



2022年4月4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

邮箱：shengwenyu@jinxinqh.com



强弩之末碰金顶 逢高沽空正当时

内容提要

铁矿供应端值得关注的是力拓集团的产能置换项目是否能够在上半年如期投产。此外，目前高矿价背景下，非主流矿的产量复苏是大概率事件，包括传统非主流国家、国产矿以及乌克兰铁矿海运转陆运的情况。我们认为，随着美联储的加息以及缩表，全球的宏观流动性将会快速的退潮。在此背景下，我们对于整个黑色板块长期的观点偏谨慎。国内政策方面，发改委对于铁矿石保供压价的指引也不容忽视。

需求方面，我们认为钢厂对于铁矿石的需求已经开始锚定钢材的需求。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，即使在二季度我们看到地产销售转暖，施工增长，但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。

若出现黑色产业整体的负反馈，或是国家出台如2021年一般严格的钢铁压减产量政策，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，铁矿石的满产平衡点预计在100美元附近。

操作建议

对冲策略，我们建议多配螺纹热卷，空配铁矿。

单边策略，建议在具备安全边际的条件下逢高沽空铁矿。

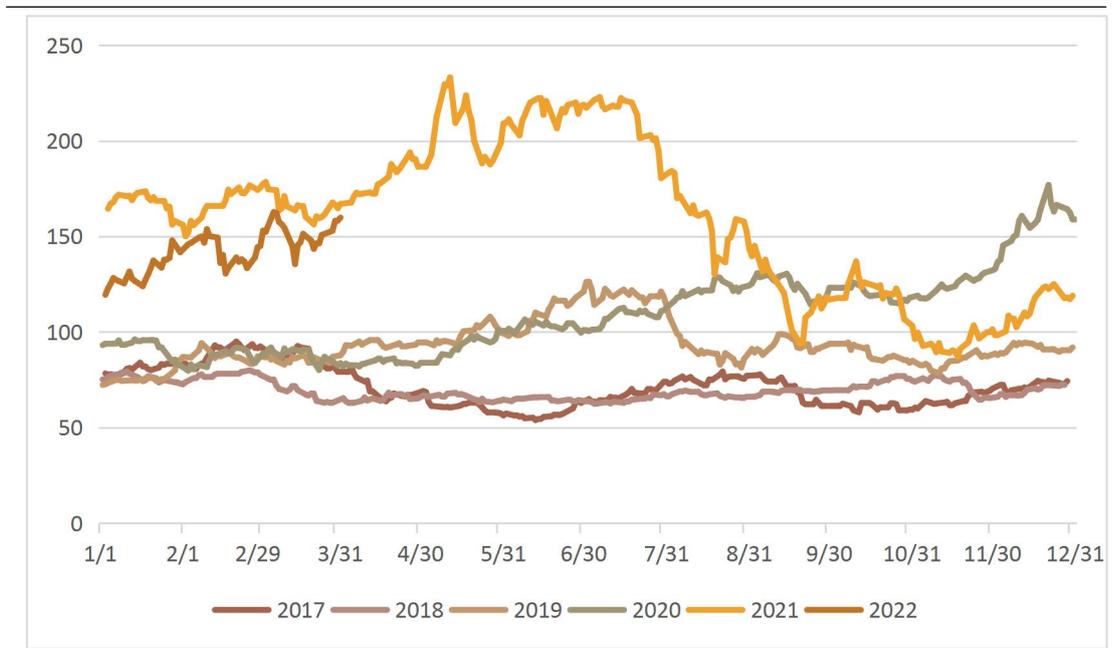
风险提示

- 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：复产预期与政策压力

图 1：中国北方 62%Fe:CFR



资料来源：Wind，优财研究院

一季度铁矿石运行逻辑比较清晰，两条主线，一条是基本面方面，巴西暴雨以及力拓发运偏弱，需求方面始终有冬奥会之后钢厂复产的预期，供应偏弱与极强的预期撑起铁矿石不断反弹的走势。不过自春节开始，发改委便频繁对铁矿采取了一系列调研以及打压的手段，使得铁矿石的上行途中产生了较大的回撤。

2、供应：力拓、巴西发运偏低，非主流全力恢复

一季度，澳洲发运同比先增后减，主要源于力拓发运明显偏低，澳洲三大主流矿山中，仅有 FMG 发运同比明显增加，其背后是超特长期高折扣促销的结果。巴西方面，截至 3 月末，Q1 发运同比下降超过 850 万吨，降幅达到-11.92%，主要因巴西暴雨频发所致。而非主流矿的发运开始明显的恢复，主要受益于不断上涨的矿价，截至 3 月末，普氏指数已经重回 160 美元的偏高水平，远超年初时大家的预期。

图 2：澳洲港口发运（万吨/周）

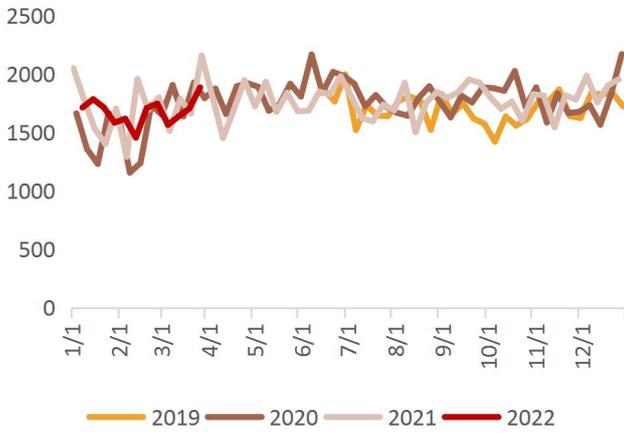
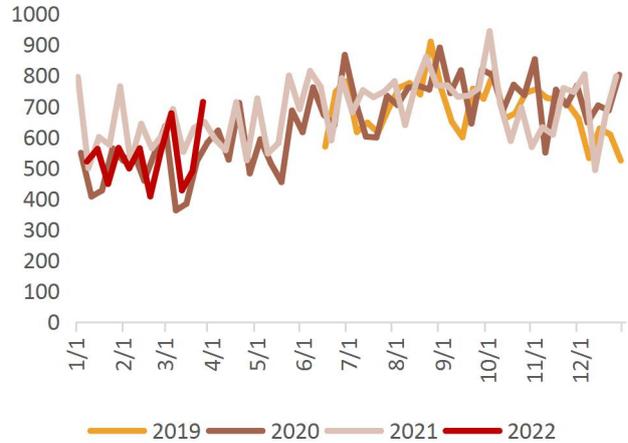


图 3：巴西港口发运（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

资料来源：Mysteel，优财研究院

图 4：澳洲港口发运累计（万吨/周）



图 5：巴西港口发运累计（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

资料来源：Mysteel，优财研究院

澳洲三大矿山方面，2022 年力拓皮尔巴拉铁矿石产量目标为 3.20-3.35 亿吨。力拓首席执行官 Jakob Stausholm 于 3 月 22 日表示，集团 4 个铁矿石产能替代项目预计在今年上半年完成，此项目将确保力拓今年铁矿石供应稳定。据悉，原定时间为 2021 年底，但由于疫情导致劳动力短缺，该项目被推迟。4 个替代项目总年产能 9000 万吨，总投资 50 亿美元。该项目主要是为了减少力拓核心生产基地皮尔巴拉地区铁矿石产量下降的影响。

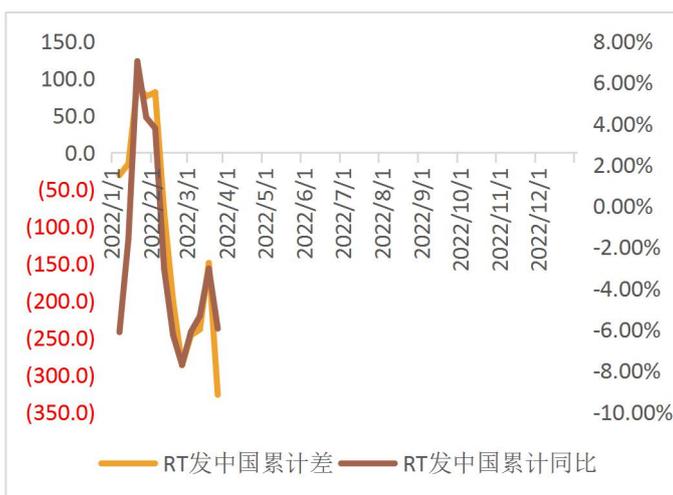
必和必拓 2022 财年（2021 年 7 月至 2022 年 6 月）铁矿石目标指导量 2.78-2.88 亿吨，保持不变。（目标产量根据 100%产销基准）。矿区新项目方面，South Flank 矿区计划在未来三年将年产能提升至 8000 万吨，目前年峰值产能 4500 万吨。同时 BHP 表示，South Flank 计划在 2022 年二季度开始装备自动化车队，该项目将历经 18 个月。巴西 Samarco 铁矿石项目四季度产量为 102 万吨。预计 2022 财年度该项目年目标产量达 300 至 400 万吨。（BHP 所属权益）。此外，必和必拓（BHP）表示在技术和加工方面取得突破后，其在西澳的杨迪（Yandi）矿区开采时间可以至少延长五年。

FMG2022 财年的发运目标和 C1 成本目标维持不变，发运目标指导量仍为 1.8-1.85 亿吨，C1 成本目标为 15-15.5 美元/湿吨。铁桥项目将于 2022 年 12 月开始生产，年产量为 2200 万吨，产品为 67%高品磁铁矿精粉。

2021 年前三季度澳洲与巴西累计发运出现明显分化，澳洲矿山发往中国体量同比负增长，海外高炉复产需求使得澳洲矿分流明显，在澳洲主流矿山供应并无明显增量的情况下，造成了发往中国总量下降的情况。

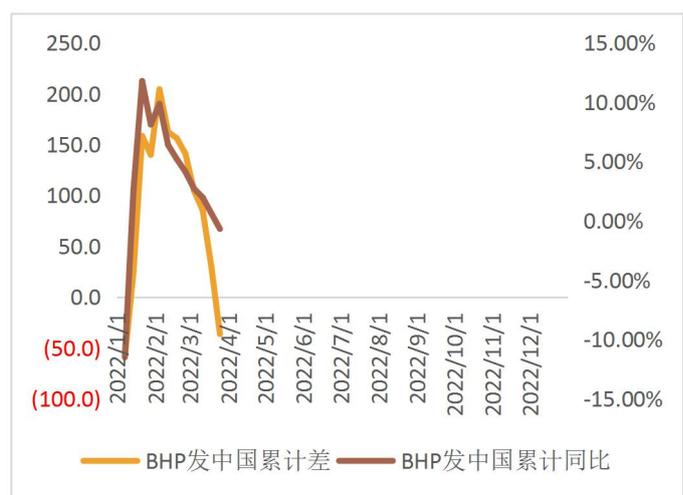
巴西方面，淡水河谷（Vale）预计 2022 年铁矿石产量 3.2-3.35 亿吨。此外，Vale 表示有信心在 2022 年完成铁矿石产能 3.7 亿吨的目标。

图 6：RT 发中国同比



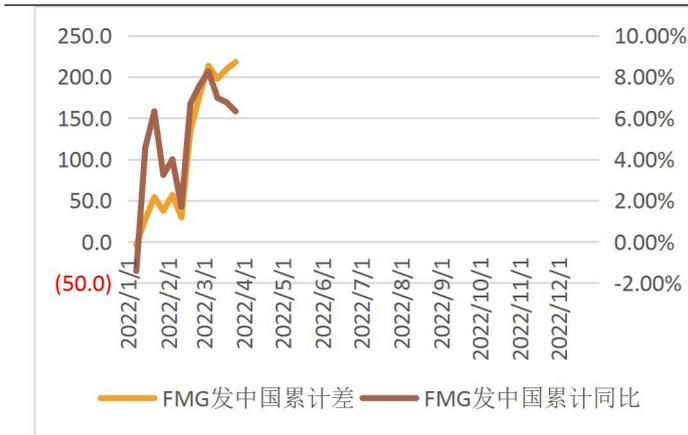
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 7：BHP 发中国同比



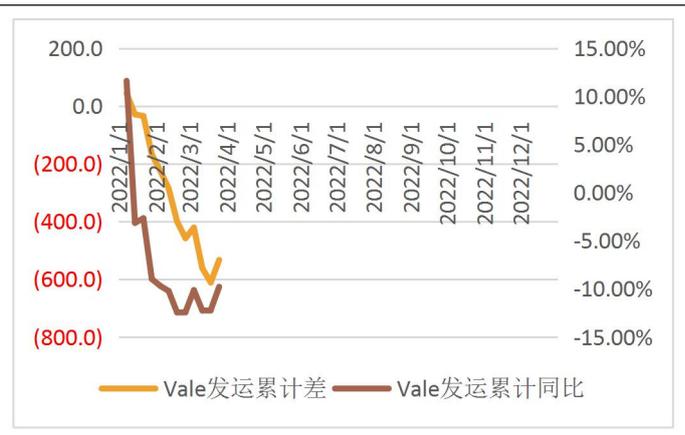
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 8: FMG 发中国同比



资料来源: Mysteel, 优财研究院

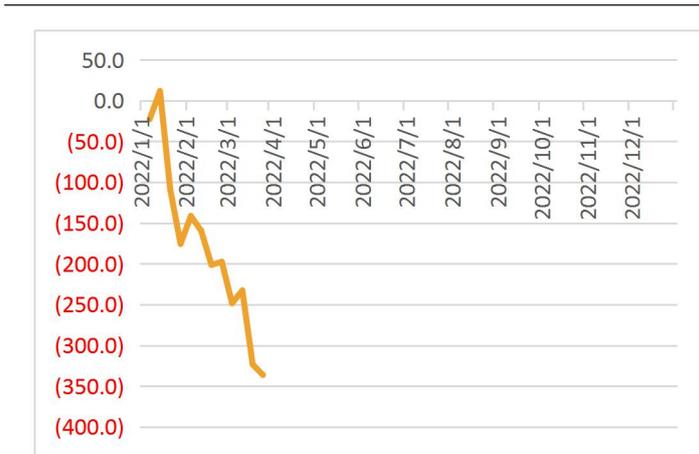
图 9: Vale 发运同比



资料来源: Mysteel, 优财研究院

非主流矿方面, 澳洲非主流 2022 年累计发货 3356.5 万吨, 去年同期 3336.7 万吨。

图 10: 巴西非主流发运累计差



资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 11: 澳洲扣除三大发往中国发运同比差

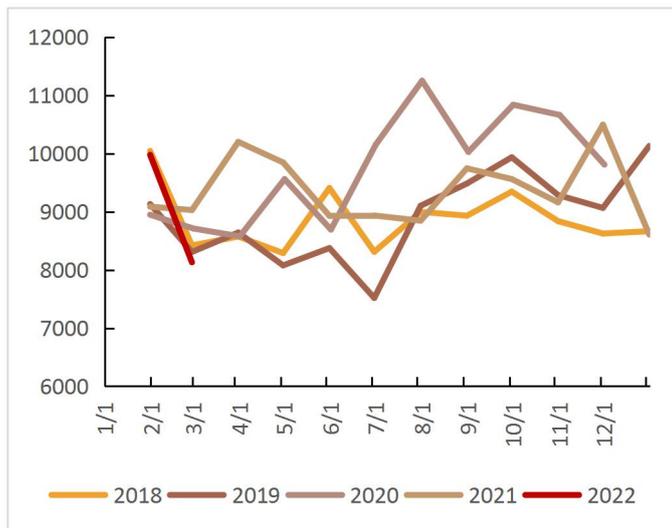


资料来源: Mysteel, 优财研究院

根据 Hifleet 统计数据显示, 截至一季度末, 南非 2022 年 Q1 累计发货 1858.3 万吨, 去年同期 1206.4 万吨。加拿大 2022 年累计发货 1381.9 万吨, 去年同期 1446.9 万吨。秘鲁 2022 年累计发货 536.8 万吨, 去年同期 519.7 万吨。智利 2022 年累计发货 160.8 万吨, 去年同期 280.2 万吨。毛里塔尼亚 2022 年累计发货 324.7 万吨, 去年同期 249.2 万吨。

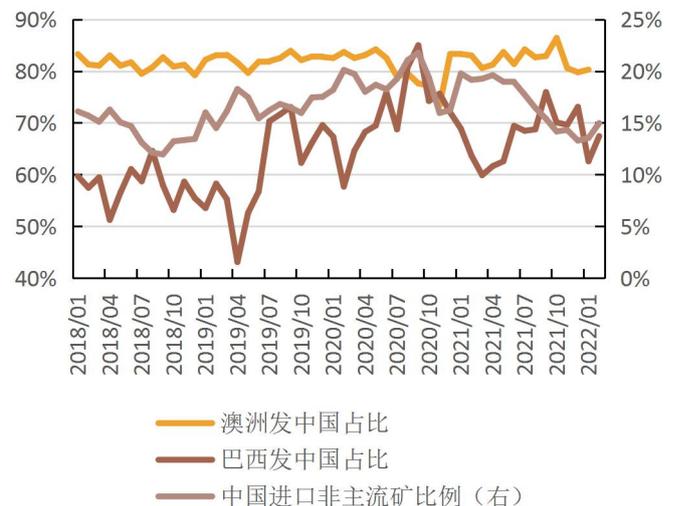
一季度俄乌风云搅动着全世界人民以及全球金融市场的心，乌克兰铁矿海运量基本归零，不过，供应并非完全中断。据媒体报道，3月乌克兰最大的钢铁制造商 Metinvest 往欧洲的铁矿石发运量翻了一倍。Metinvest 每年生产约 4000 万吨铁矿石。该公司通常每月向欧洲出口 50 万到 60 万吨铁矿石精矿或者球团，但是在三月份出口量几乎翻倍，达到 100 万吨以上。Metinvest 称其铁矿石资产已占到 2021 年生产总值的 40% 左右。其子公司 Kamet Steel 当前运营量约为去年的 60%，铁矿石储量足够满足其生产。而剩余的铁矿石则通过铁路出口。最新消息称，该公司部分钢铁业务在俄乌冲突中被重点保护中。

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，澳洲一季度发往中国比例维持在 80% 左右，与过往年份平均水平类似。巴西发往中国占比在 1 月触底后于 2 月开始回升。中国进口非主流矿的比例也在 2 月份出现显著回升，说明矿价的持续上行对于非主流矿的供应拉动还是比较明显。

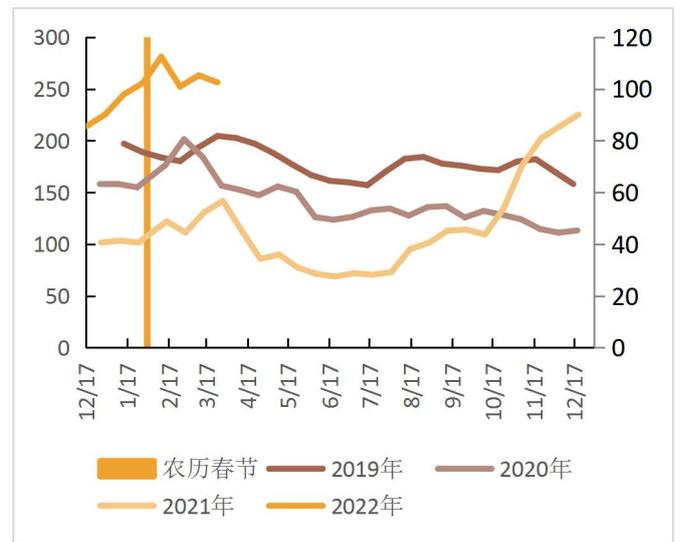
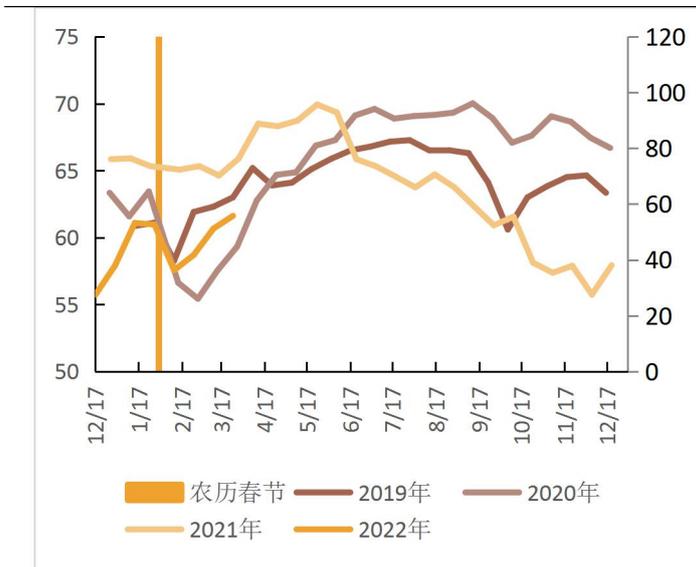
根据 mysteel 数据显示，一季度国产矿山产能利用率与往年季节性并无太大区别，不过也受到了冬奥会的影响，目前仍在增产周期之中。一季度国产精粉性价比一度较好，但目前国产精粉的矿山库存同比仍然位于高位，近期相对价格走势有所转弱。

图 14: 矿山产能利用率: 全国 186 家矿山企业

(363 座矿山)

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

资料来源: Citi research, 优财研究院

Mysteel 统计 1 月全国 332 家铁矿山企业铁精粉产量为 2115.1, 环比增 114.5, 增幅 5.7%; 累计同比减 192.3, 降幅 8.3%; 同期统计, 全国 186 家矿山企业产能利用率为 60.97%, 环比增 0.65%。Mysteel 统计 2 月全国 332 家铁矿山企业铁精粉产量为 1978.6, 环比减 136.5, 降幅 6.5%; 累计同比减 244.1, 降幅 5.6%; 同期统计, 全国 186 家矿山企业产能利用率为 60.66%, 环比增 1.96%。(单位: 万吨)

表 1: Mysteel 铁精粉 2 月产量

Mysteel 铁精粉月度精粉产量调研							
规模	本月产量	上月产量	环比增量	环比增幅	累计产量	累计增量	累计增幅
东北	421.6	425.5	-3.9	-0.9%	847.2	-35.6	-4.0%
华北	701.6	774.7	-73.1	-9.4%	1476.3	-320.4	-17.8%
华东	367.5	389.4	-21.9	-5.6%	756.8	36.0	5.0%
华南	26.5	41.8	-15.3	-36.6%	68.4	-8.5	-11.1%
华中	75.7	78.3	-2.6	-3.3%	154.0	9.6	6.6%
西北	114.0	117.4	-3.4	-2.9%	231.4	58.3	33.7%
西南	271.7	288.0	-16.3	-5.7%	559.7	16.5	3.0%
总计	1978.6	2115.1	-136.5	-6.5%	4093.7	-244.1	-5.6%

单位: 万吨

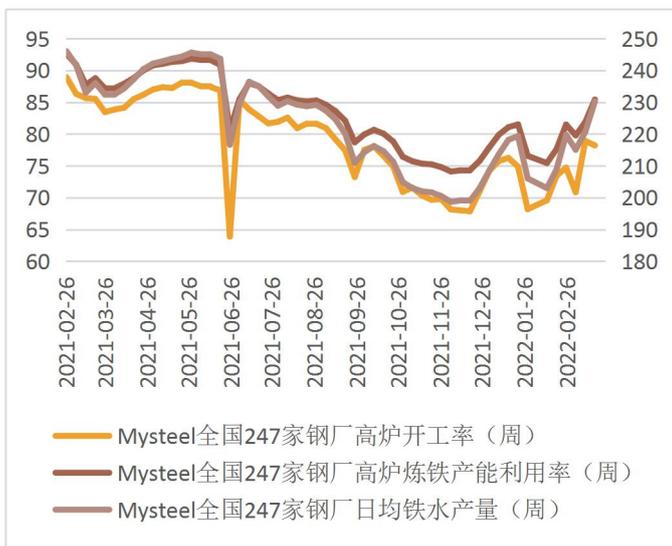
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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。可以看出从政策方面，国产铁矿的重要性已经得到了肯定，前几年频繁因政策减产的情况或不再会出现，叠加目前高矿价的背景下，预计二季度国产矿的产量仍然将快速提升。

3、需求：产业共振强化，锚定钢材需求

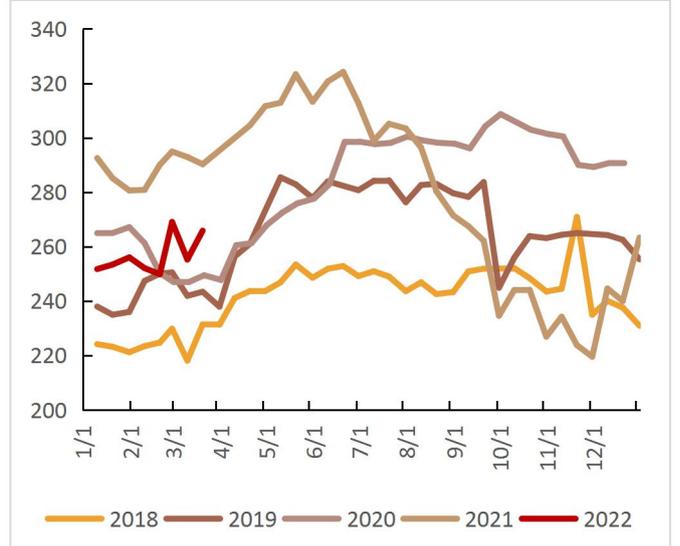
2022年一季度，因冬奥会的召开，北方2+26城市早早公布了限产流程以及计划，根据计划，重点城市粗钢产量同比2021年一季度需要下降30%左右。目前一季度限产看执行的效果较好，随着冬奥会以及两会的闭幕，钢厂产量开始进入爬坡期。市场普遍认为当铁水产量超过220万吨/日时，焦煤将有明显缺口，而当铁水产量超过230万吨/日时，铁矿的缺口开始显现。这也是自去年11月份以来，市场一直在交易的预期。

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）

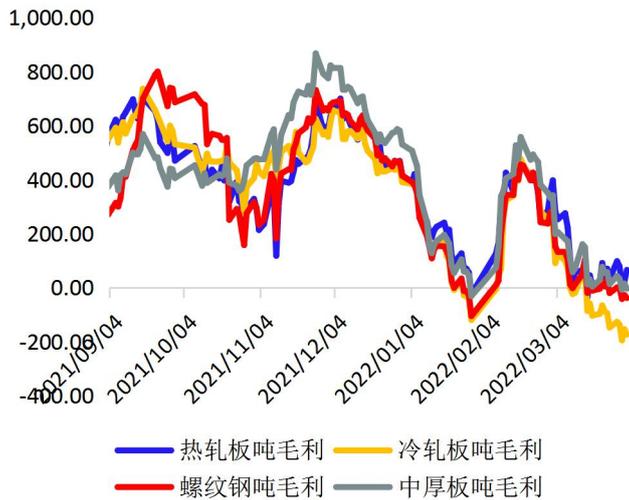


资料来源：Mysteel，优财研究院

然而目前钢厂利润已经受到了极大的冲击，根据模型测算，几大品种钢即期利润均已陷入了亏损。华东地区钢厂作为历年来盈利情况最好的钢厂，目前利润也已经所剩无几。目前钢厂低利润，高成本的迹象仍然突出，废钢、焦煤、铁矿在一季度不断上行吞

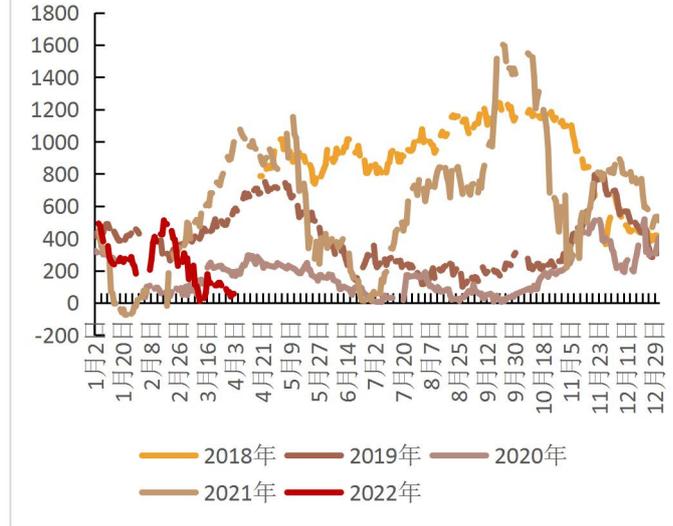
噬着钢厂的利润，整个产业链又再度回到了一荣俱荣一损俱损的共振行情之内。因此钢材的供应预计将由终端需求来确定，若需求低于预期，则大概率会出现负反馈的情况。

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

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，即使在二季度我们看到地产销售转暖，施工增长，但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。

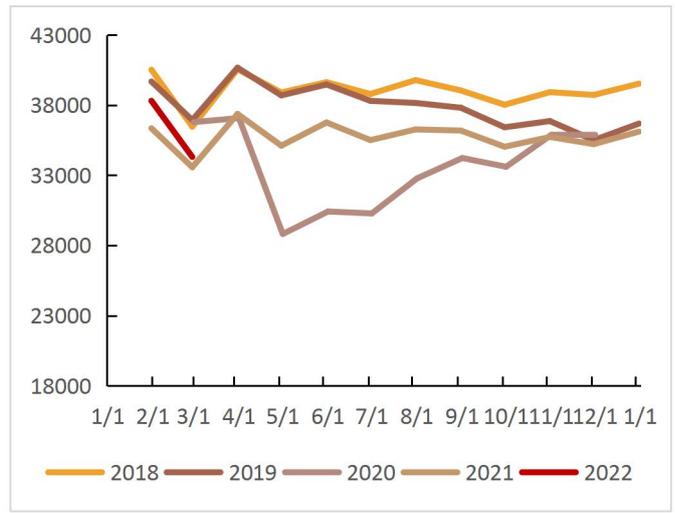
海外需求方面，一季度海外生铁产量同比往年仍然偏低一些，叠加俄乌冲突造成的影响，部分钢厂出现减产的情况，而复产尚无明确时间表。考虑到因去年海外钢厂生产已经十分接近正常化，所以去年一度比较明显的海外钢厂抢占中国铁矿石资源的情况预计不会再重演。

图 20: 中外生铁产量对比



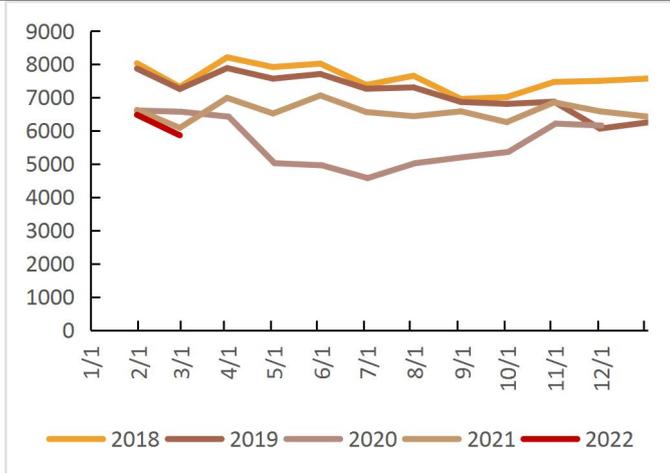
资料来源: Mysteel, 优财研究院

图 21: 世界高炉生铁 (除中国)



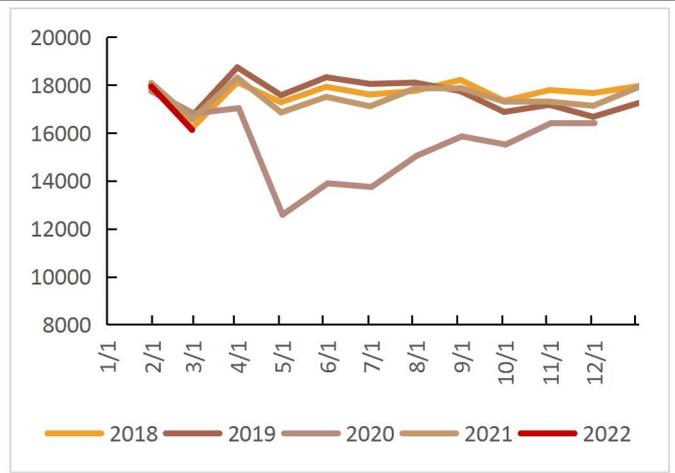
资料来源: Mysteel, 优财研究院

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

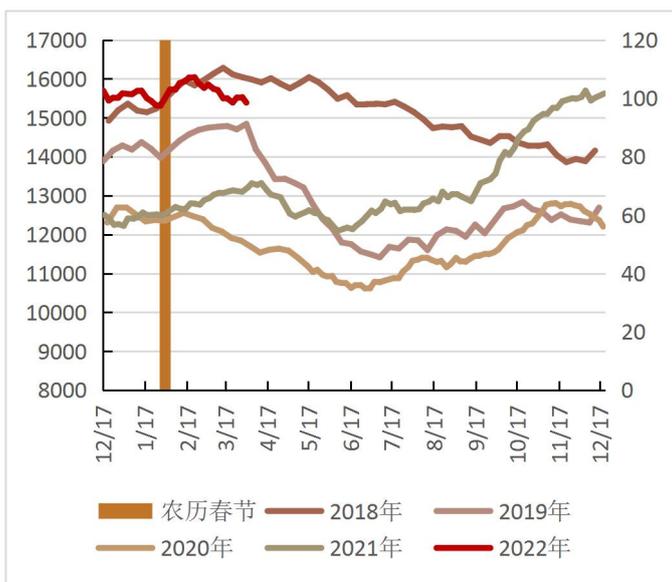
4、库存: 港口库存短期去化, 钢厂补库力度预期一般

一季度铁矿石港口库存基本持平, 因一季度钢厂的限产, 港口库存在 2 月小幅累积, 随着钢厂进入复产周期, 以及前期发运的低迷导致到港量持续低位, 港口库存在 3 月出现明显的去库, 短期来看, 去库的趋势仍在。预计当 4 月中下旬之后, 澳洲以及巴西到港量明显回升, 港口库存的来源将得到明显补充。

钢厂方面，对于铁矿石低库存的策略依旧在延续，虽然即将进入复产周期，但是钢厂的库存尚未累积至高位，其中部分原因是国内疫情导致的运输不畅。

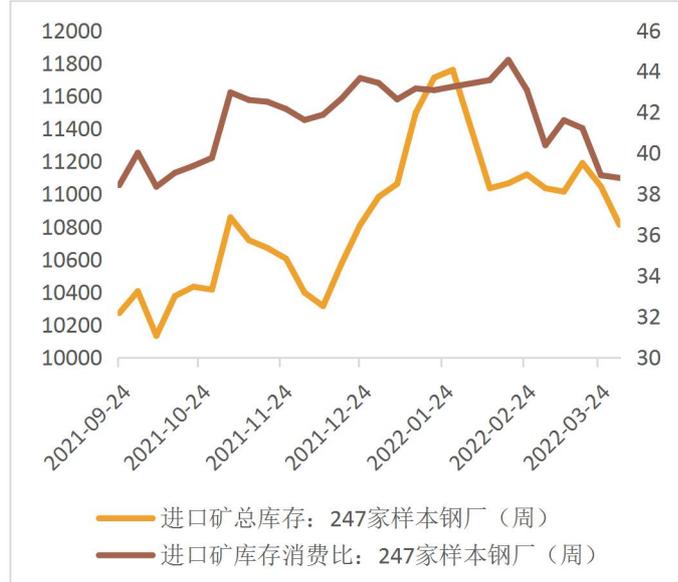
展望二季度，我们认为钢厂对于铁矿石的需求已经开始锚定钢材的需求，若负反馈出现，则铁矿石去库的趋势将快速被扭转。此外还要关注政策面对于铁矿港口库存的去化指引。根据发改委此前的指引，铁矿石主要港口堆存费将大幅抬升，同时减少港口免费堆存期，在需求正常的情况下，贸易商可以通过轮库来抵消仓储费的抬升，甚至将仓储费转嫁给钢厂。然而若铁矿需求明显下降，则贸易商压力将陡增，主动去库存的同时或将明显压低铁矿港口价格。

图 18：全国 45 港口铁矿石库存（万吨）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 19：247 钢厂进口矿库存（万吨）

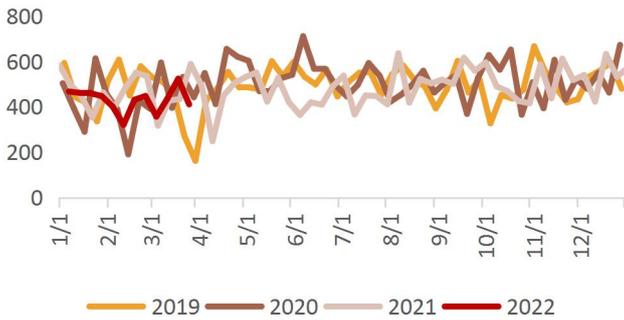


资料来源：Mysteel，优财研究院

二、基础数据图解

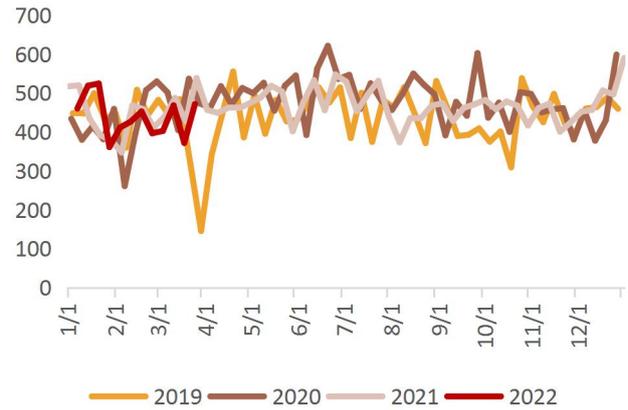
1、四大矿山发运情况

图 20：力拓铁矿石发货量：至中国（万吨/周）



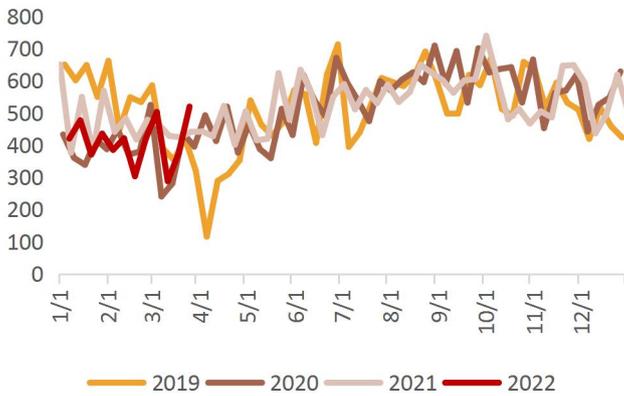
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 21：必和必拓铁矿石发货量：至中国（万吨/周）



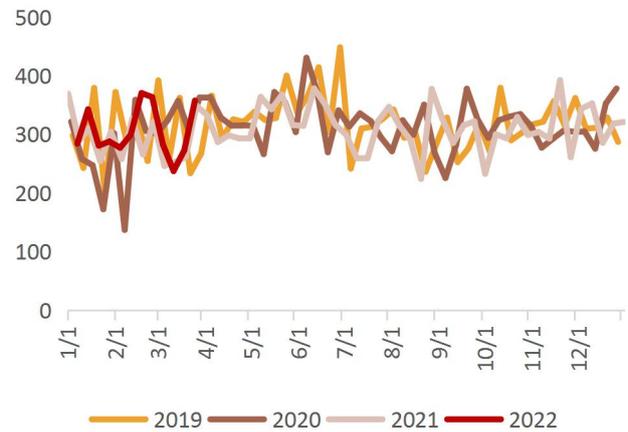
资料来源：Mysteel，优财研究院

图 22：FMG 铁矿石发货量：至中国（万吨/周）



资料来源：Mysteel，优财研究院

图 23：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 24: 国产矿烧结粉矿总库存: 64 家样本钢厂(周)

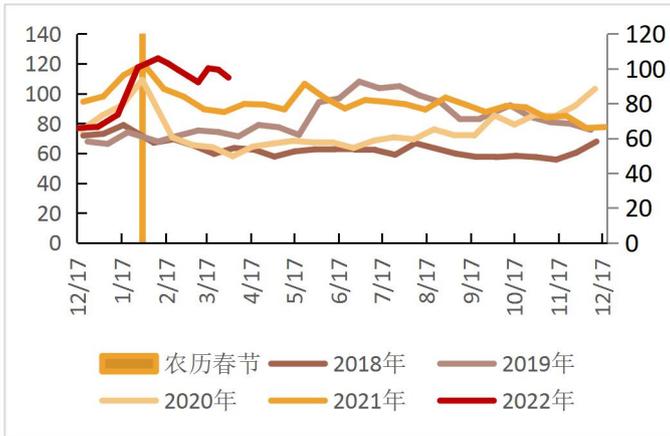


图 25: 矿石进口利润模型 (元/吨)

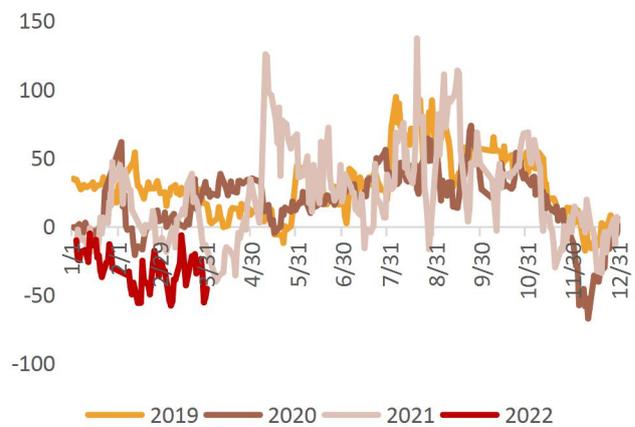


图 26: 入炉配比 (烧结矿为左轴)

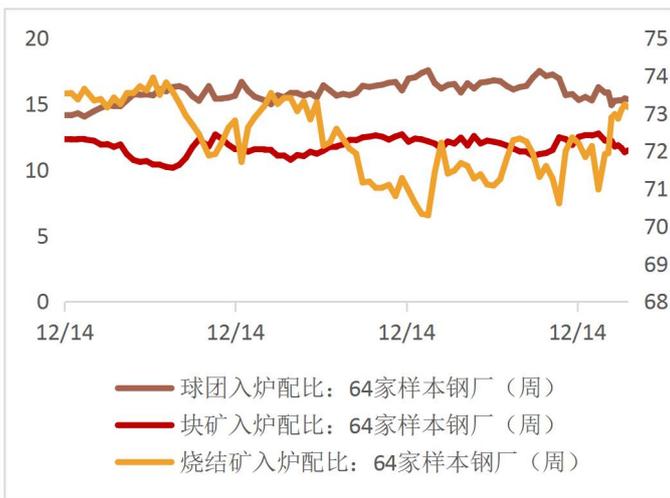


图 27: 114 家钢厂烧结情况

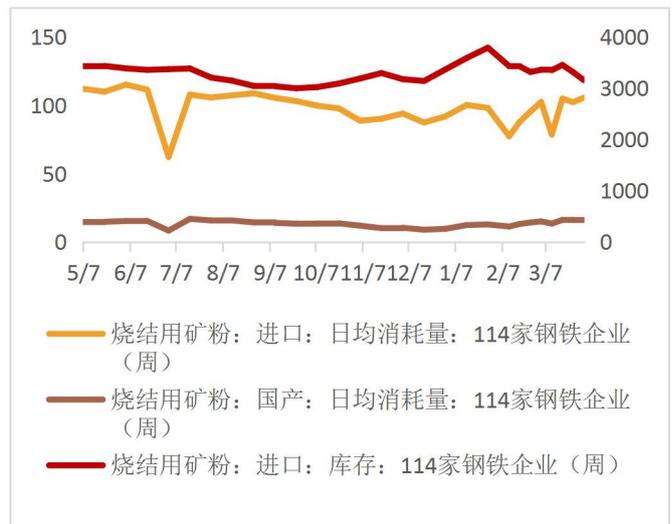


图 28: 114 家钢厂入炉配比

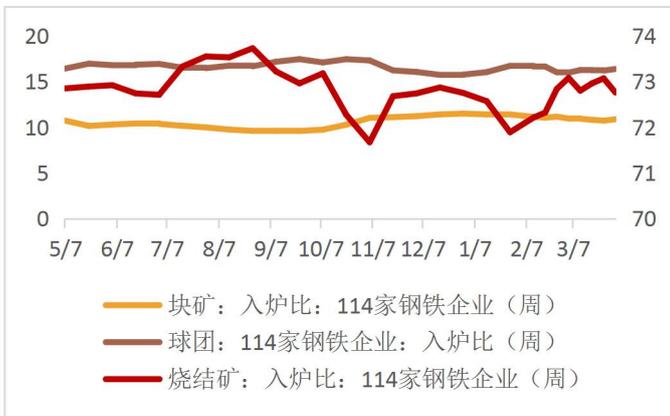
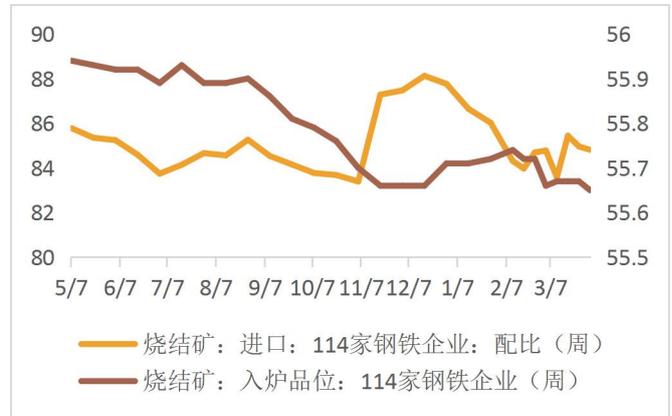


图 29: 114 家钢厂烧结矿情况



资料来源: Mysteel, 优财研究院

资料来源: Mysteel, 优财研究院

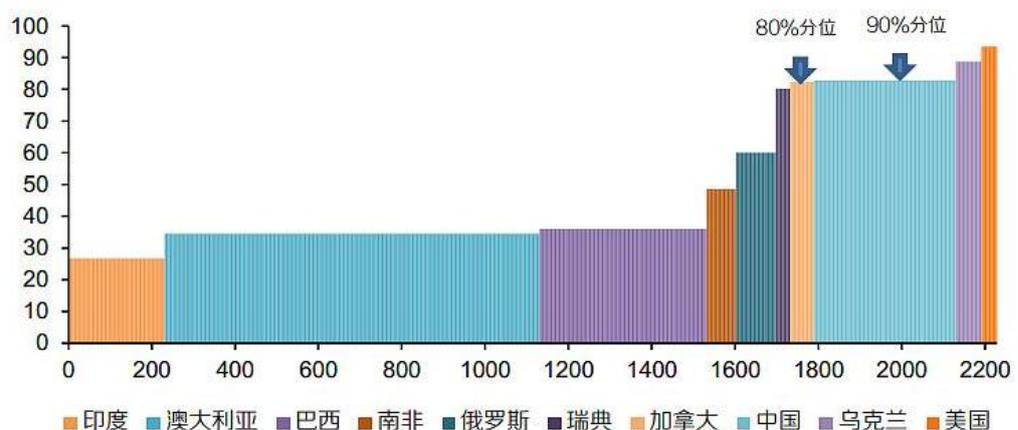
三、综合分析策略建议

铁矿供应端值得关注的是力拓集团原定时间为 2021 年底,但由于疫情导致劳动力短缺,该项目被推迟的 4 个总年产能 9000 万吨替代项目,预计在今年上半年完成,以确保力拓今年铁矿石供应稳定。若能如期达产,则力拓的发运将有明显的回升。此外,目前高矿价背景下,非主流矿的产量复苏是大概率事件,包括传统非主流国家、国产矿以及乌克兰铁矿海运转陆运的情况。

我们认为,随着美联储的加息以及缩表,全球的宏观流动性将会快速的退潮。在这种背景下,我们对于整个黑色板块而言,长期的观点还是偏谨慎。国内政策方面,发改委对于铁矿石保供压价的指引虽然出现“暂停”,但是目前尚不能无视政策的压力。距春节前发改委首次“点名”,铁矿的价格已经再创新高,间接损害了我国制造业的利润。

需求方面,我们认为钢厂对于铁矿石的需求已经开始锚定钢材的需求。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,即使在二季度我们看到地产销售转暖,施工增长,但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。

图 30: 铁矿石成本曲线 2020



资料来源: USGS, 优财研究院

若出现黑色产业整体的负反馈,或是国家出台如 2021 年一般严格的钢铁压减产量政策,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,铁矿石的满产平衡点预计在 100 美元附近。

考虑到目前钢厂利润已经十分微薄,从估值上看,铁矿估值均明显高于钢材。叠加铁矿在行情波动时具备更高的弹性,因此在对冲操作上,我们建议多配螺纹热卷,空配铁矿。单边策略上,160 美元以上的价格,我们认为已经具备了较高的沽空安全边际。

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/>