供给侧增量显著，需求侧预计仅有小幅增长。目前全球铁矿石供给侧呈现四大矿山垄断格局，但随着扩产项目于 2025 年集中释放产能，其中中方钢铁企业如宝武集团参与并持有权益的几内亚西芒杜项目、澳大利亚西坡项目和 Onslow 项目在 2024、2025 年相继进入投产阶段，预计未来全球铁矿石供给端增量显著。尽管未来印度等新兴经济体的钢铁行业预计发展迅猛，但随着国内对粗钢生产维持调控的政策预期延续，全球铁矿石需求端或仅有小幅增长。
- 新增项目逐步落地，竞争格局恐生变，铁矿石供给中期过剩或成定局，重视钢铁板块的系统性机会。根据我们对铁矿石扩产项目进度以及铁矿石需求的预计和测算，2025-2027 年全球铁矿石产量稳步提升，增速或分别达 2.3%、4.1%和 2.8%；但同时 2025-2027 年全球铁矿石需求端或仅小幅增长，增速或分别为 0.2%、0.7%和 0.8%。2025-2027 年全球铁矿石过剩比例或分别达 3.9%、7.0%和 8.7%。其中西芒杜铁矿项目中期有望实现年产 1.2 亿吨铁矿石，将较大程度上打破四大矿山寡头垄断的竞争格局，意义深远。因此预计 2024-2027 年铁矿石总体将呈现供给过剩行业格局，铁矿石价格下行较为确定，有利于钢企利润上行修复。

投资建议与投资标的

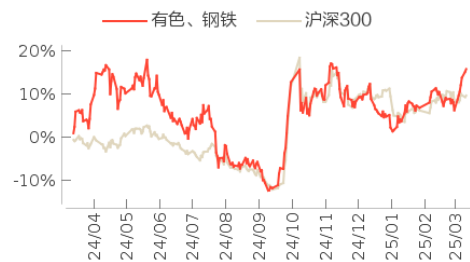
建议关注钢铁行业中游以生产钢材作为主营业务的企业，普钢方面，建议关注三钢闽光(002110, 未评级)、新钢股份(600782, 未评级)、宝钢股份(600019, 未评级)、山东钢铁(600022, 买入)等，同时建议关注盈利较为稳健、分红水平较高、同时受益于制造业复苏的南钢股份(600282, 买入)、中信特钢(000708, 买入)等。

风险提示

铁矿石项目投产进度不达预期的风险、宏观经济波动风险、下游需求不达预期的风险、假设条件变化影响测算结果风险

行业评级 看好 (维持)

国家/地区 中国
行业 有色、钢铁行业
报告发布日期 2025 年 03 月 12 日



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860520010002
香港证监会牌照: BTB487

相关报告

- 德国财政刺激大超预期，关注铜铝和小金属板块投资机会：——有色钢铁行业周观点（2025 年第 10 周） 2025-03-09
- 2 月制造业 PMI 超预期，关注钢铁板块投资机会：——有色钢铁行业周观点（2025 年第 9 周） 2025-03-03
- 供给优化需求改善，积极关注稀土产业链投资机会：——有色钢铁行业周观点（2025 年第 8 周） 2025-02-23

目录

一、初识铁矿石：钢铁生产的主要原料之一	5
1.1 资源：中国是铁矿石储量大国，但品位低于全球平均	5
1.2 冶炼：国内以长流程冶炼为主，积极发展短流程低碳冶炼	6
二、供给：主流矿企重启扩产，西芒杜项目增量显著	11
2.1 现状：行业呈现寡头垄断格局，全球产量基本稳定	11
2.2 西芒杜铁矿：宝武入局，投产在即，具有成为全球第五大矿山潜力	12
2.3 未来：中国企业全球布局，2025 年起铁矿新项目集中投产，供给增量明显	16
三、需求：国内钢铁行业进入新阶段，铁矿石需求或持续下行	20
3.1 现状：全球需求量总体稳定，国内需求或持续下行	20
3.2 未来：预计全球铁矿石消费量或仅小幅增长	22
四、供需平衡：竞争格局恐生变，铁矿石供给中期过剩或成定局	26
五、投资建议：钢铁盈利有望回流国内，重视钢铁板块系统性机会	28
风险提示	29

图表目录

图 1: 2010-2024 年全球铁矿石原矿储量及增速 (右轴)	5
图 2: 2010-2024 年全球铁矿石含铁储量及增速 (右轴)	5
图 3: 2024 年铁矿石原矿储量占比前十国家	6
图 4: 2024 年铁矿石含铁储量占比前十国家	6
图 5: 2024 年各国铁矿石平均品位	6
图 6: 钢铁生产主要三种流程: 高炉-转炉 (长流程)、废钢-电炉 (短流程)、直接还原铁-电炉	7
图 7: 高炉炼铁矿石预处理流程图	7
图 8: 中国烧结矿入炉占比超过 70%	8
图 9: 我国按工艺统计的粗钢产量比	9
图 10: 2019-2023 年全球 DRI 产品产量	10
图 11: 2010-2023 年全球铁矿石产量及增速 (右轴)	11
图 12: 2010-2024 年中国铁矿石产量及增速 (右轴)	11
图 13: 2022 年铁矿石产量前十的国家 (单位: 亿吨)	11
图 14: 2022 年各国铁矿石产量占比	11
图 15: 2018-2024 年四大矿山铁矿石产量 (单位: 亿吨)	12
图 16: 2018-2023 年四大矿山铁矿石总产量占比	12
图 17: 西芒杜铁矿项目计划路线图	12
图 18: 西芒杜铁矿矿床	12
图 19: 西芒杜铁矿建设准备阶段	13
图 20: 西芒杜北部矿区股权结构	14
图 21: 西芒杜南部矿区股权结构	14
图 22: 西芒杜铁矿矿区铁路线路图	15
图 23: 西芒杜铁矿铁路建设	15
图 24: 西坡项目位置示意图	16
图 25: Onslow Iron Project 位置示意图	16
图 26: 2010 年-2022 年全球铁矿石表观消费量及增速 (右轴)	20
图 27: 2002 年-2024 年全球粗钢产量及增速 (右轴)	20
图 28: 2018-2023 年我国粗钢表观消费量及同比增速 (右轴)	21
图 29: 2018-2023 年我国人均成品钢表观消费量及同比增速 (右轴)	21
图 30: 2023 年全国粗钢下游耗用量占比	21
图 31: 2009-2024 年房地产开发投资完成额累计同比	22
图 32: 2009-2023 年房地产新开工面积、竣工面积、施工面积 (单位: 亿平方米)	22
图 33: 2010-2022 年中国铁矿石表观消费量及同比增速 (右轴)	22

图 34：2002-2024 年全球及中国粗钢产量	23
图 35：2010-2024 年中国粗钢产量及同比增速（右轴）	24
图 36：2002-2023 年全球主要经济体（除中国）粗钢产量占比	24
图 37：2010-2022 年印度铁矿石表观消费量及增速（右轴）	24
图 38：进口铁矿石价格与钢材利润呈负相关	28
表 1：西芒杜铁矿项目南部矿区投资分项	14
表 2：西芒杜铁矿产量预测（单位：万吨）	15
表 3：宝武集团部分海外铁矿项目	16
表 4：2024-2027 年全球主要铁矿产量定量测算（单位：万吨）	16
表 5：主要企业部分新增矿山项目情况（单位：万吨）	18
表 6：2021-2024 年国内粗钢产量“平控”政策梳理	23
表 7：全球主要经济体长流程（高炉生铁）冶炼铁矿石需求增长率预测	25
表 8：2024-2027 年全球铁矿石产量定量测算（单位：万吨）	26
表 9：2024-2027 年全球铁矿石需求量测算（单位：万吨）	26
表 10：2024-2027 年全球铁矿石供需平衡表（单位：万吨）	27

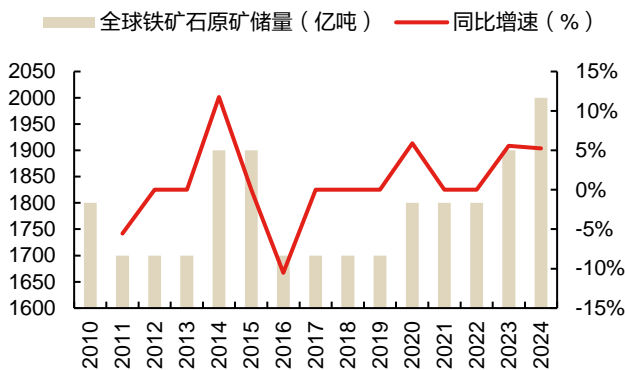
一、初识铁矿石：钢铁生产的主要原料之一

铁矿石是生产钢铁的主要原料之一。作为基本原材料，铁矿石的供给和需求显著影响着钢铁企业的生产经营情况和利润空间。铁矿石有哪些冶炼方式？全球以及中国的铁矿石供给情况如何？当前铁矿石在全球以及中国的需求量如何？未来又会呈现何种变化？铁矿石的供需变化将怎样影响铁矿石和钢铁的价格走势？又会对钢铁企业的经营产生怎样的影响？我们将通过系列行业报告，全面对铁矿石进行了解和分析，一一回答以上问题，展现铁矿石对钢铁行业未来盈利能力的影响作用。

1.1 资源：中国是铁矿石储量大国，但品位低于全球平均

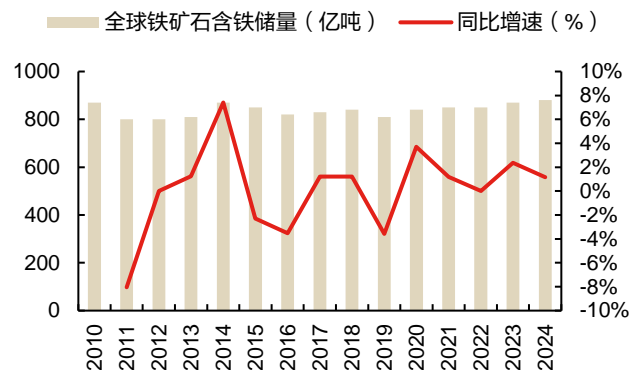
2020 年以来，全球铁矿石原矿储量和含铁储量总体保持增长。根据美国地质调查局的数据统计，从全球角度来看，2010 年以来全球铁矿石原矿储量一直保持在 1700 亿吨以上，截止 2024 年全球铁矿石原矿储量为 2000 亿吨，同比增长 5.26%。根据美国地质调查局的数据，全球铁矿石含铁储量一直保持在 800 亿吨以上，虽有小幅波动，但自 2020 年以来一直保持着正增长。截止 2024 年全球铁矿石含铁储量为 880 亿吨，同比增长 1.15%。

图 1：2010-2024 年全球铁矿石原矿储量及增速（右轴）



数据来源：美国地质调查局，东方证券研究所

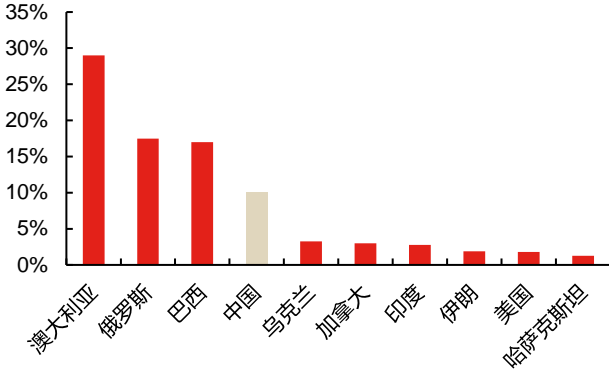
图 2：2010-2024 年全球铁矿石含铁储量及增速（右轴）



数据来源：美国地质调查局，东方证券研究所

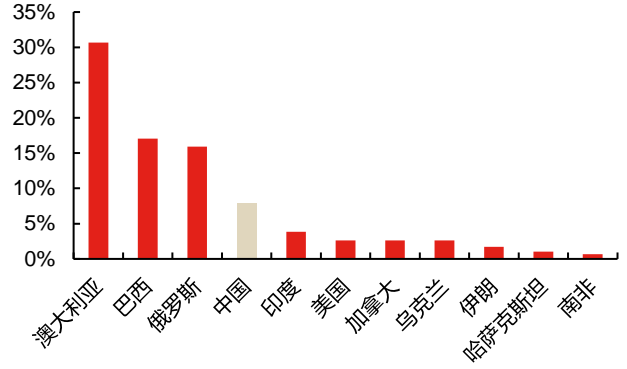
从国别角度来看，2024 年铁矿石原矿储量和铁矿石含铁储量最高的国家均为澳大利亚，中国排名靠前。根据美国地质调查局的数据统计，2024 年澳大利亚铁矿石原矿储量为 580 亿吨，占全球铁矿石原矿储量的 29%，其次是俄罗斯、巴西和中国，占比分别为 17.5%、17%和 10%。2024 年澳大利亚铁矿石含铁储量为 270 亿吨，占比为 30.7%，其次是巴西、俄罗斯和中国，占比分别为 17%、15.9%和 9.7%。

图 3：2024 年铁矿石原矿储量占比前十国家



数据来源：美国地质调查局，东方证券研究所

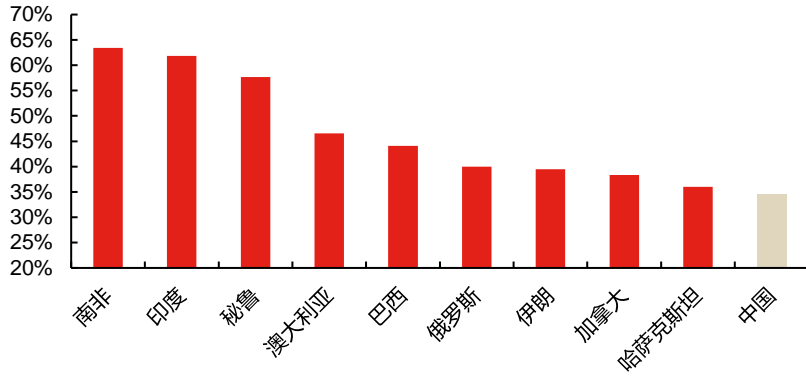
图 4：2024 年铁矿石含铁储量占比前十国家



数据来源：美国地质调查局，东方证券研究所

然而从矿石品位角度来看，南非和印度铁矿石平均品位超过 60%，中国铁矿石平均品位仅为 34.5%，低于全球平均品位。根据美国地质调查局发布的《Mineral Commodity Summaries 2025》报告，2024 年全球铁矿石平均品位为 44%，其中南非和印度铁矿石平均品位分别为 63.4%、61.8%，铁矿石原矿储量全球最高的澳大利亚平均品位为 46.5%。而铁矿石原矿储量和铁矿石含铁储量较高的中国，铁矿石平均品位相比而言处于较低水平，仅为 34.5%，低于全球铁矿石平均品位。

图 5：2024 年各国铁矿石平均品位



数据来源：美国地质调查局，东方证券研究所

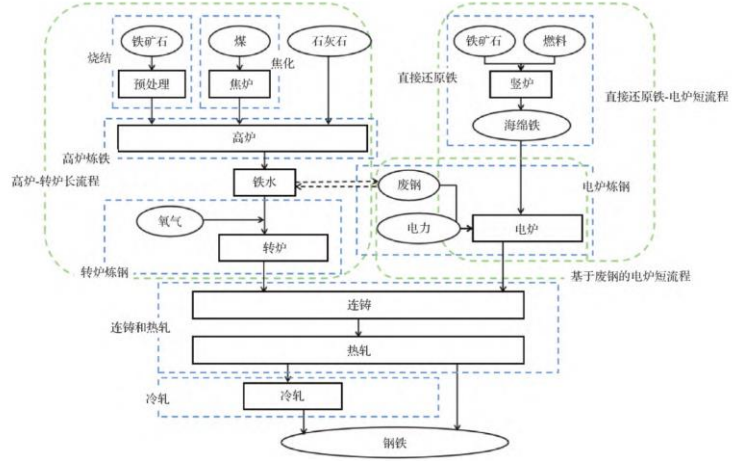
1.2 冶炼：国内以长流程冶炼为主，积极发展短流程低碳冶炼

全球看，目前的典型钢铁冶炼流程主要有三种：高炉-转炉流程（通常称为长流程）、废钢-电炉流程（通常称为短流程）、以及直接还原铁-电炉流程，其中废钢-电炉工艺不以铁矿石为原料。

1. **长流程工艺，即高炉-转炉流程**，其主要工艺过程为：铁矿石-烧结-高炉炼铁-转炉炼钢-精炼-连铸-加热-轧制-精整。
2. **短流程工艺，即废钢-电炉流程**，其工艺过程为：废钢-电炉炼钢-精炼-连铸-加热-轧制-精整。
3. **直接还原铁-电炉工艺**：由还原剂直接将铁矿石还原得到的海绵铁，取代铁矿石作为电炉冶炼的原料，其实质上属于短流程工艺的一种。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 6：钢铁生产主要三种流程：高炉-转炉（长流程）、废钢-电炉（短流程）、直接还原铁-电炉

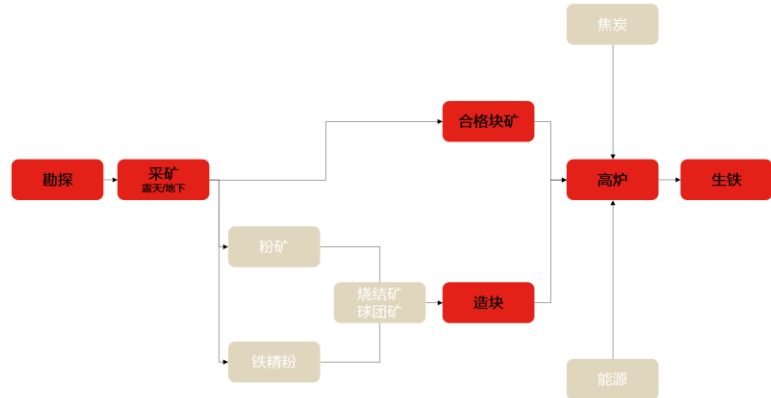


数据来源：张琦，沈佳林，籍杨梅：《典型钢铁制造流程碳排放及碳中和实施路径》，东方证券研究所

1.2.1 铁矿石预处理：勘探-采矿-选矿-造块-入炉

我国铁矿石品位较低，需经预处理后才能冶炼。根据冶金工业出版社出版的《冶金炉料手册》介绍，由于我国铁矿石平均品位仅为 34.5%，贫矿多，富矿少，用低品位的矿石进行冶炼效益较低，因此大部分铁矿石需经选矿、造块等预处理后，才能投入高炉冶炼。

图 7：高炉炼钢铁矿石预处理流程图



数据来源：《冶金炉料手册》，东方证券研究所

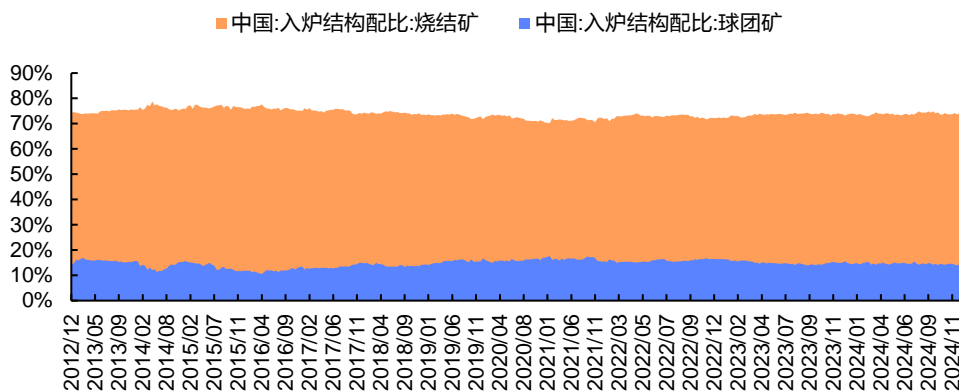
1. 选矿：选矿是铁矿石加工的重要环节，目的是提高矿石的铁含量。首先通过初级破碎，将大块的矿石破碎成小块，并根据粒度进行筛分分级。接着利用磁选、浮选等方法，去除矿石中的杂质，提高铁精矿的品位。破碎与筛分环节是铁矿石选矿的重要基础，直接影响后续工序的效率。
2. 造块：选矿后能够得到块矿、粉矿和铁精粉等矿石，而粉矿和铁精粉不能直接进入高炉，需要经过处理程序获得块矿制成人造富矿才可以进炉。铁矿石造块的目的就是充分利用贫铁矿

和富矿粉，同时改善铁矿石的冶金性能，为高炉提供优质原料改善冶炼指标，扩大钢铁生产的资源。造块方法主要包括铁矿石烧结法和铁矿石球团法：

（1）烧结：将贫铁矿经过选矿得到的铁精矿，富铁矿在破碎和筛分过程中产生的粉矿，生产中回收的含铁粉料、熔剂和燃料等，按要求比例配合，加水混合制成颗粒状烧结混合料，平铺在烧结台车上，经点火抽风烧结成块。其过程主要包括：干燥去水、烧结料预热、燃料燃烧、高温固结和冷却等阶段。但烧结法有污染空气、矿粉吹损高等缺陷。**中国企业铁矿石造块以烧结法为主，自 2012 年至今，中国烧结矿入炉占比一直保持在 70%以上，平均占比 74%。**

（2）球团：将各种铁精矿或磨细的天然矿配以水和球团黏结剂做成生球，再经高温或低温焙烧制成球团矿。生产铁矿石球团的方法以高温焙烧固结法为主，需要经过配料、混合、造球、布料及焙烧等工序。球团矿具有含铁品位高、粒度均匀、还原性能好、机械强度高、耐贮存等特性。

图 8：中国烧结矿入炉占比超过 70%

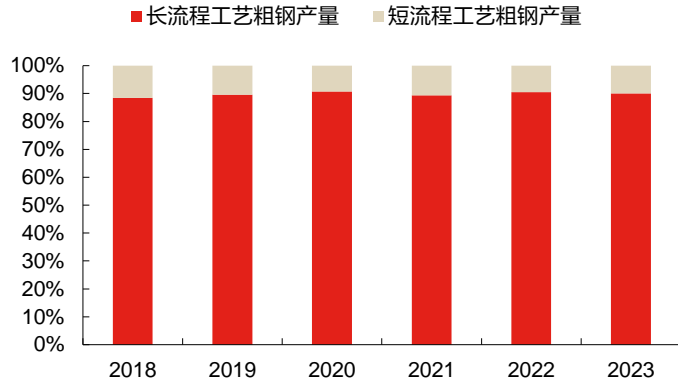


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2.2 长流程工艺：占主导地位的钢铁生产工艺

高炉-转炉长流程工艺在全球钢铁生产中占主导地位。根据世界钢铁协会的数据统计，2023 年全球通过长流程工艺生产的粗钢产量达 71.1%。中国是采用长流程工艺生产粗钢占比最高的国家，2018-2023 年国内采用长流程工艺生产的粗钢占比平均值为 89.8%，2023 年我国粗钢产量中 90.1% 采取长流程工艺生产。

图 9：我国按工艺统计的粗钢产量比



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

长流程高炉生产是从高炉炉顶装入矿石、焦炭、熔剂,从高炉下部的风口鼓入预热的空气,在高温下,焦炭和煤粉、重油、天然气中的碳与鼓入炉内的空气中的氧燃烧生成一氧化碳、氢气等还原性气体,使铁矿石还原成铁并生成铁水从出铁口流出。转炉生产则是靠转炉内生铁的物理热和生铁组分如碳、锰、硅、磷等氧化生成的化学热,使金属达到出钢要求的成分和温度,转炉炼钢的主要原料为铁水,造渣材料为石灰、石英、萤石等,为调整温度,可加入少量废钢、生铁块和矿石等。**长流程工艺炼钢工艺简单,产量大,但是由于能源结构明显高碳化,物料来源广,对于环境污染更大。**

1.2.3 废钢 – 电炉短流程工艺：流程短、能耗低、碳排少

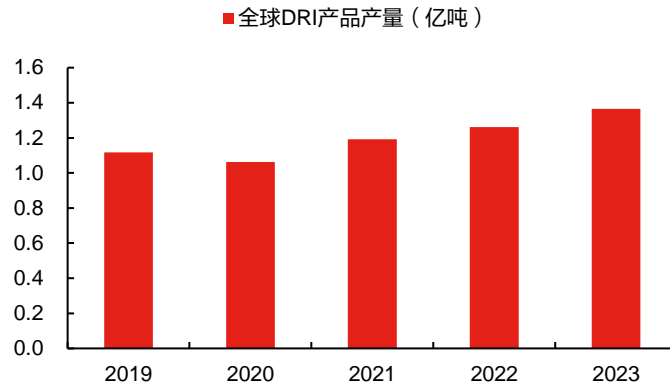
废钢 – 电炉短流程工艺是一种以电力为热源、废钢为原料冶炼钢铁的生产流程。通过废钢 – 电炉短流程工艺能够增加废钢的回收利用,在工序上省去了焦化、烧结等污染、能耗排放较大的环节,具有流程短、能耗低、碳排少的特点。

1.2.4 直接还原铁 – 电炉短流程工艺：符合低碳绿色发展趋势的炼钢工艺

直接还原铁 (DRI) 工艺是由还原剂直接将铁矿石还原得到海绵铁,取代铁矿石用作电炉冶炼原料的短流程工艺。**相比传统长流程,直接还原铁 – 电炉流程具有投资少、建设时间短、能耗及碳排放量相对低的优势,更符合大吨位的电炉炼钢。**

目前,直接还原工艺以 MIDREX、HYL-III、PERED 和回转窑等技术为主,DRI 技术和产量继 20 世纪 60 年代商用以来得到了大幅提升。**根据世界钢铁协会统计,2023 年全球 DRI 产品产量达到 1.365 亿吨,同比增长 8.16%。**

图 10：2019-2023 年全球 DRI 产品产量



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

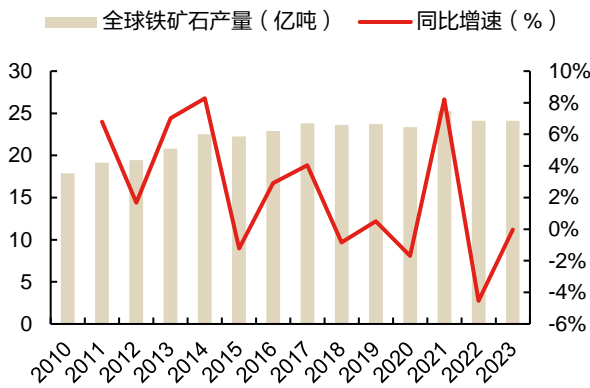
但我国在 DRI 技术方面与世界水平相比仍有较大差距，国内使用的大部分 DRI 产品由国外进口而来。2022 年我国进口 DRI 产品 80 万吨，是世界第三大 DRI 产品进口国家，2023 年我国进口 DRI 产品 30 万吨。我国在天然气方面资源的短缺是气基还原技术无法大规模推广的主要原因。我国提出，在“十五五”期间建立以高效、绿色、循环、低碳为重要特征的现代工业体系目标，确保工业领域二氧化碳排放在 2030 年前达峰，2022 年工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部等部联合印发的《工业领域碳达峰实施方案》中也明确提出，“到 2030 年，富氢碳循环高炉冶炼、氢基竖炉直接还原铁、碳捕集利用封存等技术取得突破应用，短流程炼钢占比达 20%以上。”因此，短流程炼钢作为一种更符合低碳绿色发展趋势的炼钢工艺，可预期在未来我国钢铁生产中将被大力发展并更为广泛使用。

二、供给：主流矿企重启扩产，西芒杜项目增量显著

2.1 现状：行业呈现寡头垄断格局，全球产量基本稳定

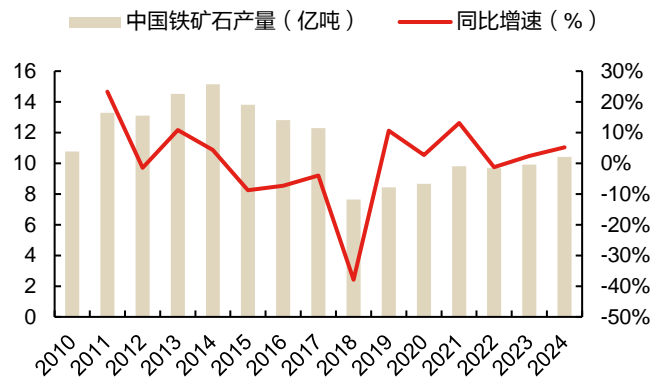
从全球角度来看，近年来铁矿石产量保持稳中有降，中国铁矿石产量保持稳定增长。根据世界钢铁协会数据统计，2010-2021 年全球铁矿石产量总体保持增长，2021 年以来铁矿石产量基本保持稳定。根据世界钢铁协会的数据披露，2023 年全球铁矿石产量为 24.1 亿吨，同比下降 0.03%。中国铁矿石产量自 2018 年以来则保持增长，根据中国国家统计局的数据，2024 年国内铁矿石产量为 10.4 亿，同比增长 5.19%。

图 11：2010-2023 年全球铁矿石产量及增速（右轴）



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所
备注：数据仅包含中国富铁矿

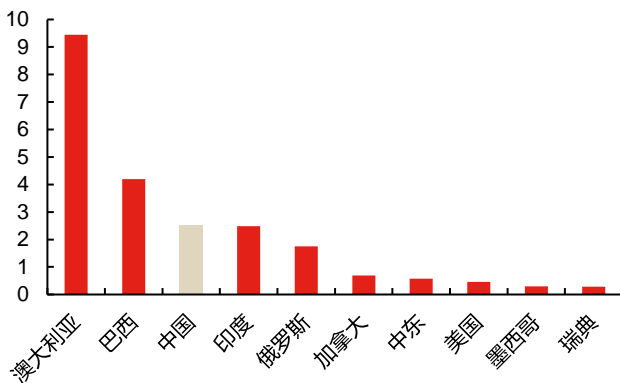
图 12：2010-2024 年中国铁矿石产量及增速（右轴）



数据来源：中国国家统计局，东方证券研究所

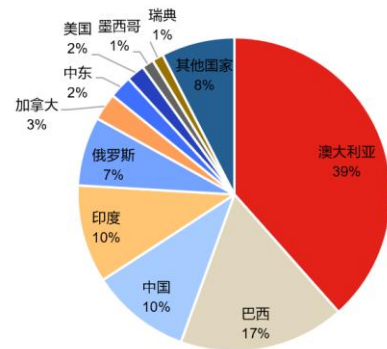
从国别角度来看，澳大利亚铁矿石产量全球最高，中国排名靠前。以世界钢铁协会披露的以世界平均含铁量计算的最新数据，2022 年全球铁矿石产量最高的国家是澳大利亚，产量为 9.44 亿吨，占全球铁矿石产量达 38.4%。其次分别为巴西、中国、印度、俄罗斯和其他独联体国家+乌克兰，全球铁矿石产量前五的国家 2022 年铁矿石总产量已经达到 83.04%。

图 13：2022 年铁矿石产量前十的国家（单位：亿吨）



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所
备注：按照世界平均含铁量计算，俄罗斯产量包括俄罗斯、其他独联体国家和乌克兰产量

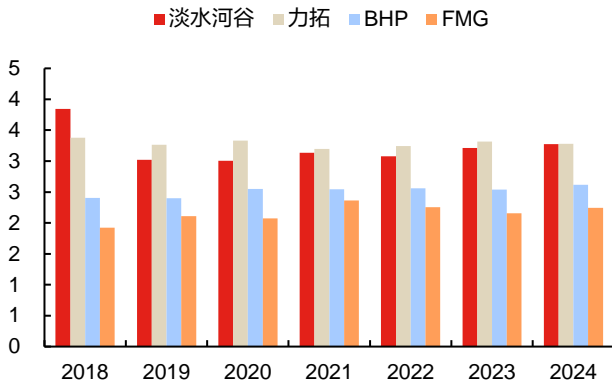
图 14：2022 年各国铁矿石产量占比



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所
备注：按照世界平均含铁量计算，俄罗斯产量包括俄罗斯、其他独联体国家和乌克兰产量

从企业角度来看，目前全球铁矿石行业呈现寡头垄断的格局，预计未来产量保持稳定增长。全球铁矿石行业主要由四大矿山——淡水河谷（Vale S.A.）、力拓（Rio Tinto Plc）、必和必拓（BHP Billiton Plc）、FMG（Fortescue Metals Group Ltd）寡头垄断。根据 Mysteel 数据统计，2018-2023 年以来四大矿山总产量全球占比稳定保持在 44% 以上，2024 年四大矿山总产量为 11.4 亿吨。根据四大矿山的年报披露，其在未来均有扩产计划，新增产能预计将于 2025 年开始集中释放。

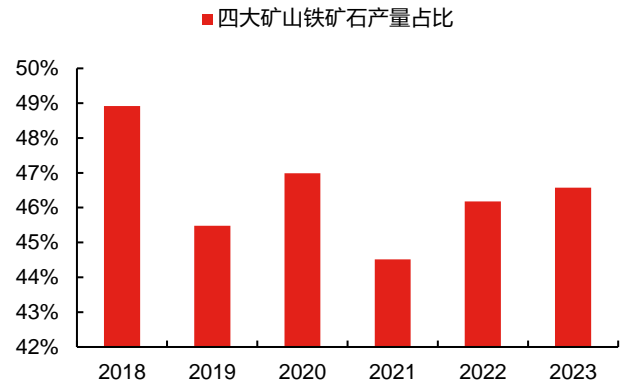
图 15：2018-2024 年四大矿山铁矿石产量（单位：亿吨）



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

备注：力拓产量以皮尔巴拉矿区产量口径统计

图 16：2018-2023 年四大矿山铁矿石总产量占比



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

备注：力拓产量以皮尔巴拉矿区产量口径统计

2.2 西芒杜铁矿：宝武入局，投产在即，具有成为全球第五大矿山潜力

2.2.1 资源量和品位：总资源量超 44 亿吨、品位超 65% 的世界级大矿

西芒杜铁矿是位于几内亚东南部西芒杜山脉的一个露天铁矿，是全球储量最大、品质最高的未开发铁矿。根据宝武集团债券募集书以及力拓公司公告等公开资料披露，西芒杜铁矿主要被划分为南北两大区块，北部包括第 1、2 号矿区，南部包括 3、4 号矿区。四个矿区已探获标准资源量达到 44.1 亿吨，可以持续开发运营 30 年以上，其中北部矿区资源量超过 18 亿吨，铁品位超过 65.5%，南部矿区资源量为 28 亿吨，平均品位为 65.3%，初始年产能可达到 1.2 亿吨。从铁矿石品质上来看，西芒杜铁矿平均品位达到 65% 以上，位居世界前列。

图 17：西芒杜铁矿项目计划路线图

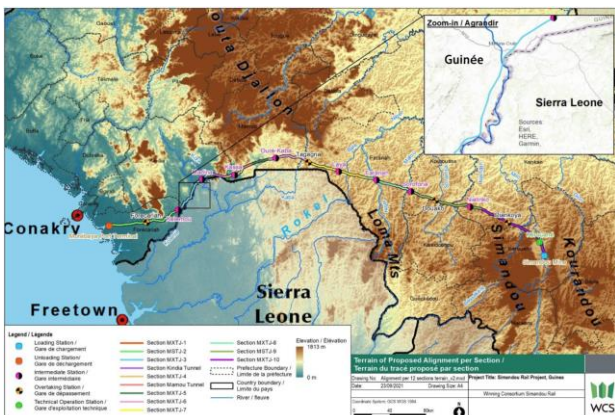


图 18：西芒杜铁矿矿床



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：WCS 官方网站，东方证券研究所

数据来源：Mining 官方网站，东方证券研究所

2.2.2 股权结构与基础设施：多方共同开发，宝武集团等中国企业持有较高权益份额

中国宝武、WCS、几内亚政府、力拓公司等共同推动西芒杜铁矿项目开发，其中中国企业持有较高权益份额。北部矿区方面，2019 年 11 月 12 日，赢联盟（WCS）以 140 亿美元中标西芒杜铁矿北区的 1、2 号矿区开发权。北区 1、2 号矿区以及相关设施由 WCS 持有 85%，几内亚政府持有 15% 权益。2022 年 7 月，WCS、几内亚政府与力拓 Simfer（力拓运作西芒杜铁矿石项目的全资子公司）共同组建基础设施公司跨几内亚公司（CTG），9 月中国宝武旗下子公司宝武资源与 WCS 签约，携手宝联体与 WCS 共同合作推动西芒杜项目开发和基础设施建设，宝联体通过持有 WCS 的股份，穿透持有跨几内亚公司（CTG）的股权，从而参与西芒杜项目的开发和运营，这标志着西芒杜项目进入快速开发阶段。CTG 公司作为跨几内亚铁路和港口基础设施的未来所有者和经营者，将在建成后的至少 35 年内为 WCS 矿山（北部 1、2 号矿区）和 Simfer 矿山（南部 3、4 号矿区）提供总共不低于 1.2 亿吨/年的铁矿运力。2024 年 6 月，中国宝武与 WCS 完成股权交割，收购 WCS 矿山和基础设施 49% 的股权，标志着中国宝武正式成为西芒杜铁矿项目北部矿区的主要股东，同时宝武可选择在运营期间将对 WCS 矿山和基础设施的持股比例增至 51%。

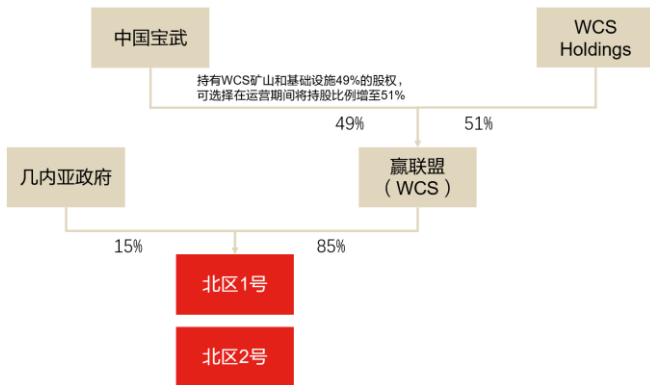
图 19：西芒杜铁矿建设准备阶段



数据来源：Mining，WCS 官方网站，韦力国际，矿业界公众号等，东方证券研究所

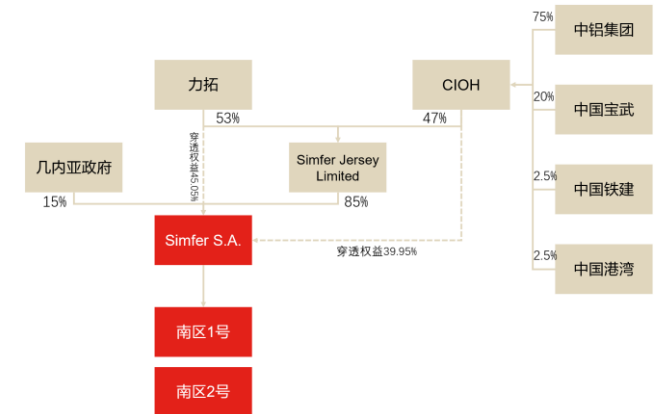
西芒杜铁矿南区 3、4 号矿区由 Simfer S.A. 公司开发，公司由几内亚政府持有 15%，Simfer Jersey Limited 持有 85%。Simfer Jersey 公司由力拓（53%）和中铝铁矿控股有限公司（CIOH）（47%）持有，其中 CIOH 由中铝集团（75%）、中国宝武（20%）、中国铁建（2.5%）和中国港湾（2.5%）共同持有。因此，力拓公司对 Simfer S.A. 公司持有的穿透权益为 45.05%，CIOH 为 39.95%。截止 2023 年底，Simfer Jersey 公司是负责开发 Simfer 公司权益范围内的铁路和港口基础设施的 Simfer InfraCo Guinée S.A. 全资母公司。在共同开发协议结束后，几内亚政府将持有 Simfer InfraCo Guinée S.A. 15% 的股权。

图 20：西芒杜北部矿区股权结构



数据来源：公司公告，新闻报道，东方证券研究所

图 21：西芒杜南部矿区股权结构



数据来源：公司公告，新闻报道，东方证券研究所

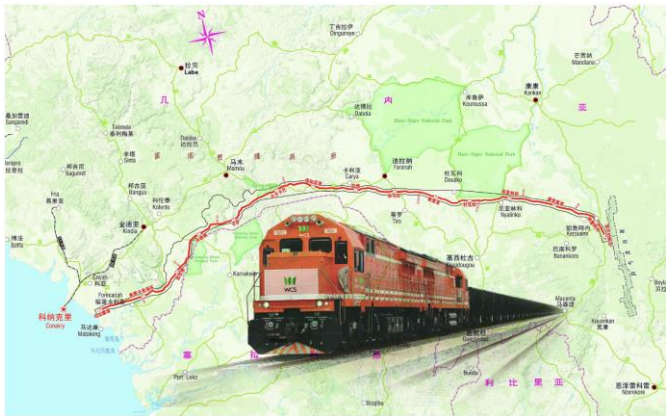
西芒杜铁矿项目基础设施建设和推进方面，2023 年 8 月几内亚政府与 CTG 股东 Simfer 以及 WCS 签署“共同开发 600 多公里多用途铁路和港口设施”的法律框架用于出口西芒杜矿区的铁矿石，铁路将从马瑞巴亚港口（Port Morébya）附近延伸到弗雷卡里亚（Forécariah）、卡萨（Kassa）和尼亚林科（Nialinko），最后到达西芒杜矿区的终点站。根据共同开发协议，WCS 将建造约 536 公里长的双轨主铁路线、约 16 公里长的 WCS 支线铁路和每年 6000 万吨的驳船港口，Simfer 将建造约 70 公里长的 Simfer 支线铁路和每年 6000 万吨的转运船（TSV）港口。完工后，所有共同开发的基础设施和机车车辆将移交给 CTG 并由其运营。根据力拓公司公告，Simfer 预计在西芒杜铁矿项目资本投资总份额为 116 亿美元，其中力拓份额为 62 亿美元，截止 2023 年底力拓对西芒杜项目的资本化支出达到 5 亿美元。

表 1：西芒杜铁矿项目南部矿区投资分项

单位：亿美元（以名义价值计算）	Simfer 资本支出	力拓份额
矿山及转运船		
在西芒杜南部矿区建设初始年产能为 6000 万吨的矿山	\$51	\$27
共同开发的基础设施		
Simfer 建设范围（施工期间 100% 由 Simfer 出资）		
<ul style="list-style-type: none"> 铁路：从 Simfer 矿山到铁路主干线的 70 公里支线铁路，包括机车车辆 港口：建设年吞吐量 6000 万吨的转运船港口 	\$35	\$19
WCS 建设范围（施工期间由 Simfer 出资 34%）		
港口和铁路基础设施，包括约 552 公里的跨几内亚重载铁路系统，由一条 536 公里的铁路主干线和 16 公里的 WCS 支线铁路组成	\$30	\$16
资本支出总额	\$116	\$62

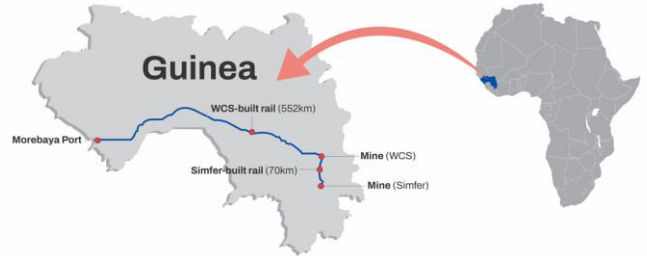
数据来源：力拓公司公告，东方证券研究所

图 22：西芒杜铁矿矿区铁路线路图



数据来源：WCS 官方网站，东方证券研究所

图 23：西芒杜铁矿铁路建设



数据来源：seaisi，东方证券研究所

西芒杜矿山预计将于 2025 年底首次投产，目前项目进展顺利。根据中国宝武债券募集说明书披露，2024 年以来西芒杜铁矿项目已进入实质性阶段，目前项目正在稳步快速推进。当地时间 2025 年 2 月 6 日，由中铁十八局承建的几内亚最长隧道——马瑞巴亚港至西芒杜矿区铁路（简称“马西铁路”）金迪亚隧道顺利贯通，为西芒杜项目 2025 年顺利出矿奠定坚实基础。同时，在 2025 年 2 月 3 日-6 日举办的 2025 年非洲矿业投资大会（Mining Indaba）上，WCS 和宝武资源参会并披露，目前西芒杜铁矿项目配套基础设施总长 28 公里的所有隧道开挖已完成，桥梁基础 100%完工，架梁 50%完工，项目资金落实达 65%。

2.2.3 预计产量：2025 年底投产，至 2028 年产量或可达 1.2 亿吨

西芒杜铁矿项目预计 2028 年总产量可达 1.2 亿吨/年，具有成为第五大矿山的潜力。宝钢股份在 2024 年第三季度业绩发布会上表示，预计于 2025 年底完成西芒杜铁矿项目基础设施建设，并实现首批铁矿石开采。力拓公司预计西芒杜铁矿的南部 3、4 号矿区将在投产后 30 个月内产量爬坡至 6000 万吨/年，矿山最初将提供单一精粉产品，然后过渡到高炉和直接还原矿石的双重精粉产品。西芒杜南北部矿山共用铁路和港口，且 CTG 公司在协议中也明确将在基础设施建成后的至少 35 年内为 WCS 矿山和 Simfer 矿山提供总共不低于 1.2 亿吨/年的铁矿运力，因此可以合理估计投产初年南北部矿区开采进度或基本一致，各能够达到 6000 万吨/年的产量。按照爬坡 30 个月达到满产 1.2 亿吨/年产量计算，2025 年西芒杜全年或实现 1200 万吨产量，2026 年全年或实现 6000 万吨产量，至 2028 年达到满产。预计 2028 年西芒杜铁矿项目总产量为 1.2 亿吨/年，根据我们的预测和统计，其产量或将仅次于四大矿山产量，并高于排名第五的印度国有矿业公司产量（NMDC Ltd., 2024 财年总产量为 4502 万吨），具有成为第五大矿山的潜力。

表 2：西芒杜铁矿产量预测（单位：万吨）

区块	权属	2025E	2026E	2027E	2028E
北区 1、2 号	WCS 矿山	600	3000	5400	6000
南区 3、4 号	Simfer 矿山	600	3000	5400	6000
合计		1200	6000	10800	12000

数据来源：力拓公司公告，东方证券研究所

2.3 未来：中国企业全球布局，2025 年起铁矿新项目集中投产，供给增量明显

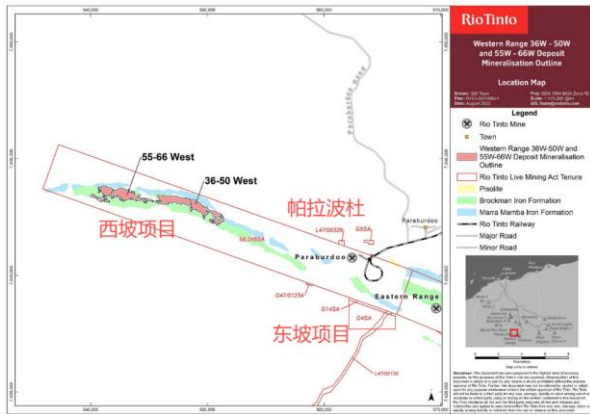
中国企业加快全球铁矿石资源布局，优化资源来源构成。目前全球矿企扩产的步伐不停，为了保障自身铁矿石供应安全，中国钢铁企业积极践行“基石计划”，除了提高国内铁矿石自给率外，也在不断扩大对海外权益矿的投资。其中宝武集团作为行业龙头企业，在全球铁矿新项目不断投产的背景下，加深与海外矿企合作，注重增加铁矿石进口来源的多元性，在澳大利亚、西非几内亚等区域深度参与铁矿开发，加快全球铁矿石资源布局，致力于解决国内钢铁产业链资源短缺的问题，预计在 2025 年项目集中投产后将贡献较大比重的增量。

表 3：宝武集团部分海外铁矿项目

项目	权益份额	产能	备注
Western Range 西坡项目	宝武：46% 力拓：54%	2500 万吨/年	预计于 2025 年首次投产，宝武可按市场价最多购买合计 1.265 亿吨铁矿石
Onslow Iron Project 昂斯洛铁矿项目	宝武：18.7%	3500 万吨/年	于 2024 年 5 月发运首批铁矿石，宝武可根据协议购买项目 50%-75%的产量
Simandou project 西芒杜铁矿项目	北部矿山：宝武可在项目运营期间通过 WCS 将持股比例增至 43.35% 南部矿山：宝武通过 CIOH 对南部矿区持股比例为 7.99%	1.2 亿吨/年	根据宝钢披露，项目可在 2025 年底投产

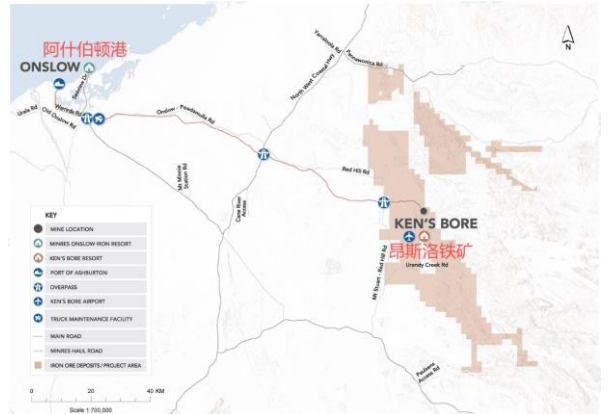
数据来源：力拓官网，Mineral Resources 官网等公开资料整理，东方证券研究所

图 24：西坡项目位置示意图



数据来源：力拓官网，Mysteel，东方证券研究所

图 25：Onslow Iron Project 位置示意图



数据来源：Mineral Resources 官网，Mysteel，东方证券研究所

全球矿企扩产脚步迈进，未来铁矿石供给端增量明显。根据主流矿企的公告，预计 2024-2027 年全球 15 家主流矿企铁矿产能分别达到 14 亿、14.5 亿、15.2 亿和 15.6 亿吨，同比增速达到约 0.7%、3.5%、4.7%和 2.4%。2023 年该 15 家企业铁矿石总产量达 13.94 亿吨，其中包括全球铁矿产量前二十的矿山，其产量规划对铁矿石整体供给具有较强的指引。

表 4：2024-2027 年全球主要铁矿产量定量测算（单位：万吨）

公司名称	主要矿山项目	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
淡水河谷	Serra Norte	17297	17754	32500-33500	34000-36000	34800-36800
	Serra Leste					
	S11D					
	Itabira	8234	8688			

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	southeastern system 东南部系统	Minas Centrais Mariana					
	south system 南部系统	Vargem Grande Paraopeba	6584	6326			
小计/平均			32115	32768	33000	35000	35800
力拓	Pilbara 皮尔巴拉矿区	Hammersley mines	33180	32860	33270-34940	35350-37020	36930-38600
		Hope Downs					
		Robe River – Robe Valley					
		Robe River – West Angelas					
	IOC 矿区		968	940			
西芒杜铁矿项目		/	/				
小计/平均			34148	33800	34105	36185	37765
必和必拓	Pilbara 皮尔巴拉矿区	Newman	25253	25960	25500-26550	27500-28550	27500-28550
		Yandi					
		Mining Area C					
	Samarco		451				
小计/平均			25704	25960	26025	27025	28025
FMG	Pilbara 皮尔巴拉矿区	Hedland operations	19200	19160	19000-20000	19830-20830	19830-20830
		Chichester Hub					
		Western Hub					
		Iron Bridge					
小计/平均			19200	19160	19500	20330	20330
NMDC	Bailadila Mining Complexes		4082	4502	4883	5405	5405
	Donimalai Mining Complex						
Kumba	Sishen		3572	3572	3572	3572	3572
	Komolema						
LKAB	Kiruna		2620	2270	2270	2270	2270
	Malmberget						
	Svappavaara						
	Per Geijer						
Metalloinvest	Lebedinsky GOK		3690	3690	3690	3690	3690
	Mikhailovsky GOK						
Anglo-American	Minas-Rio operation		2420	2300-2500	2200-2400	2300-2500	2300-2500
安塞乐米塔尔	Mount Wright		2200	4200	4200	4200	4200
	Mount Gangra						
	Peña Colorada						
	San José						
	Las Truchas mines						
	Andrade mine						
	Serra Azul Mineração mines						
	Omarska mine						
	ACIS						
AMNS India							
Baffinland							
俄罗斯新利佩茨克钢铁公司	Stoilensky		1956	1956	1956	1956	1956
俄罗斯耶弗拉兹集团	EVRAZ KGOK		1078	1078	1078	1078	1078
俄罗斯谢韦尔钢铁公司	Karelsky Okatysh Complex		1054	1054	1054	1054	1054
Mineral Resources	ONSLow IRON		1750	1820	5300	5300	5300
	PILBARA HUB						
	YILGARN HUB						
Champion Iron	Bloom Lake		1803	2121	2271	2571	2871
合计			139392	140251-140451	142744-147664	149076-154996	152756-158676

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：各大公司公告，东方证券研究所

由上表可见，主流矿企中四大矿山的未来产量增加较为明显，Mineral Resources 因 ONSLOW IRON 项目即将达到满产状态而在未来三年内产量大幅增长。此外，2025 年投产的西芒杜铁矿项目也将在未来贡献比重较大的铁矿石产量。据我们统计估算，相较于 2023 年，2024-2027 年主流矿企新增产能分别达到 1690 万、1.13 亿、2.01 亿以及 2.75 亿吨，大部分新增矿山产能于 2025 年开始释放。

表 5：主要企业部分新增矿山项目情况（单位：万吨）

控股股东	项目	投产时间	2024E	2025E	2026E	2027E	备注
淡水河谷	Capanema Maximization project 卡帕内玛增量项目	2025H1	/	1400	1500	1500	投产初年产能可净增 1400 万吨
	Northern System 240 Mt 西部项目 2.4 亿计划	2024H2	200	600	1000	1000	该项目完成后可将 S11D 及北方系统的生产能力扩大 1000 万吨/年
	Serra Sul +20 Mtpa program	2026H2	/	/	800	1800	
小计			200	2000	2900	3700	
力拓	Western Range Iron ore project 西坡项目	2025	/	1000	2000	2500	
	Rhodes Ridge 罗德斯岭项目	-	/	/	/	/	预计于 2025 年底完成预可行性研究，初始产能高达每年 4000 万，长期潜在产能高达 1 亿吨
	Gudai-Darri 库戴德利矿区	2022	700	700	700	700	2023 年达成 4300 万吨年产量，预计 2024 年满产达到 5000 万吨年产量
小计			700	1700	2700	3200	
必和必拓	South Flank 南坡矿项目	2021.5	650	650	650	650	满产为 8000 万吨/年，已经于 FY2024 年底达产
	Western Ridge Crusher	FY2026	/	/	1000	2000	预计年均产量为 2500 万吨，为 WAIO 提供约 12 年的产品
小计			650	650	1650	2650	
FMG	Iron Bridge	2023.8	120	1870	2200	2200	预计在 2025 年三季度实现满产，目前仍处于产能爬坡阶段
	Belinga 铁矿石项目	FY2024	/	200	200	200	2024 财年，Belinga 项目通过加蓬合资公司 Ivindo Iron SA 发货并进行试生产，但仍在勘探阶段
	Green Metal Project 绿色金属项目	2025	/	0.15	0.15	0.15	
	Blacksmith 项目	2025Q4	/	/	500	500	计划 2025Q4 开采出第一批铁矿石，初步计划每年生产约 500 万吨的直运铁矿石
小计			120	2070.15	2900.15	2900.15	
Mineral Resources	ONSLOW IRON	2024.5	20	3500	3500	3500	
Champion Iron	Kami Project	-	/	/	/	/	2024 年 3 月进行可行性研究
	DRPF Project	2025H2	/	150	450	750	升级 Bloom Lake 第二工厂，将 Bloom Lake 一半产能升级为每年生产约 750 万吨 DRPF 品质铁矿石
西芒杜铁矿项目		2025	/	1200	6000	10800	根据力拓公司披露，项目 3、4

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

						矿区在投产后 30 个月内产量将提升至 6000 万吨/年，其中力拓权益份额为 2700 万吨/年
总计		1690	11270.15	20100.15	27500.15	

数据来源：各大公司公告，东方证券研究所

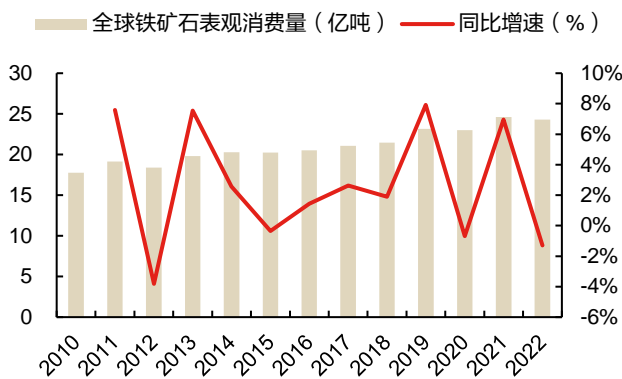
三、需求：国内钢铁行业进入新阶段，铁矿石需求或持续下行

3.1 现状：全球需求量总体稳定，国内需求或持续下行

全球铁矿石需求量随着粗钢产量变动，整体保持稳中有降。根据世界钢铁协会的统计，自 2010 年以来，全球铁矿石表观消费量在震荡中逐步上升，截止 2022 年最新统计数据，全球铁矿石表观消费量达到 24.28 亿吨。从粗钢产量来看，全球粗钢产量自 2000 年起进入较快增速阶段，除 2008 年受到金融危机影响产量大幅下降外，2010 年起粗钢产量在小幅波动中增长，在 2018 年后保持在 18 亿吨产量以上，此后由于疫情影响产生小幅波动，但整体保持稳中有降。2024 年全球粗钢产量为 18.35 亿吨，同比下降 3.02%。

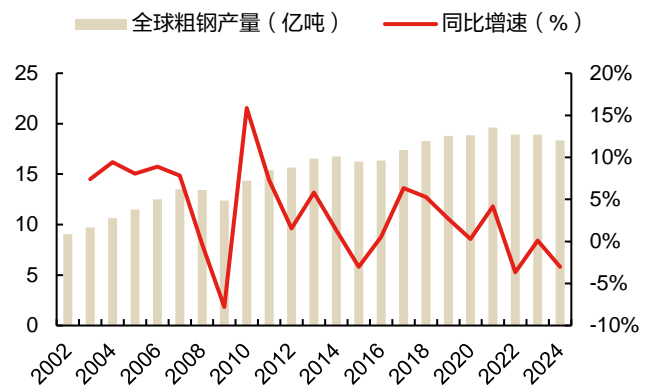
中国粗钢产量稳居世界第一，是铁矿石消费大国。自 2018 年以来中国粗钢产量占比均超过 50%，2018 年到 2024 年中国粗钢产量平均占比为 53.6%，是名副其实的全球钢铁生产大国。2024 年中国粗钢产量约为 10 亿吨，占比为 54.5%。

图 26：2010 年-2022 年全球铁矿石表观消费量及增速（右轴）



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

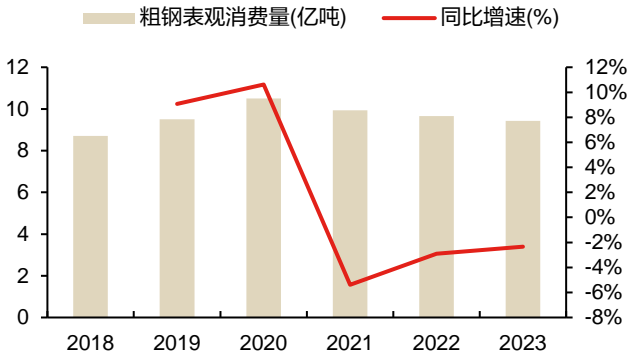
图 27：2002 年-2024 年全球粗钢产量及增速（右轴）



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

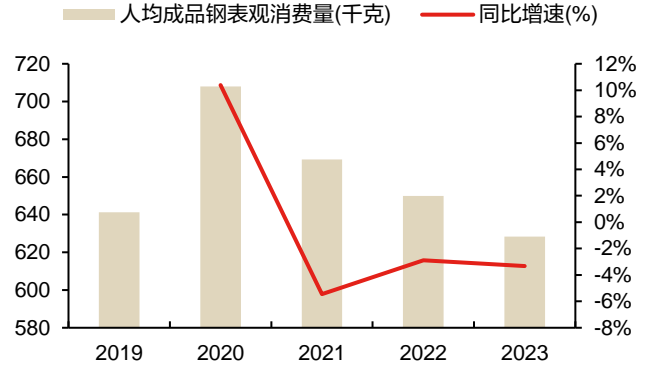
然而从中国国内角度来看，2021 年以来钢材需求走弱，国内铁矿石消费量随之逐渐下降。2020 年后系列房地产调控政策出台，且 2021 年以来由于疫情影响，宏观经济形势变化，多重因素使得下游对铁矿石需求较大的房地产行业需求下滑，钢铁需求由强走弱，从而带来铁矿石消费量的下降。2021 年起国内粗钢产量逐渐走低，连续三年呈下降趋势，2024 年粗钢产量同比下降 1.48%。同时粗钢表观消费量和人均成品钢表观消费量也下行明显，2023 年粗钢表观消费量同比下降 2.33%。而人均成品钢表观消费量由 2020 年人均 707.9 千克下降至 2023 年人均 628.3 千克，2023 年同比降低 3.32%。钢材需求的走弱必然导致其原料铁矿石的消费量下降。

图 28：2018-2023 年我国粗钢表观消费量及同比增速（右轴）



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

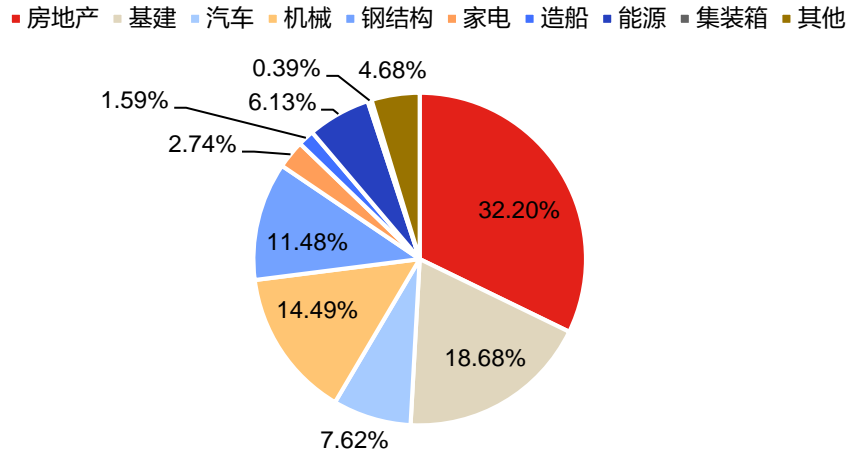
图 29：2018-2023 年我国人均成品钢表观消费量及同比增速（右轴）



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

分行业来看，钢铁下游耗用主要在房地产和基建业，两者相加占比超过 50%。根据 Mysteel 数据统计，2023 年粗钢耗用量排名第一的是房地产业，其次为基建和机械，分别占比 32.20%、18.68% 和 14.49%。

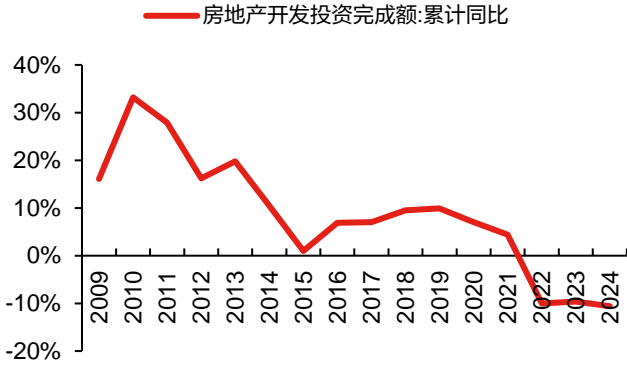
图 30：2023 年全国粗钢下游耗用量占比



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

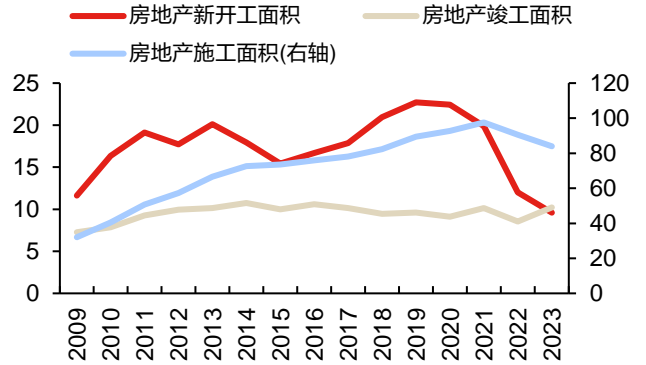
但近年来房地产业持续下行。根据 Wind 统计，房地产开发投资完成额累计同比增速自 2019 年开始逐渐走低，2022 年开始我国房地产开发投资完成额呈现负增长态势，2024 年我国房地产开发投资完成额同比增速仅为-10.6%。此外房地产新开工面积和施工面积也有明显的下滑趋势。根据 Mysteel 数据统计，2023 年房地产新开工面积为 9.6 亿平方米，施工面积为 84 亿平方米，分别同比下降 20%和 7%。

图 31：2009-2024 年房地产开发投资完成额累计同比



数据来源：Wind，东方证券研究所

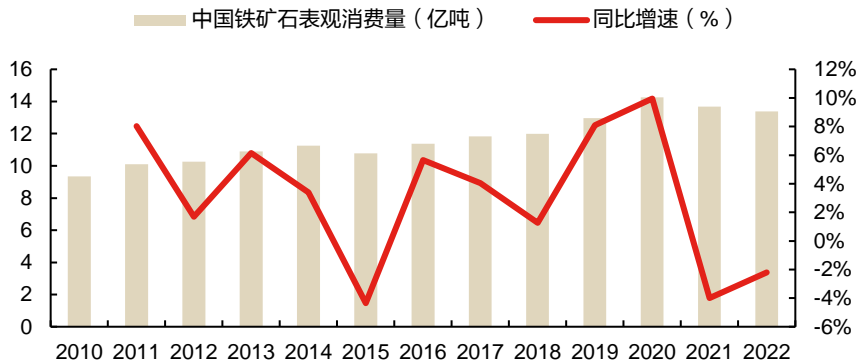
图 32：2009-2023 年房地产新开工面积、竣工面积、施工面积（单位：亿平方米）



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

在作为钢材下游耗用占比最大的房地产业需求低迷的背景下，作为钢材生产原料的铁矿石消费量也随之走低。根据世界钢铁协会的最新数据统计，2021-2022 年中国铁矿石表观消费量分别同比下降 4%和 2%。

图 33：2010-2022 年中国铁矿石表观消费量及同比增速（右轴）

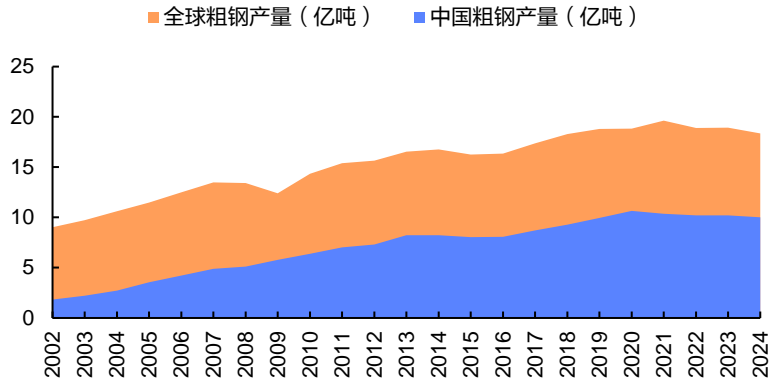


数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

3.2 未来：预计全球铁矿石消费量或仅小幅增长

全球未来铁矿石需求量的趋势或与中国国内未来需求具有强关联。根据张艳飞、陈其慎、于汶加等学者发表的《2015-2040 年全球铁矿石供需趋势分析》一文，自 1900 年以来全球粗钢生产经历了缓慢增长（1900-1945 年）、稳定增长（1945-1970 年）、增速放缓（1970-2000 年）和快速增长（2000 年以来）的四个历史阶段。2000 年以后，由于老牌工业国家美国、西欧等国粗钢消费已经在 1970 年左右到达顶峰，日本、韩国等 70 年代后崛起的发达国家也增速放缓，全球粗钢消费因中国经济在此阶段的迅速崛起而被快速带动起来，中国逐步成为全球钢铁消费中心。自 2002 年至 2024 年，全球粗钢产量从 9.04 亿吨增长至 18.35 亿吨，增量接近 10 亿吨，其中中国贡献了 88%的增量。

图 34：2002-2024 年全球及中国粗钢产量



数据来源：Mysteel, 东方证券研究所

国内粗钢产量“平控”政策下，2021 年以来粗钢产量进入下行通道。2021 年全国工业和信息化工作会议上提出，为实现 2030 年“碳达峰”和 2060 年“碳中和”的目标，钢铁行业作为能源消耗高密集型行业，应当开展工业低碳行动和绿色制造工程，坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。由此中国掀开压减粗钢产量政策序幕。

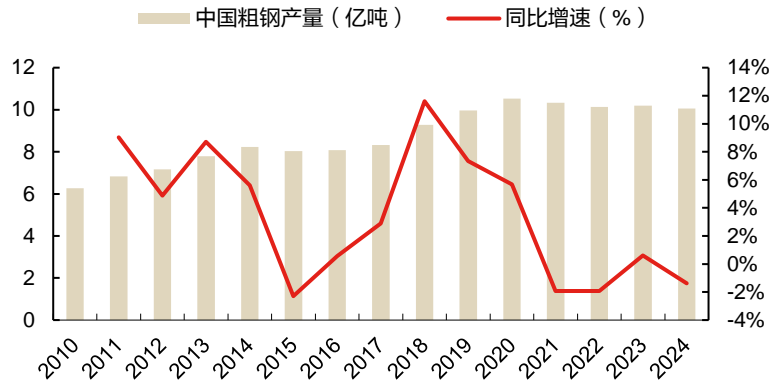
表 6：2021-2024 年国内粗钢产量“平控”政策梳理

日期	政策提出	内容
2020.12.28	2021 年全国工业和信息化工作会议	围绕碳达峰、碳中和目标节点，实施工业低碳行动和绿色制造工程， 坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。
2021.1.26	国新办新闻发布会，工信部发言	从四方面促进钢铁产量压减：一、 严禁新增钢铁产能 ，对确有必要建设的钢铁冶炼项目需要严格执行产能置换的政策；二、完善相关的政策措施，研究制定新的产能置换办法和项目备案的指导意见；三、推进钢铁行业兼并重组；四、 坚决压缩钢铁产量。
2021.4.1	国家发改委、工信部就 2021 年钢铁去产能“回头看”、粗钢产量压减等工作进行研究部署	在保持钢铁行业供给侧结构性改革政策连续性和稳定性的同时，坚持市场化、法治化原则，重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后企业的粗钢产量，避免“一刀切”， 确保实现 2021 年全国粗钢产量同比下降。
2022.4.19	《国家发展改革委工业和信息化部等部门就 2022 年粗钢产量压减工作进行研究部署》	2022 年，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国家统计局将 继续开展全国粗钢产量压减工作 ，引导钢铁企业摒弃以量取胜的粗放发展方式，促进钢铁行业高质量发展。
2024.4.3	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、应急管理部、国家统计局公布消息	2024 年，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、应急管理部、国家统计局会同有关方面 将继续开展全国粗钢产量调控工作 ，坚持以节能降碳为重点，区分情况、有保有压、分类指导、扶优汰劣，推动钢铁产业结构调整优化，促进钢铁行业高质量发展。

数据来源：国家发改委公众号，中国冶金报等公开资料整理，东方证券研究所

随着 2021-2024 年间相关部署和政策的发布，“平控”政策效果显现，粗钢产量缓步下行。根据中国钢铁工业协会数据统计，2021-2024 年粗钢产量平均降幅为 1.15%，2024 年粗钢产量同比下降 1.37%。

图 35：2010-2024 年中国粗钢产量及同比增速（右轴）

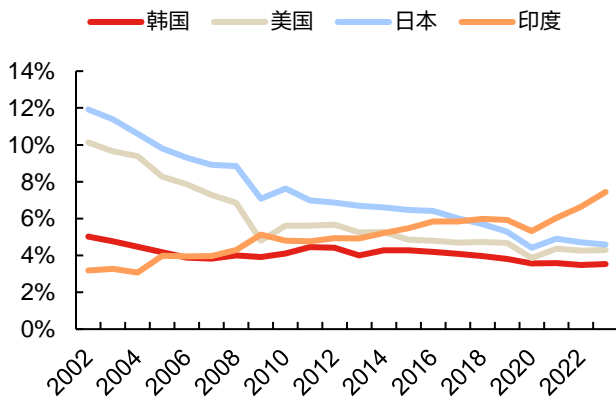


数据来源：中国钢铁工业协会，东方证券研究所

预计未来政策或仍将保持“调控粗钢产量”基调，国内铁矿石需求量或将维持稳中下降态势。2025 年十四届全国人大三次会议经济主题记者会上，国家发展改革委在《关于 2024 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告》中提到了“持续实施粗钢产量调控，推动钢铁产业减量重组”，这是发改委首次明确提出“粗钢产量调控”“减量重组”。国家发改委主任郑栅洁表示，国家发展改革委将分行业出台化解重点产业结构矛盾的具体方案，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给，让供给侧更好适应市场需求变化。

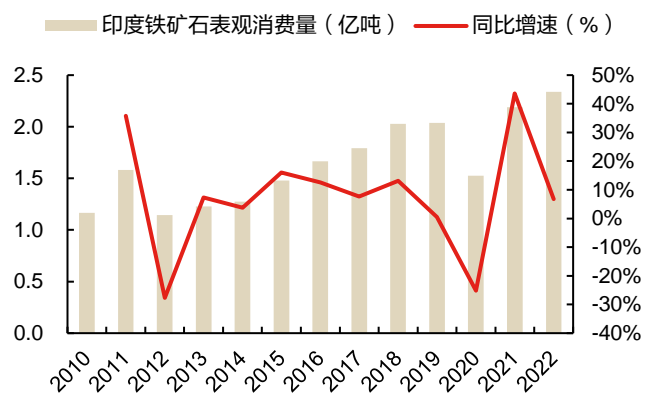
与其他主要经济体相反的是，印度作为新兴经济体对于钢铁的需求增长非常迅速。自 2002 年以来印度粗钢产量在小幅波动中提升，而近三年印度粗钢产量在全球的占比稳步提升，到 2023 年占比为 7.44%，增速达到 12.28%，稳坐粗钢产量世界第二。除 2020 年疫情影响外，印度铁矿石表观消费量增长速度明显，根据世界钢铁协会最新数据，2022 年印度铁矿石表观消费量为 2.3 亿，同比增长 6.8%。根据印度信用评级机构 ICRA 的数据，2024/25 财年印度国内钢材消费量预计将同比增长 9%-10%，这一预测是在 2024 年二季度印度钢材消费量同比增长了 15%之后做出的。为了继续推动基础建设、制造业以及建筑业带动印度经济的发展，印度政府在《国家钢铁政策 2017》中提出，到 2031 财年钢铁产能目标为达到 3 亿吨。因此为支持钢铁行业的强劲发展，印度对于铁矿石的需求从长期来看也将保持强劲增势。

图 36：2002-2023 年全球主要经济体（除中国）粗钢产量占比



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

图 37：2010-2022 年印度铁矿石表观消费量及增速（右轴）



数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

世界钢铁协会预测，2025年起全球钢铁需求整体有望进入一个温和增长的阶段，而在中国对粗钢产量持续“平控”政策的预期下，我们预计全球铁矿石消费量随国内需求下降而总体维持平稳，仅小幅增长。世界钢铁协会预测认为，2024年全球制造业仍然疲软，而未来全球钢铁需求预测的关键决定因素将是中国的稳定发展，以及全球主要经济体致力于脱碳和数字化转型的基础设施支出轨迹。在中国国内调控粗钢产量的政策延续、印度等新兴经济体的强劲发展需求推动下，预计2025年全球铁矿石消费量总体或将小幅增长。

表 7：全球主要经济体长流程（高炉生铁）冶炼铁矿石需求增长率预测

国家/同比增速%	2024E	2025E	2026E	2027E
中国	-3%	-2%	-1%	-1%
印度	4.5%	8.5%	8.5%	8.5%
日本	-3%	1.7%	1.7%	1.7%
美国	-1.5%	2%	2%	2%
韩国	-2.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
德国	3%	5.7%	0%	0%
土耳其	17.2%	0%	0%	0%
巴西	3%	3%	3%	3%

数据来源：世界钢铁协会，东方证券研究所

四、供需平衡：竞争格局恐生变，铁矿石供给中期过剩或成定局

2024-2027 年全球铁矿石产量稳步提升，2026 年增速超 4%。根据前述对 2024-2027 年全球主要矿产铁矿产量的定量测算，以及对主要企业新增矿山项目的统计，可以预测铁矿石供给端 2024-2027 年的全球产量。据估计，2026 年起全球合计铁矿石产量可达到近 27 亿吨，其中因主要矿企产能于 2025 年开始释放，自 2025 年起铁矿石产量增速提升。预计 2024 年全球铁矿石产量增长 0.06%，2025 年铁矿石产量增速为 2.28%，到 2026 年铁矿石产量增速可达到 4.08%。

表 8：2024-2027 年全球铁矿石产量定量测算（单位：万吨）

地区	公司名称	矿山/项目	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
海外	四大矿山	淡水河谷	32115	32768	33000	35000	35800
		力拓	34148	33800	34105	36185	37765
		必和必拓	25704	25960	26025	27025	28025
		FMG	19200	19160	19500	20330	20330
	小计		111167	111688	112630	118540	121920
	西芒杜铁矿项目	北区 WCS 矿山	/	/	600	3000	5400
		南区 Simfer 矿山（扣除力拓份额）	/	/	330	1650	2970
	Mineral Resources	主要增量： ONSLow IRON	1750	1820	5300	5300	5300
	海外其他主流矿山		26475	26843	27424	28196	28496
	海外其他非主流矿山		85808	85808	85808	85808	85808
海外合计		225200	226159	231942	242494	249894	
国内	转化为世界平均含铁量	27800	27000	27000	27000	27000	
全球	全球合计	253000	253159	258942	269494	276894	
	全球增速		0.06%	2.28%	4.08%	2.75%	

数据来源：USGS，公司官网，东方证券研究所

备注：2023 年全球合计铁矿石产量统计口径来源于 USGS

2024 年铁矿石需求量下行，随着全球经济复苏、国内粗钢产量调控政策延续，2025-2027 年全球铁矿石需求量或将小幅回升。据估计，由于 2024 年全球制造业疲软，钢铁需求下行，2024 年全球铁矿石需求量为 24.84 亿吨，同比下降 1.27%。2025 年起随着各国经济缓步复苏，全球钢铁需求或将进入一个广泛温和增长的阶段，但同时由于铁矿石消费量大国中国对粗钢的产量调控政策，预计 2025-2027 年铁矿石需求量与 2024 年需求量基本持平，同比增速分别为 0.19%、0.73%和 0.82%。

表 9：2024-2027 年全球铁矿石需求量测算（单位：万吨）

铁矿石需求	国家	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
高炉生铁+直接还原铁	中国	135083	131030	128409	127125	125854
	印度	27883	28699	31139	33786	36657
	日本	10241	9933	10102	10274	10449
	美国	4624	4604	4696	4790	4886
	韩国	7121	6943	6902	6860	6819
	德国	3655	3778	3993	3993	3993
	土耳其	1179	1382	1382	1382	1382
	巴西	7108	7321	7541	7767	8000
	其他	54727	54727	54727	54727	54727
全球合计		251620	248418	248891	250704	252767

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

全球增速	1.28%	-1.27%	0.19%	0.73%	0.82%
------	-------	--------	-------	-------	-------

数据来源：世界钢铁协会，Mysteel，东方证券研究所

根据 2024-2027 年全球铁矿石产量和需求量定量测算结果，可以制作全球铁矿石供需平衡表。由于海外主流矿企扩产，且从 2025 年开始集中释放产能，2024-2027 年全球铁矿石产量逐年提升，然而受全球制造业疲软、居民消费意愿下降影响，2024 年全球铁矿石消耗量下行，预计从 2025 年开始全球铁矿石需求量或将小幅增长。因此 **2024-2027 年总体而言预计全球铁矿石处于过剩状态，且逐年加剧。**

表 10：2024-2027 年全球铁矿石供需平衡表（单位：万吨）

		2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
铁矿石供给	全球总计	253000	253159	258942	269494	276894
	全球增速		0.06%	2.28%	4.08%	2.75%
铁矿石需求	全球总计	251620	248418	248891	250704	252767
	全球增速		-1.27%	0.19%	0.73%	0.82%
供给-需求		1380	4741	10051	18790	24127
过剩比例		0.55%	1.87%	3.88%	6.97%	8.71%

数据来源：世界钢铁协会，USGS，公司官网，公开资料整理，东方证券研究所

五、投资建议：钢铁盈利有望回流国内，重视钢铁板块系统性机会

铁矿石扩产项目 2025 年起开始集中落地，供给侧产量将增长显著，需求侧预计仅有小幅增长，铁矿石供给中期过剩或成定局。供给侧，铁矿石供给侧呈现四大矿山垄断格局，随着全球矿企扩产项目于 2025 年集中释放产能，其中中方钢铁企业如宝武集团参与并持有权益的西坡项目、Onslow 项目、西芒杜项目均在 2024、2025 年开始投产，未来铁矿石供给端的增量显著。特别是西芒杜铁矿中期有望实现年产 1.2 亿吨铁矿石，冲击全球第五大矿山的地位，将较大程度上打破铁矿石寡头垄断的竞争格局，具有深远意义。需求侧，受到钢铁消费第一大国的中国国内房地产行业下行影响，铁矿石需求呈现稳中有降态势。尽管全球范围内印度等新兴经济体的钢铁行业预计会有迅速发展，但未来随着国内对粗钢生产维持调控的政策预期，预计铁矿石需求端或仅有小幅增长，增量远远小于供给端的产量增长。

根据我们的预测估算，2024-2027 年铁矿石总体将呈现供给过剩的行业格局，随之带来的就是较为确定的铁矿石价格下行，有利于钢铁企业利润上行。铁矿石作为生产钢铁的主要原材料之一，其价格是生产钢铁的重要成本构成。根据 Mysteel 数据统计，铁矿石的价格与各种钢材的利润呈负相关，因此我们预计，随着铁矿石供给过剩格局形成，铁矿石价格下降，将对钢铁产业中游以生产钢材作为主营业务的企业带来利好。

图 38：进口铁矿石价格与钢材利润呈负相关



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

备注：进口铁矿石价格选取 Mysteel 铁矿石价格指数：绝对价格指数；铁矿：进口：中国（日）

建议关注钢铁行业中游以生产钢材作为主营业务的企业，普钢方面，建议关注三钢闽光(002110，未评级)、新钢股份(600782，未评级)、宝钢股份(600019，未评级)、山东钢铁(600022，买入)等，同时建议关注盈利较为稳健、分红水平较高、同时受益于制造业复苏的南钢股份(600282，买入)、中信特钢(000708，买入)等。

风险提示

铁矿石项目投产进度不达预期的风险：若各大矿企铁矿石项目扩产不及预期，则存在铁矿石供给端增速放缓，造成供需平衡表测算结果偏差的风险。

宏观经济波动风险：若宏观经济增速发生较大波动，则下游需求或将受到影响，存在铁矿石需求端增速不达预期的风险。

下游需求不达预期的风险：若下游住房建筑业、造船等领域需求不及预期，则存在铁矿石需求端增速不达预期的风险。

假设条件变化影响测算结果风险：报告中相关测算基于各项假设进行，存在假设不达预期造成测算结果偏差的风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有新钢股份(600782，未评级)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。