



2022年10月7日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：盛文宇

• 从业资格编号 F3074487
• 投资咨询编号 Z0015486
shengwenyu@jinxinqh.com



随波逐流，锚定“钢需”

内容提要

自二季度开始，铁矿运行逻辑由供应端切换至需求端，国内需求始终不及预期，钢铁产业出现一波犀利的负反馈，价格-开工-原料共振下行。叠加海外 PMI 回落，世界钢铁价格大幅回落，生铁产量持续低迷。截至三季度末，铁矿价格走势依然比较疲软，钢厂利润有限，铁矿价格上行驱动不足，且新加坡掉期走势更加弱于连铁，显示海外需求依然疲软。

需求方面，钢铁产业链原料已经和钢材终端需求锚定，目前 240 万吨铁水的高产量，乍一看是支撑原料需求的利好数据，然而最终能否维持这么高的生产负荷，依旧得看终端需求是否能够消化。我们认为高产量对于炉料而言是短多长空的因素，一旦需求预期证伪，则整个产业链重心再度下降将再度袭来。

与利润低位的钢材相比，估值仍相对较高的成本端，仍有松动的可能性。展望四季度，我们认为若负反馈再度出现，则铁矿石去库的趋势将快速被扭转。根据铁矿石的成本曲线预估，铁矿石在 80 美金左右的支撑仍是重要关口，距离目前 95 美元左右的价格有 15% 左右的空间。

操作建议

从估值上看，铁矿估值仍高于钢材。叠加铁矿在行情波动时具备更高的弹性，因此在当四季度钢材需求再度被证明不济之时，铁矿仍是更优的空配选择。

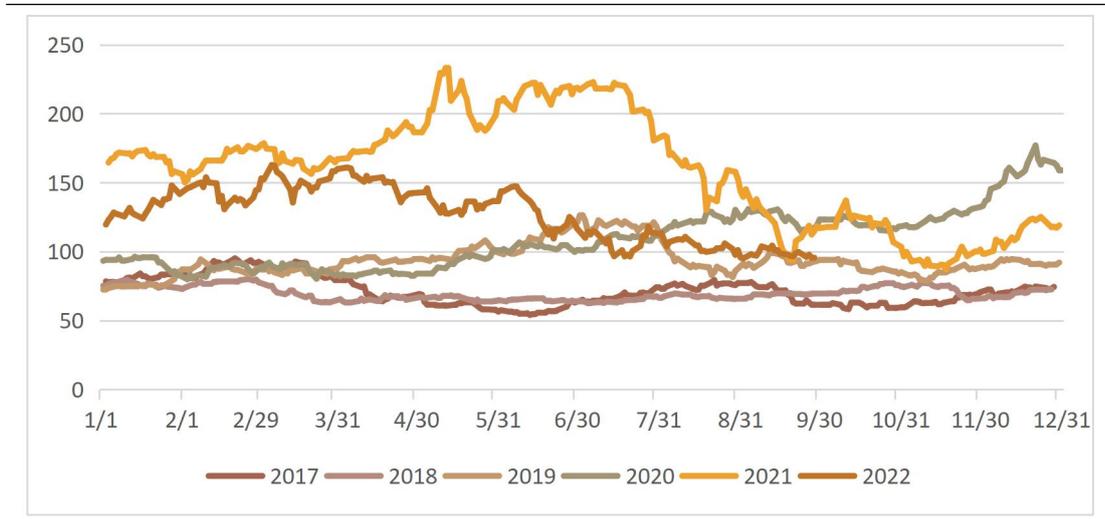
风险提示

- 1、海外矿山发生不可抗力减产
- 2、国内钢铁需求超预期

一、核心逻辑

1、行情回顾：预期破灭与海外压力

图 1：中国北方 62%Fe:CFR



资料来源：Wind，优财研究院

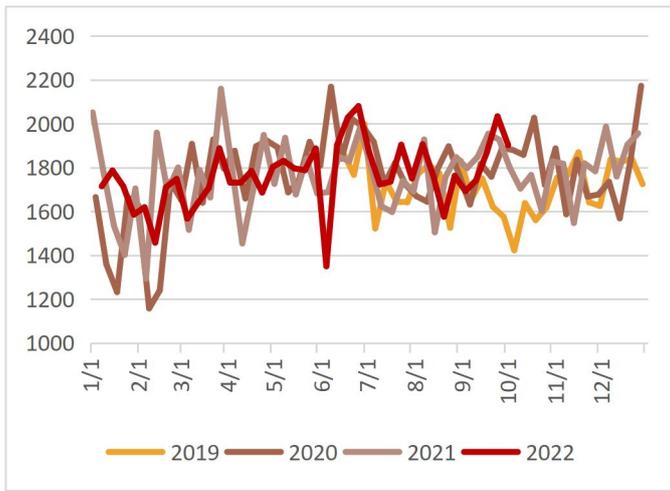
自二季度开始，铁矿运行逻辑由供应端切换至需求端，国内需求始终不及预期，钢铁产业出现一波犀利的负反馈，价格-开工-原料共振下行。叠加海外 PMI 回落，世界钢铁价格大幅回落，生铁产量持续低迷。截至三季度末，铁矿价格走势依然比较疲软，钢厂利润有限，铁矿价格上行驱动不足，且新加坡掉期走势更加弱于连铁，显示海外需求依然疲软。

2、供应：力拓供应回升，Vale 下调目标，乌、印影响非主流总量

前三季度，澳洲发运同比先减后增，主要源于力拓置换项目最终投产，提升供应。巴西方面，发运始终同比下降。非主流矿的发运震荡走低，主要因俄乌冲突以及印度大幅调高铁矿出口关税影响。

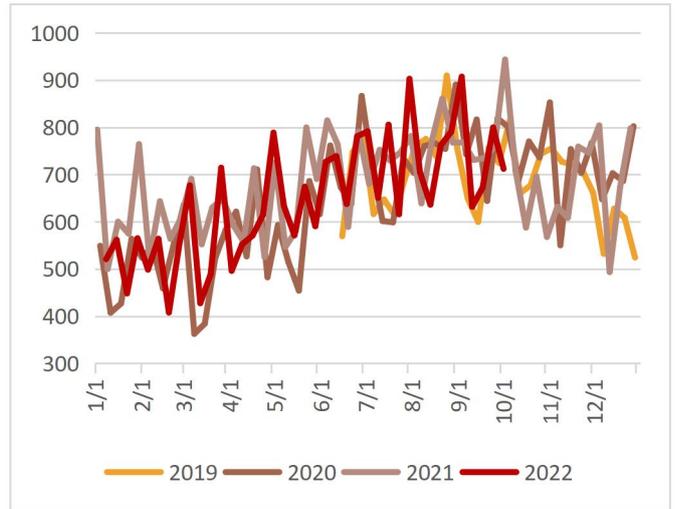
四大矿山方便，力拓 Gudai-Darri 项目带来 PB 粉块明显增量。巴西淡水河谷二季度产量环比有所回升，但上半年产销不及预期，下调 2022 财年目标至 3.1-3.2 亿吨。必和必拓表现也较为抢眼，二季度产量环比增长 7%，新财年目标上限增加至 2.9 亿吨，FMG 二季度发运量环比增加 6%，2023 财年目标上调至 1.87-1.92 亿吨。

图 2：澳洲港口发运（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 3：巴西港口发运（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 4：澳洲港口发运累计（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 5：巴西港口发运累计（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

澳洲三大矿山方面，力拓二季度皮尔巴拉业务铁矿石产量为 7864.3 万吨，环比增加 10%，同比增加 4%。二季度产量表现不错，较一季度大幅增加，主要是由于对矿区的运行状况的持续关注和产能替换库戴德利项目（Gudai-Darri）的投产。全年发运指导目标仍保持在 3.2-3.35 亿吨。

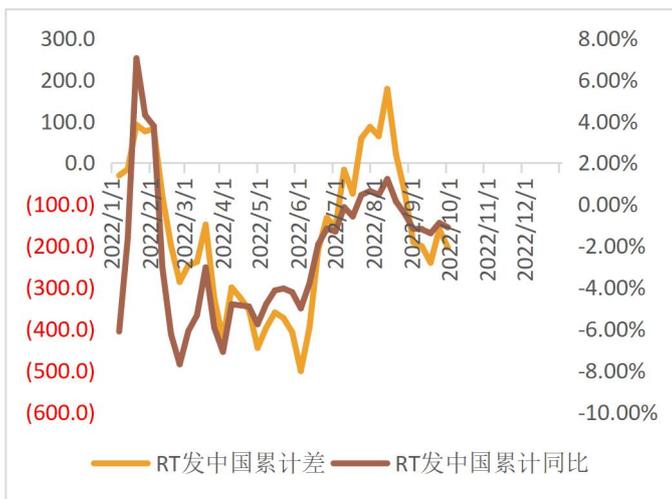
必和必拓 South Flank 矿区项目将提前达到 8000 万吨的计划产能，二季度其已经达到 6700 万吨，这有助于 Mining Area C（MAC）矿区的粉矿销量实现同环比增加。2023

财年（2022年7月至2023年6月）铁矿石目标指导量2.78-2.9亿吨，财年目标下限不变，上限提高200万吨。

FMG2022财年铁矿石总发运量为1.89亿吨，超过了2022年财年的目标指导上限（1.88亿吨）。主要由于Eliwana项目2021年初顺利达产提供增量和整个供应链的出色表现。2023澳大利亚财年发运目标提升至1.87-1.92亿吨。明年Iron Bridge项目计划于2023年一季度首次生产，后续增量也将逐步体现。

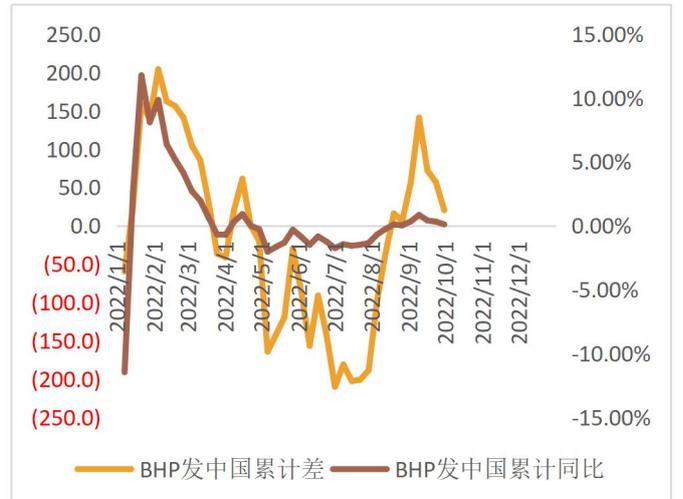
巴西方面，淡水河谷（Vale）2022年铁矿石产量将为3.1-3.2亿吨，而此前的指引为3.2-3.35亿吨，下调幅度为500-1000万吨。淡水河谷将业绩指引下调归因于出售Midwestern System铁矿石资产的影响，并称“鉴于目前的市场状况”，正在寻求更大的生产灵活性。

图6：RT发中国同比



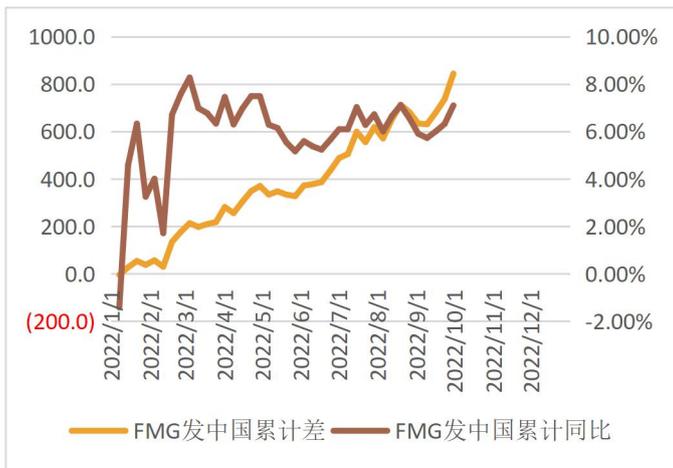
资料来源：Mysteel，优财研究院

图7：BHP发中国同比



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 8: FMG 发中国同比



资料来源: Mysteel, 优财研究院

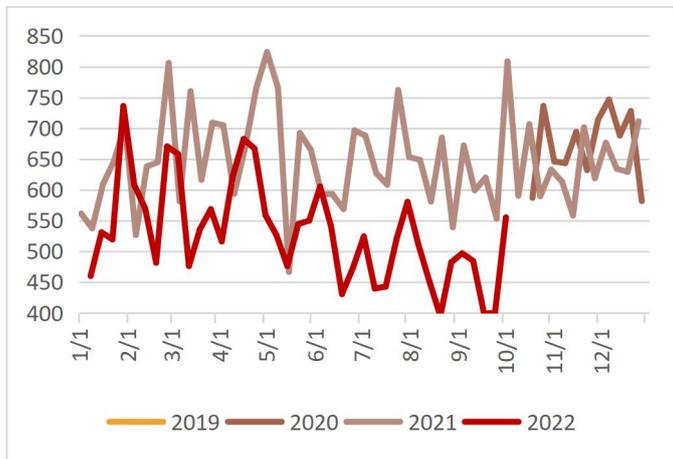
图 9: Vale 发运同比



资料来源: Mysteel, 优财研究院

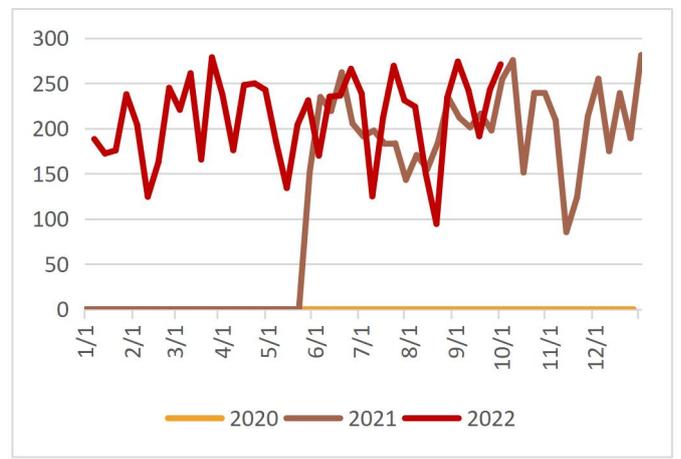
非主流矿方面, 根据 Hifleet 统计数据显示澳洲非主流 2022 年累计发货 10513.1 万吨, 去年同期 10580.9 万吨。巴西非主流 2022 年累计发货 5899.9 万吨, 去年同期 5549.4 万吨。

图 10: 非主流国家发运 (周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

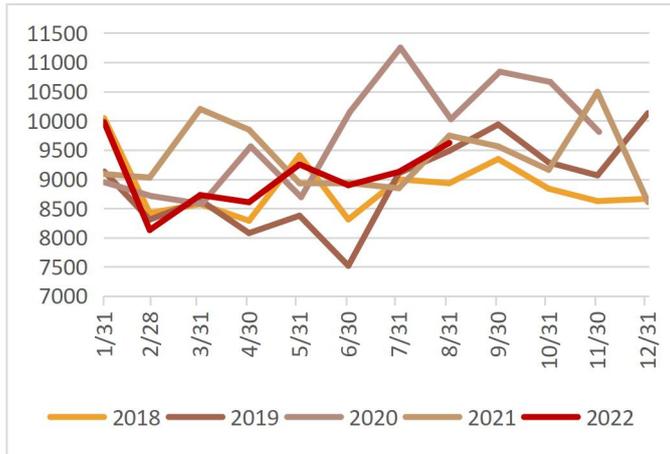
图 11: 澳洲非主流发中国



资料来源: Mysteel, 优财研究院

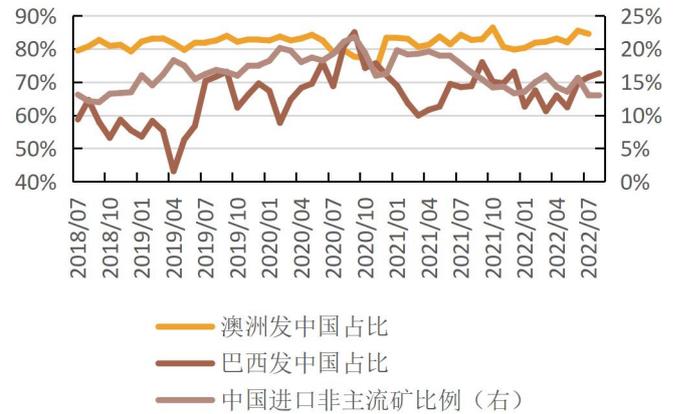
根据 Hifleet 统计数据显示, 截至三季度末, 南非 2022 年累计发货 5938.7 吨, 去年同期 3754.3 万吨。加拿大 2022 年累计发货 5307.7 万吨, 去年同期 5275.7 万吨。秘鲁 2022 年累计发货 1572.3 万吨, 去年同期 1380.0 万吨。智利 2022 年累计发货 697.0 万吨, 去年同期 1156.2 万吨。毛里塔尼亚 2022 年累计发货 971.8 万吨, 去年同期 984.6 万吨。

图 12: 中国铁矿石进口国别合计 (万吨)



资料来源: 海关总署, 优财研究院

图 13: 中国进口铁矿及澳巴发中国占比 (%)

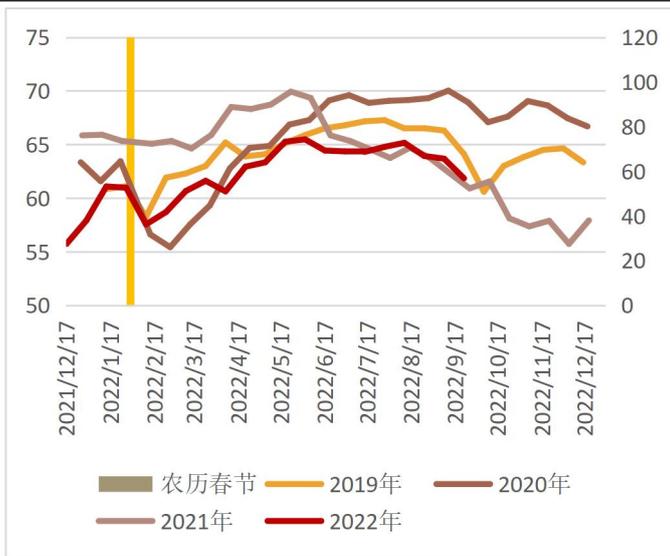


资料来源: 海关总署, 优财研究院

从澳洲、巴西发往中国的占比上看, 澳洲今年发往中国比例维持在 80%左右, 而且不断小幅走高。巴西发往中国占比在一季度触底后开始回升, 截至 8 月末, 发往中国比例已经回升至 72.64%。主流国家的发运分配显示出在海外需求不济的情况下, 货源向中国倾斜。中国进口非主流矿的比例较低, 主要因今年乌克兰、印度铁矿出口受到明显限制。

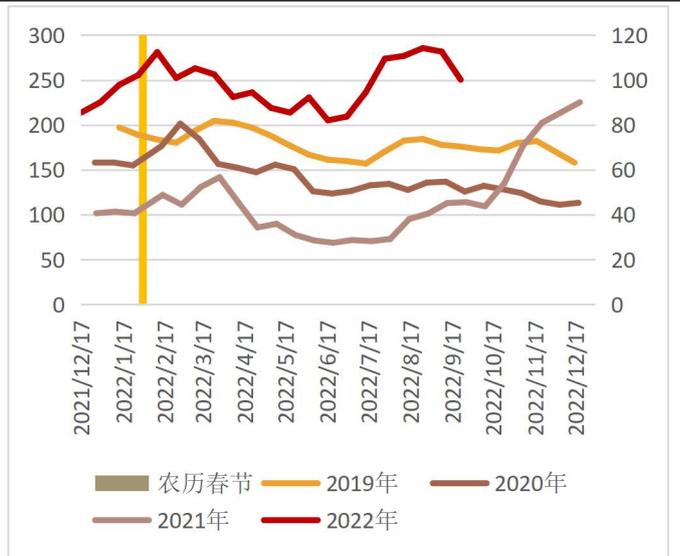
根据 mysteel 数据显示, 今年国产矿山产能利用率偏低, Q1 受到了冬奥会的影响, Q2 铁矿价格回落, Q3 因矿难影响开工进一步下滑。目前国产精粉的矿山库存同比仍然位于高位, 库存压力相对较大。

图 14: 矿山产能利用率: 全国 186 家矿山企业 (363 座矿山)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 15: 矿山铁精粉库存: 全国 126 家矿山企业 (266 座矿山)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

8 月份 Mysteel 新口径 433 家国内矿企累计生产铁精粉 2381.01 万吨, 环比减少 51.5 万吨, 降幅 2.1%; 1-8 月累计产量 18939.9 万吨。(单位: 万吨)

表 1: Mysteel 铁精粉 8 月产量

Mysteel 铁精粉月度精粉产量调研 (单位: 万吨)					
区域	本月产量	上月产量	环比增量	环比增幅	累计产量
东北	466.8	487	-20.1	-4.10%	3722.4
华北	1002.6	1033.6	-31	-3.00%	7821.8
华东	364.7	373	-8.3	-2.20%	3118.6
华南	34	37.5	-3.5	-9.20%	292.3
华中	63.6	70.2	-6.6	-9.40%	557.1
西北	157.4	140.8	16.6	11.80%	1114.8
西南	291.9	290.5	1.4	0.50%	2312.8
总计	2381	2432.5	-51.5	-2.10%	18939.9

资料来源: Mysteel, 优财研究院

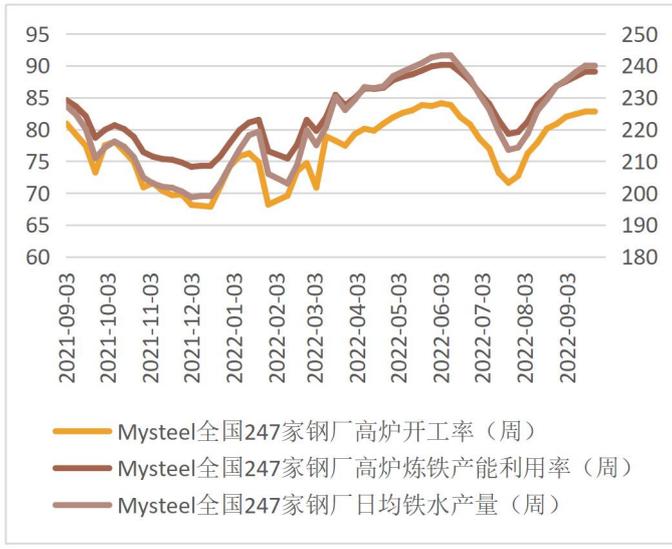
2022 年 1 月 10 日中国钢铁工业协会第六届会员大会三次会议在京召开。经过深入调研分析, 钢协提出了旨在加强资源保障的“基石计划”建议, 明确了铁资源的废钢、国内铁矿、海外铁矿三大来源在 2025 年、2030 年和 2035 年三个时间节点的供给目标。

3、需求: 产业共振强化, 锚定钢材需求

今年钢厂铁水一度由高点日均 243 万吨骤降至 213 万吨, 临近三季度末, 铁水再次回升至 240 万吨高位水平。我们认为钢铁产业链原料已经和钢材终端需求锚定, 在钢厂低利润背景下, 一旦下跌就会出现负反馈。目前 240 万吨铁水的高产量, 乍一看是支撑原料需求的利好数据, 然而最终能否维持这么高的生产负荷, 依旧得看终端需求是否能够消化。

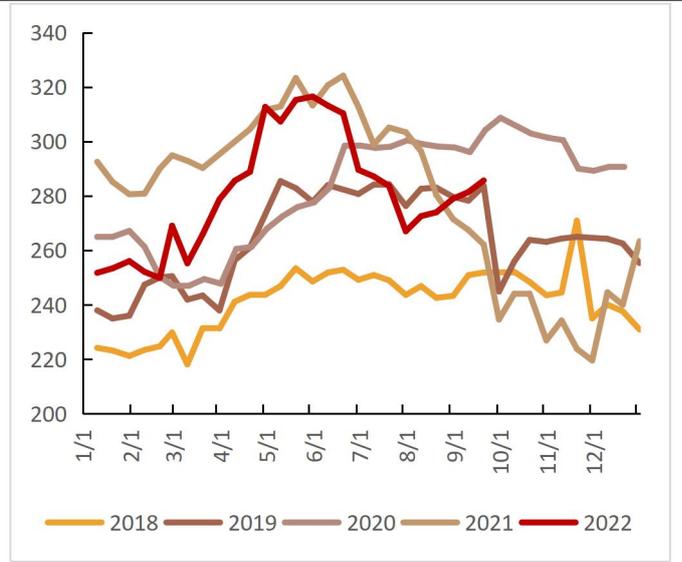
我们认为, 今年粗钢产量市场化下降, 钢厂依靠减少供应达到暂时的供需平衡, 因此压减粗钢产量的政策迟迟没有出台, 甚至有没有出台的必要性了。在没有行政性强制减产的压力下, 钢厂预计仍将维持较高的产量, 但我们认为高产量对于炉料而言是短多长空的因素, 一旦需求预期证伪, 则整个产业链重心再度下降将再度袭来。

图 16: 247 家钢厂开工情况



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 17: 预估全国日均粗钢产量 (万吨/旬)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

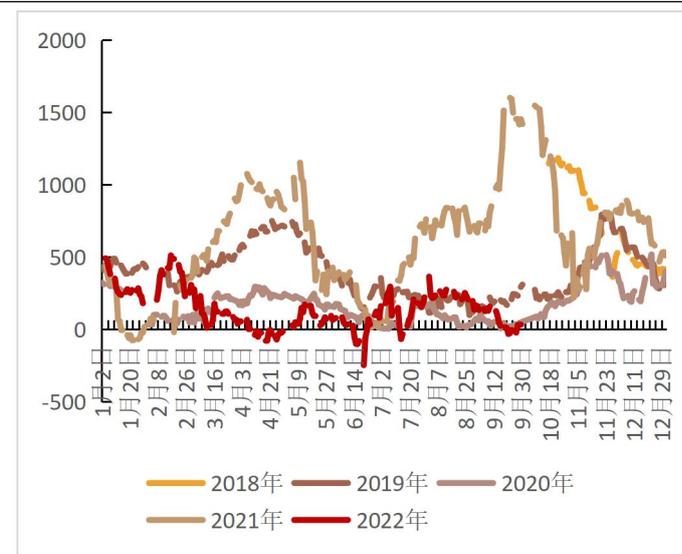
目前钢厂利润已经受到了极大的冲击，根据模型测算，螺纹北方利润估计在 300 元左右，随着天气转冷，北方现货将季节性弱于南方，钢厂利润将出现回落。华东地区长流程利润依然是盈亏平衡附近。在目前的钢厂利润情况下，钢厂不再会像过去对于原料有强有力的补库。

图 18: 钢材分品种利润(即期)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

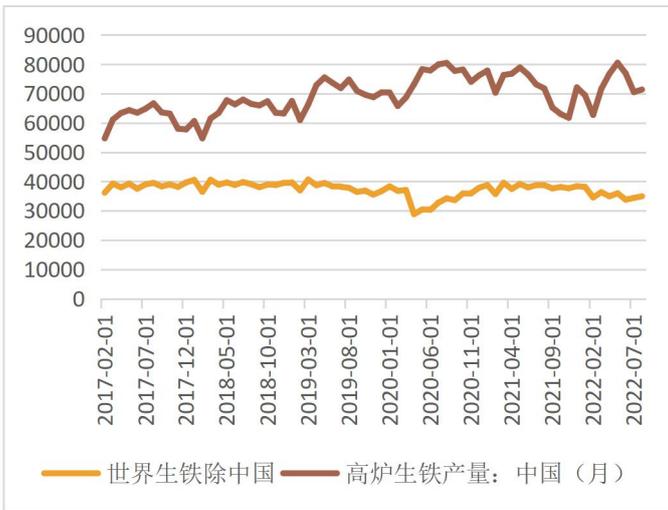
图 19: 螺纹华东长流程利润(元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

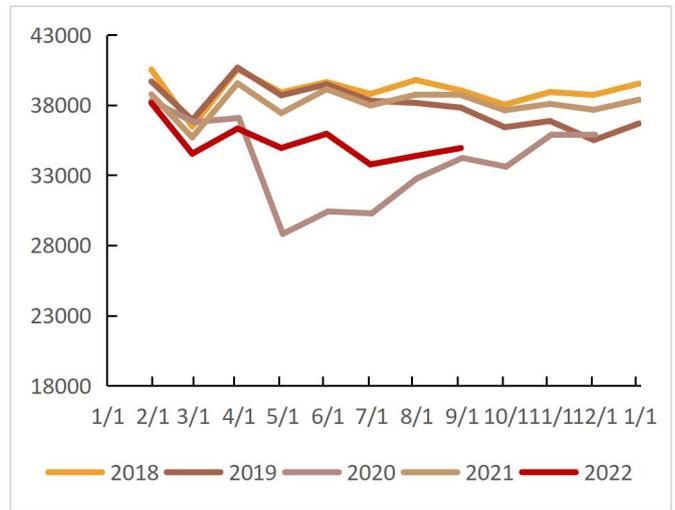
海外需求方面，前三季度海外生铁产量同比往年显著偏低，叠加俄乌冲突以及欧洲能源价格高企造成的影响，部分钢厂出现减产和停产的情况。在海外连续加息的影响下，欧美 PMI 开始不断回落，尤其是欧元区 PMI 已经重回荣枯线以下，对钢铁需求的拖累较为明显。目前海外加息周期仍未完结，预计四季度海外生铁产量难有明显恢复。

图 20：中外生铁产量对比



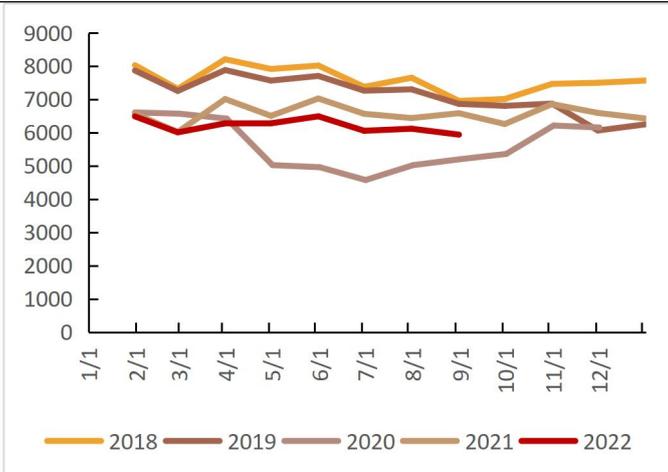
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 21：世界高炉生铁（除中国）



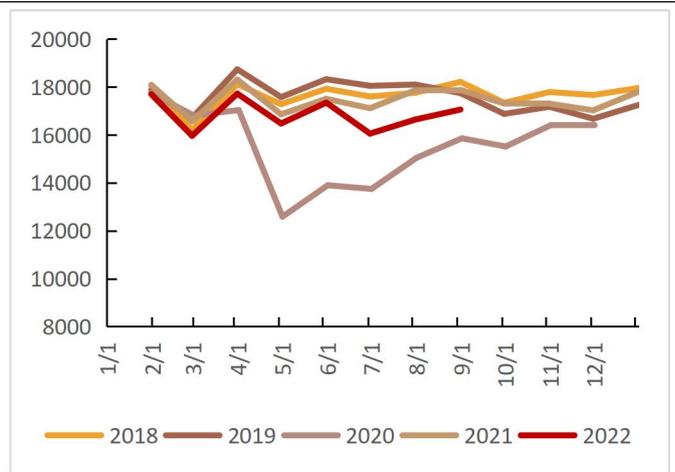
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 22：欧盟生铁产量（千吨）



资料来源：世界钢协，优财研究院

图 23：亚洲生铁产量（除中国）（千吨）



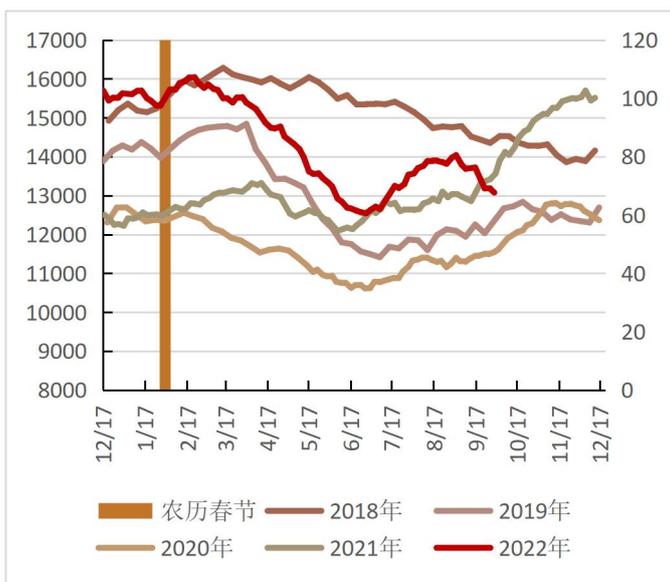
资料来源：世界钢协，优财研究院

4、库存：港口库存中性水平，钢厂补库力度一般

今年因国内粗钢主要由废钢的减量贡献，生铁产量尚可，叠加非主流国家发运减少因此铁矿石港口库存反而出现下降。不过展望四季度，澳洲与巴西开始加大对于中国的供应、采暖季钢厂有限产可能港口库存预计将出现回升。

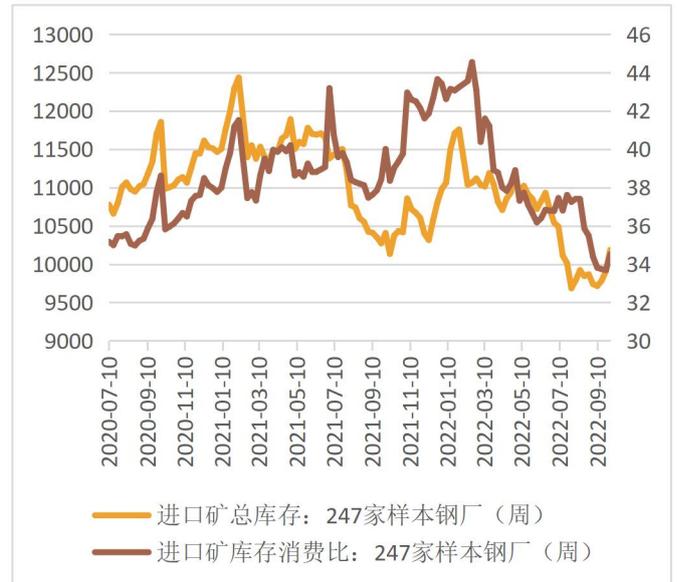
钢厂方面，对于铁矿石低库存的策略依旧在延续，虽然目前铁水产量位于年内次高的240万吨左右，但是钢厂心态悲观，利润情况也不好，并没有大幅补库的动力，而且目前钢厂权益库存天数仍有30天以上水平，相较于其他原料尚处偏高水平。

图 24：全国 45 港口铁矿石库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 25：247 钢厂进口矿库存（万吨）

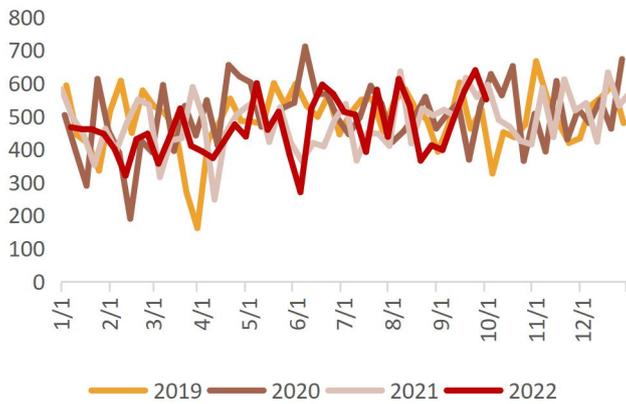


资料来源：Mysteel，优财研究院

二、基础数据图解

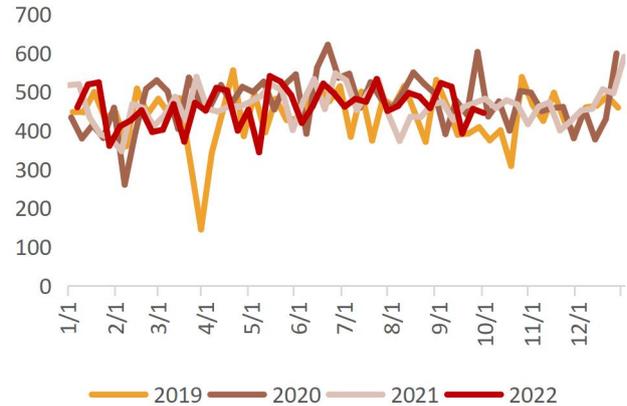
1、四大矿山发运情况

图 26: 力拓铁矿石发货量: 至中国 (万吨/周)



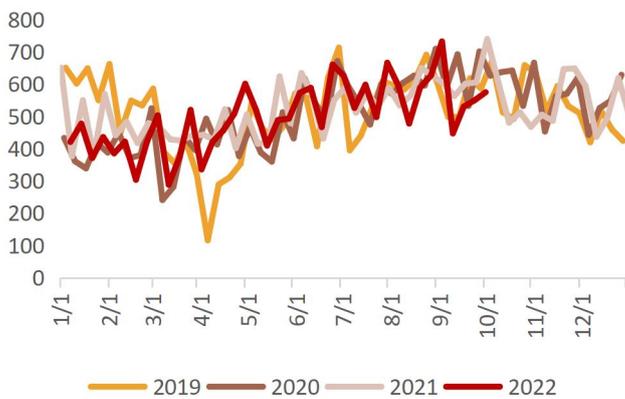
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 27: 必和必拓铁矿石发货量: 至中国 (万吨/周)



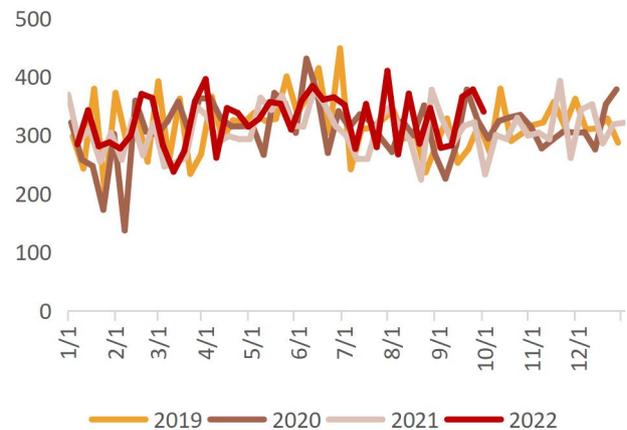
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 28: FMG 铁矿石发货量: 至中国 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

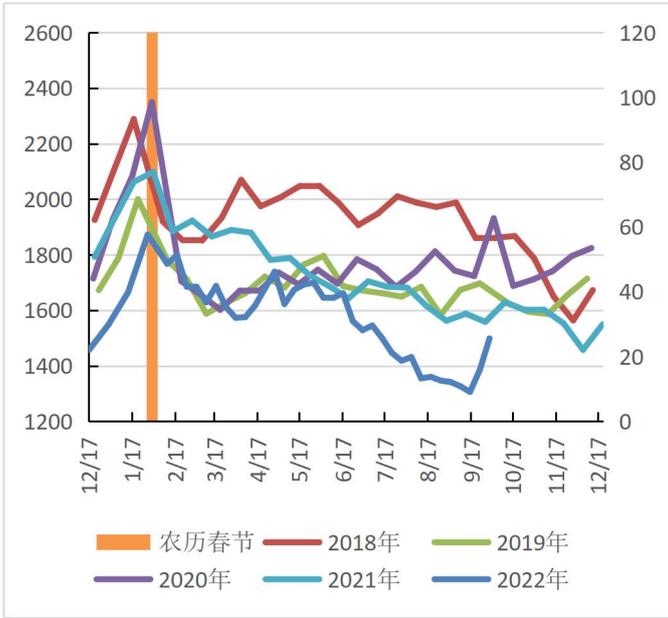
图 29: 淡水河谷铁矿石发货量 (万吨/周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

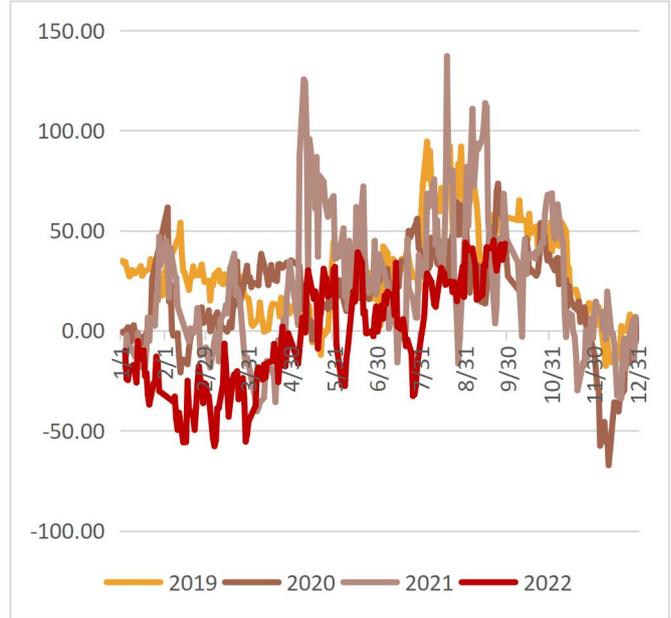
2、钢厂库存等

图 30: 国产矿烧结粉矿总库存: 64 家样本钢厂(周)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 31: 矿石进口利润模型 (元/吨)



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 32: 114 家钢厂入炉配比



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 33: 114 家钢厂烧结矿情况



资料来源: Mysteel, 优财研究院

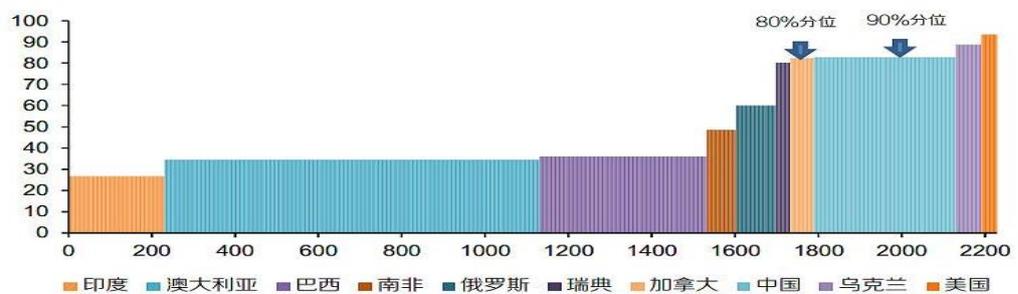
三、综合分析策略建议

我们认为，随着美联储持续加息以及缩表，全球的宏观流动性将会继续退潮。在这种背景下，我们对于整个黑色板块而言，中期的观点还是偏谨慎。

需求方面，我们认为钢厂对于铁矿石的需求更加锚定钢材的需求。虽然地产政策在放松，但是从目前的覆盖面来看，还是集中在一些弱二线和三四线的城市。居民的购买力度下降是不争的事实，限购限售以及房贷利率下调能否转换成销售的增长，再到施工以及竣工的增长，其实需要时间去传导。而且房企自去年三季度开始放缓拿地，储备用地偏低会限制新开工面积，从而拉长钢材需求复苏的周期。

目前钢材处于供需两弱的格局，成本端暂时有一定支撑，但是钢厂产能过剩背景下利润始终不佳，以我们对钢材四季度的需求预期判断，钢厂利润难因钢材独自上涨而扩张。相比较之下，估值仍相对较高的成本端，仍有松动的可能性。展望四季度，我们认为钢厂对于铁矿石的需求依然锚定钢材的需求，若负反馈再度出现，则铁矿石去库的趋势将快速被扭转。

图 34：铁矿石成本曲线 2020



资料来源：USGS，优财研究院

若四季度再次出现黑色产业整体的负反馈，铁矿价格或将再度考验成本支撑。根据铁矿石的成本曲线预估，铁矿石在 80 美金左右的支撑仍是重要关口，距离目前 95 美元左右的价格有 15%左右的空间。

从估值上看，铁矿估值仍高于钢材。叠加铁矿在行情波动时具备更高的弹性，因此在当四季度钢材需求再度被证明不济之时，铁矿仍是更优的空配选择。

风险提示 海外矿山发生不可抗力减产、国内钢铁需求超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>