

黑色研究团队

韩惊

从业资格编号: Z0012908

投资咨询编号: F3010931

李文婧

从业资格编号: Z0010649

投资咨询编号: F3024409

联系人:韩惊

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

1. 供应方面,我们预计铁矿石 2019 年仍然有一定增量,但由于目前处于四大矿山扩产周期尾声,故增量相对有限,同时由于印度等国生铁产量仍然维持高速增长,未来印度在原料方面可能与中国产生一定竞争关系,分流外矿对中国的供给。需求方面,我们认为 2019 年我国铁矿整体仍然维持小幅增长,具体增长幅度视环保是否能够放松。
2. 港口库存方面,我们认为 2019 年国内港口库存难以继续下滑,一方面是虽然外矿供应仍有增量,但另一方面由于印度等国对铁矿需求的增长分流了部分我国铁矿的流入,故港口库存以持稳为主。
3. 我们预计 2019 年高炉企业利润会有所回落,而随着利润的回落,压力会逐渐传导到原料端,同时钢厂对于中低品味矿石的需求会有所增加,高品位矿的高溢价难以持续。
4. 目前铁矿石期货价格已经体现了一定悲观预期,我们认为未来价格下行空间有限,但同样缺少上涨动力,未来走势或以震荡为主。由于目前钢厂铁矿石库存相对较低,而钢厂的生产对铁矿石仍然存在一定刚性需求,2019 年一季度钢厂将有一定补库需求,铁矿石价格高点或出现在一季度。我们预计以 62% 普氏指数来看,铁矿石在 2019 年大体将在 60 美金至 75 美金之间震荡。
5. 未来需要重点关注外部风险是否继续放大以及国内房地产市场需求是否会出现大幅下滑,从而带动矿价大幅回落。

1. 铁矿石走势回顾

2018 年铁矿石走势整体跟随钢材为主，但由于自身基本面相对较弱，大部分时间走势弱于成材。截至 12 月 7 日，大商所铁矿石期货主力合约收于 475 元/吨，年初至今跌幅为 10.63%，最高价为 565 元/吨，最低价为 427.5 元/吨；普氏 62% 指数收于 66.51 美元/吨，年初至今跌幅为 9.95%，最高价为 79.95 美元/吨，最低价为 62.5 美元/吨。在去年的年报中我们对 2018 年铁矿石走势给出的预判是，以 62% 普氏指数来看，铁矿石价格在 2018 年大部分时间将在 60 美金至 75 美金之间震荡，并且按季度均价来看 1 季度和 4 季度表现较好，目前铁矿石的走势符合我们的预判。

2018 年初铁矿石偏强运行，主要原因在于钢厂需求较好，春节前出现了集中补库的行为，同时非取暖季限产等环保因素也对市场短期产生一定支撑；随后受下游需求启动时间较晚，库存消化不及预期及中美贸易冲突爆发的影响，钢材价格承压下行并带动铁矿石价格大幅走低；进入二季度后，一方面下游需求逐渐启动，但另一方面由于环保限产仍然压制需求，加上矿石整体供应仍然充裕，故铁矿石价格整体偏稳运行；随后在三季度及四季度初，在外部环境动荡的情况下，国内货币政策与财政政策转向宽松；同时环保限产政策出现放松，采用差别化错峰生产而取消以往的“一刀切”方式，使得矿石需求较好，再叠加外矿下半年发货不及预期，铁矿石价格出现上涨；但进入 11 月后，由于环保放松态势逐渐清晰，钢材产量维持高位，而市场对需求端又有着悲观预期，故黑色品种整体回调，但铁矿由于需求的支撑，回调幅度明显小于钢材。

图 1：铁矿石主力合约及普氏 62% 指数年度走势



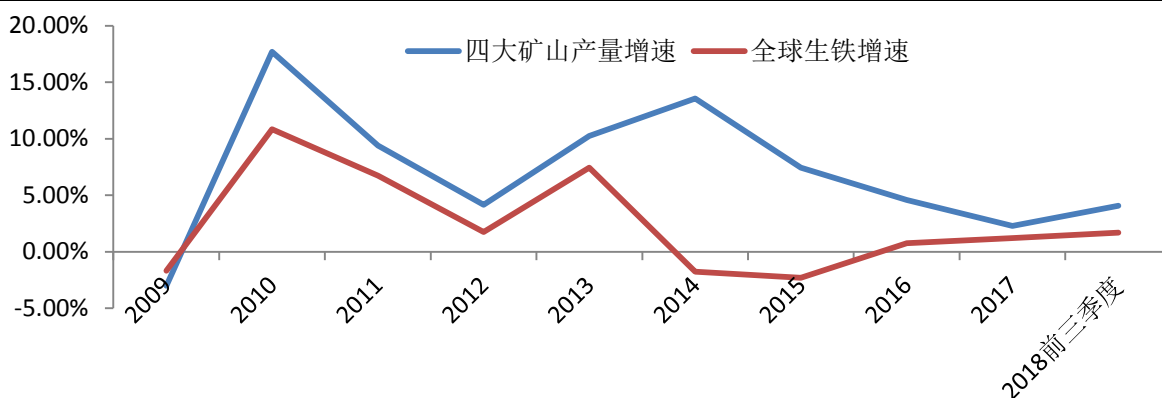
数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 全球供需格局

2.1 四大矿山供应小幅增加

在经过前几年产量的快速增长后，2018 年四大矿山处于扩产周期的尾声，供应小幅增加。从下图可以看出，四大矿山在过去几年产量增长较快，过去 10 年的平均增速达到 7% 以上，远高于生铁 2.4% 的平均增速。但在 2018 年前三个季度中，四大矿山的产量增速仅在 4% 左右，虽然说这个增速仍然高于生铁 1.7% 的增速，但与过去的增速相比差距还是十分明显。

图 2：四大矿山供应增量

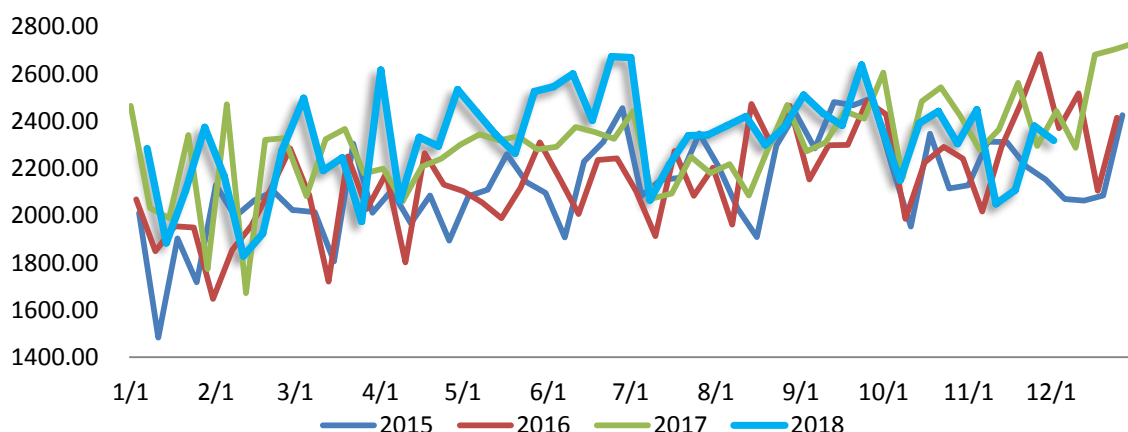


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 巴西澳洲发货

从发货方面来看，上半年外矿发货整体较好，虽然一季度暴雨显著拖累了淡水河谷的生产，但二季度外矿发货则明显提速；但进入下半年外矿发货则开始疲软，特别是澳洲方面受港口检修及 BHP 火车脱轨事故的影响，发货弱于往年同期。整体来看，今年外矿发货仍然有所增长，但增幅有限，与四大矿山 2018 年整体的生产情况一致。

图 3：巴西澳洲总发货量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 四大矿山未来产量保持小幅增长

另一方面，虽然我们认为四大矿山近年的产量增速下滑明显，但 2019 年产量增速将保持平稳，更不会出现产量下降的情况；从四大矿山年报公布的未来计划和近年来的产量情况来看，我们预计可见的未来数年内四大矿山每年仍有稳定的新增产量。据我们从四大矿山公布的报告及其他收集的相关信息预测来看，未来四大矿山产量目标的下限在 11.88 亿吨，上限在 12.06 亿吨，对应的增速在 2% 到 3.5% 之间，如果我们取中间值的话，则未来四大矿山的增速在 2.75% 左右，这个增速与今年相近。整体来看，铁矿石依然为供应过剩的状态，但未来供应压力与前几年相比将有较大幅度缓解。

未来四大矿山都有一定的新增产能陆续投产。其中 FMG 公告了新的 Eliwana 矿山项目，该项目耗资 12.75 亿美元，从 19 财年下半年开始投产，产品为 60% 的高品位矿石，最终可达年产 3000 万吨，能够保证 FMG 在未来 20 年保持最少 1.7 亿吨的年产量；必和必拓未来 2021 年将有投资总额达 34 亿美元的新的 South Flank 矿山投产，新矿山将逐渐完全替代公司现有的 8000 万吨产量的杨迪矿；力拓公司预计 2019 年将开始开发耗资 2.5 亿美元的 Koodaideri 矿山项目；而淡水河谷则得益于其 S11D 项目的正式投产，产量继续增长，S11D 年产量最初在 5000 万吨左右，而到 2020 年其最终产量可达 9000 万吨。成本角度来看，近年来四大矿山成本随着生产自动化程度的提升以及生产设施及流程的优化，成本仍然处于下降趋势，但整体下降趋势放缓，并在 2018 年由于油价及汇率的原因有着不同程度的反弹；我们预计未来四大矿山的现金成本继续下降的空间有限。

表 1：四大矿山目标产量（亿吨）

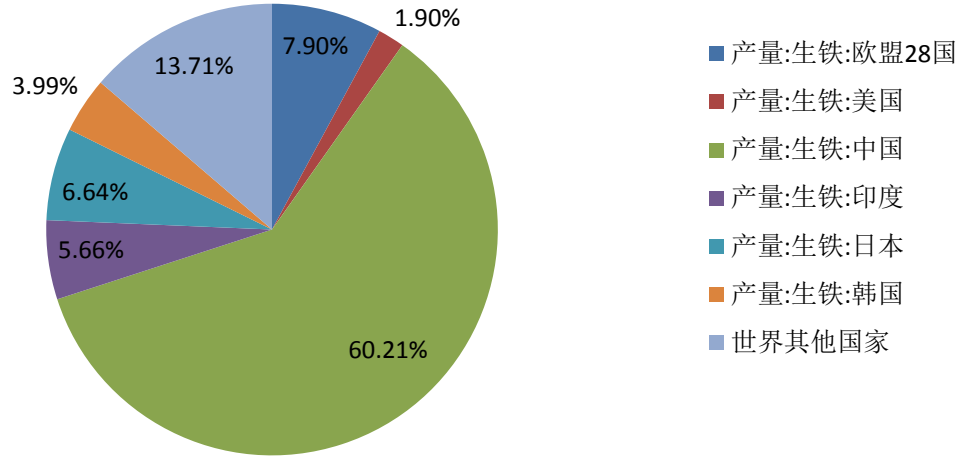
| | 2018 财年 | 2019 财年预期 |
|------|---------|-------------|
| 必和必拓 | 2.75 | 2.73-2.83 |
| FMG | 1.7 | 1.65-1.73 |
| | | |
| | 2018 预期 | 2019 预期 |
| 力拓 | 3.3 | 3.5 |
| 淡水河谷 | 3.9 | 4 |
| 合计 | 11.65 | 11.88-12.06 |
| 合计增速 | | 2%-3.5% |

数据来源：Wind，公司年报，兴证期货研发部

2.4 全球铁矿需求

据世界钢铁协会的数据，截止 2018 年 10 月，世界生铁产量达到 10.28 亿吨，累计同比增速为 1.68%，其中亚洲生铁的产量占据世界生铁产量的 74% 左右；分国家来看，中国生铁产量占比超过 60% 仍然牢牢保持第一，随后为日本占比 6.6% 和印度占比 5.7%。

图 4：全球主要国家生铁产量占比

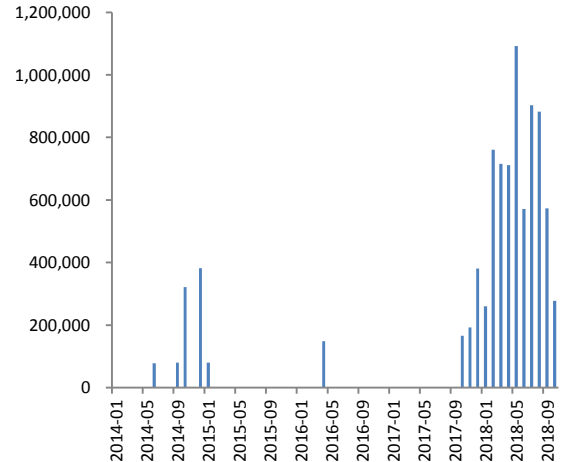
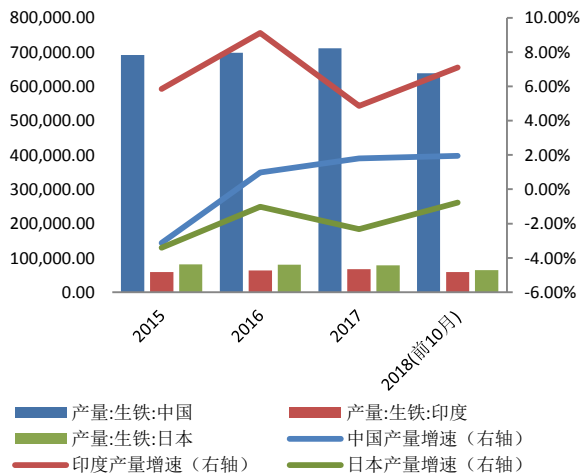


数据来源：Wind，兴证期货研发部

从亚洲各国的产量增速来看，中国生铁增速保持平稳，接近 2%，日本产量微幅下滑，而印度生铁的产量则保持快速增长，超过 7%，这也使得印度对原料的需求增加较多。从澳大利亚黑德兰港铁矿石发往印度的量可以看出，在 2018 年之前发往印度的量屈指可数，而今年则出现大幅增长，所以未来印度在原料方面可能与中国形成竞争关系。

图 5：亚洲主要国家生铁产量及增速

图 6：澳大利亚黑德兰港铁矿石发往印度（吨）



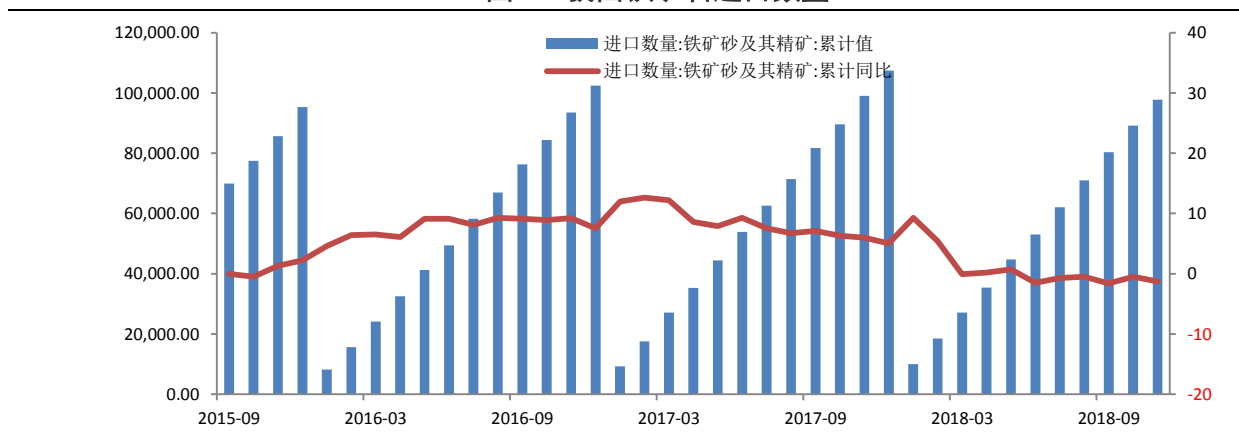
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 我国铁矿石供应

3.1 进口小幅下滑

今年我国铁矿石的进口量稳中有降，根据海关总署数据，中国 1-11 月铁矿砂及其精矿进口量同比下降 1.3% 至 9.78 亿吨。我们预计由于未来国外四大矿山仍有增量，同时由于我国生铁产量仍然维持增长，故 2019 年铁矿石进口量整体稳中有升。

图 7：我国铁矿石进口数量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2 国产矿减产

受环保和安全检查等因素的影响，今年国产矿产量出现下滑。根据统计局数据显示，截止 2018 年 10 月，铁矿石今年原矿累计产量为 64183.9 万吨，累计增速同比下滑 2.3%。从国内矿山开工率可以看出，今年上半年矿山开工率下滑较多，下半年则出现一定程度企稳；而分矿山来看，中小矿山由于是环保整治的重点，开工率下滑幅度明显大于大型矿山。我们预计随着环保检查力度的趋弱，2019 年国内矿山产量将出现小幅增长，增幅在 2% 左右。

图 8：铁矿石原矿产量

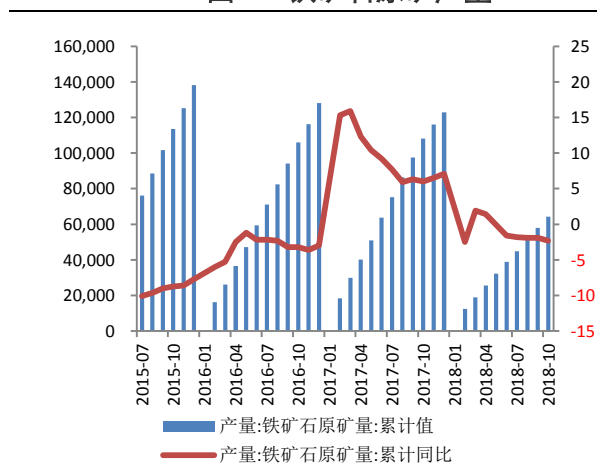
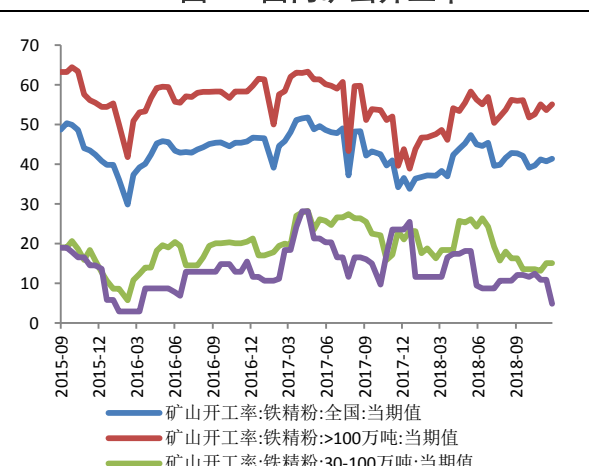


图 9：国内矿山开工率



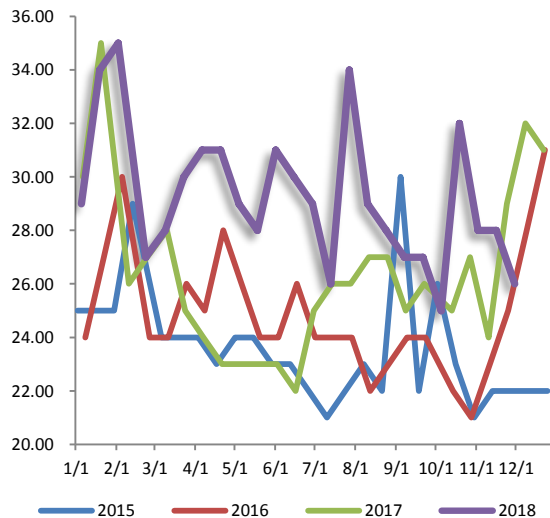
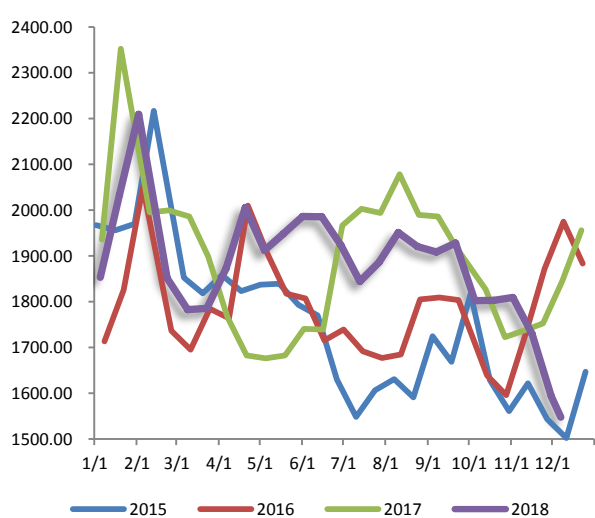
数据来源：Wind，兴证期货研发部

钢厂库存方面，受环保限产以及铁矿供应总体相对充裕等因素的影响，今年钢厂依然倾向于维持低库存。截止 12 月初，国内 64 家样本钢厂烧结矿库存为 1593.5 万吨，库存总量创近三

年新低。我们预计由于环保限产的放松，钢厂的生产对铁矿石仍然存在一定刚性需求，2019 年一季度钢厂将有一定补库需求，但未来钢厂的低库存倾向难以出现改变。

图 10: 64 家样本钢厂烧结矿库存

图 11: 钢厂进口矿可用天数

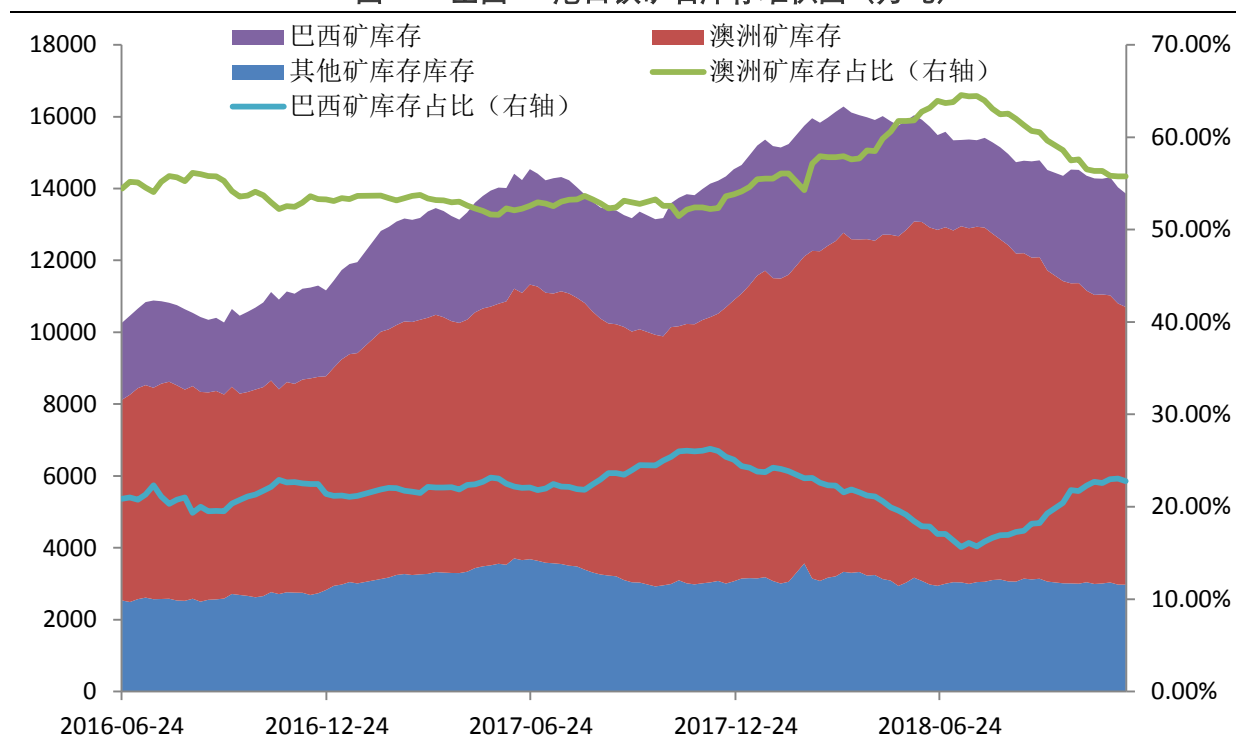


数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

3.4 港口库存

2018 年铁矿石港口库存在一季度创出 1.6 亿吨的历史新高后便一路下滑，截止 12 月初港口库存与年初相比，下降约在 1000 万吨左右；而由于澳洲巴西发货的差异以及国内需求变化的影响，铁矿石港口库存的结构也出现明显的变化。上半年由于巴西发货不及预期，同时国产矿减产以及钢厂高利润而青睐高品矿的原因，低铝的巴西矿作为替代品受到市场追捧，港口巴西矿库存占比持续下滑；而下半年随着钢厂利润的收窄，澳洲发货的下滑以及澳矿品质的改善，澳洲高品矿的需求出现增加，出现库存偏紧的状况。而由于国内期货盘面定价趋向于 PB 粉及金布巴粉，故下半年随着澳矿溢价的走高，走势也相对较强。在 2019 年如果需求增速整体持稳的情况下，我们预计国内港口库存难以继续下滑，一方面是外矿供应仍有增量，但另一方面由于印度等国对铁矿需求的增长分流了部分我国铁矿的流入，故港口库存以持稳为主。

图 12: 全国 45 港口铁矿石库存堆积图 (万吨)

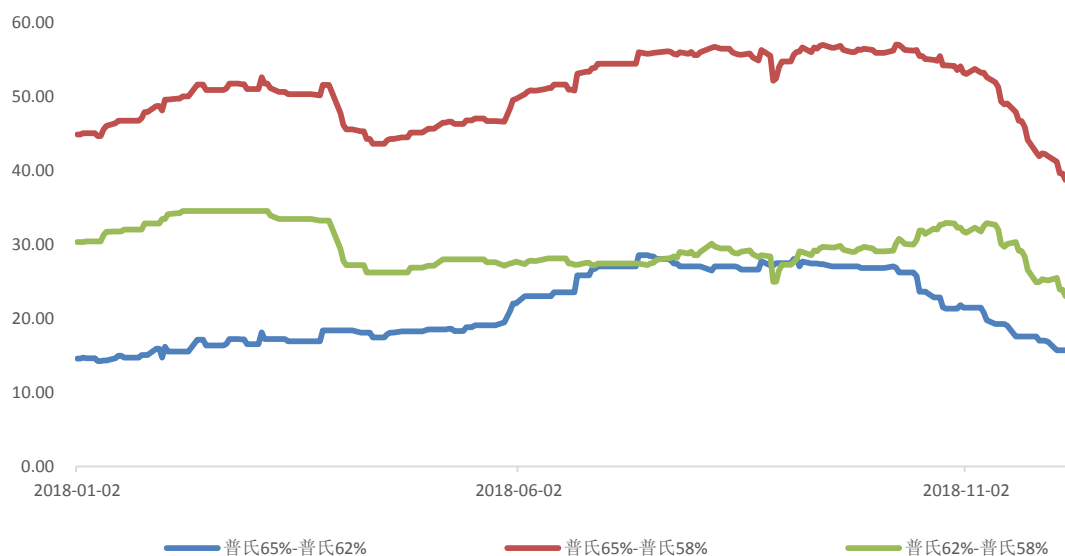


数据来源: 钢联数据, 兴证期货研发部

3.5 高低品位价差

上半年受国产矿减产以及钢厂高利润而青睐高品矿的原因, 高品低铝的巴西矿需求较好, 溢价一路走高, 普氏 65% 品味与 62% 品味和 58% 品味的价差由年初的 15 美元和 45 美元左右涨至年中的 25 美元及 55 美元以上。而下半年随着澳粉需求的增长及其库存的偏紧, 普氏 65% 品味与 62% 品味和 58% 品味的价差在进入 10 月份后便出现下滑, 而进入 11 月后随着钢材价格的大幅走低, 钢厂利润的收窄, 市场对低品矿的需求出现增加, 普氏 62% 品味和 58% 品味的价差也开始出现下行。我们预计 2019 年钢厂方面的利润与 2018 年相比将有明显收窄, 故高品矿溢价将难以出现走高, 而中低品味矿石的折价将有所缩小。

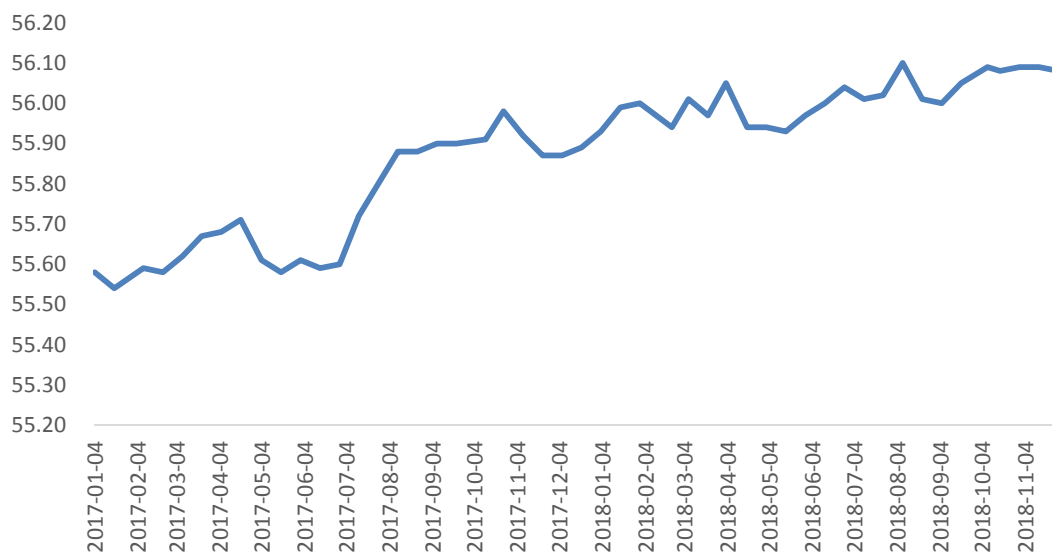
图 13: 普氏指数不同品味价差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2018 年受钢厂高利润的影响, 为了追求铁水的高产出, 故钢厂提升了矿石的入炉品味。从下图我们可以看出, 钢厂烧结矿的入炉品味由年初的 55.6 附近提升至 56 以上。而同样基于我们认为未来钢厂高利润时代的过去, 未来矿石入炉品味或出现下降, 高品位矿石的溢价将有所收窄。

图 14: 入炉品位:烧结矿



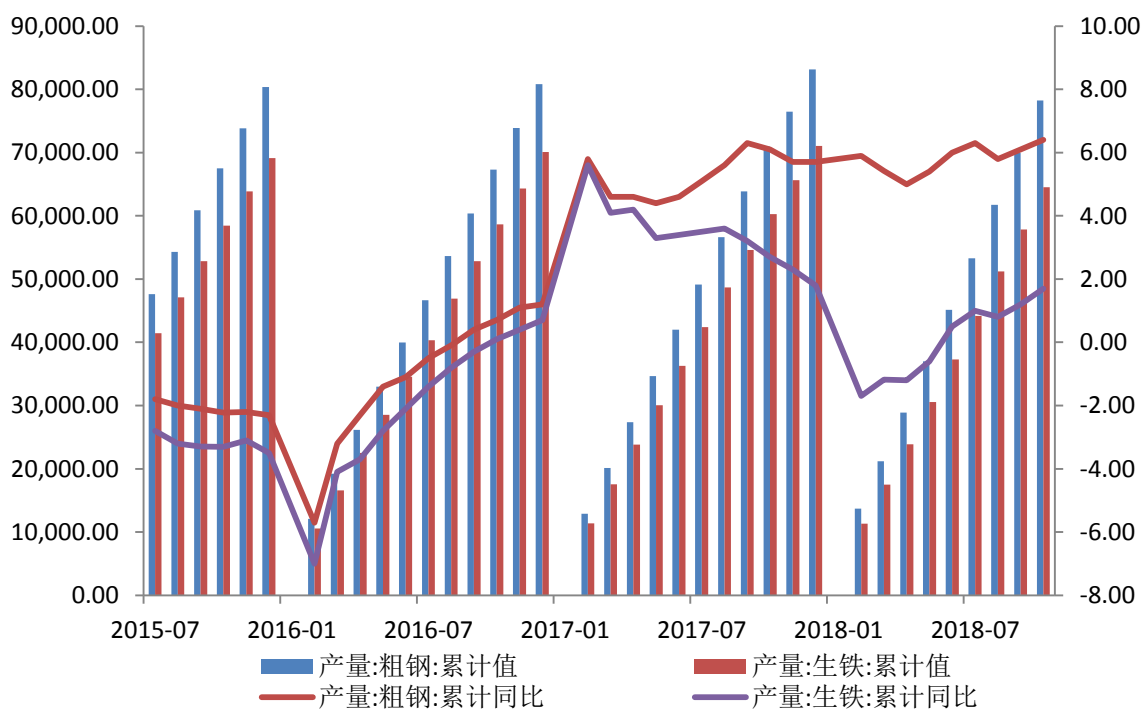
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 我国铁矿石需求

4.1 粗钢生铁产量

根据统计局数据，截至 2018 年 10 月，我国粗钢累计产量 7.82 亿吨，累计同比增速 6.4%，我国生铁累计产量 6.45 亿吨，累计同比增速 1.7%。我们发现官方公布的累计同比增速明显低于公布的产量所折算出的累计同比增速，这主要是由于规模以上工业企业范围每年发生变化，故数据存在口径统计差异，而官方公布的累计同比增速则是采用的同样本对比；故我们认为今年生铁的实际产量增速应该在 1.7%-2% 之间。同时我们发现今年生铁、粗钢和钢材的产量出现了明显的分化，我们认为这是由于去年去地条钢造成的产量扰动，以及高炉对应增加对废钢的使用和铁矿石品位的提高造成的。我们总体对 2019 年钢铁产业产量的增长持谨慎的态度，高利润刺激高生产的链条由政策把控，在乐观情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 8%；在普通的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 5%；在环保趋严的情况下，我们预计 2019 年粗钢产量增长 2%；而生铁方面由于废钢用量和铁矿石使用的品位继续增长的空间有限，预计明年难以与今年一样与粗钢产量产生如此大的差异，预计 2019 年增速比粗钢略低 1%-2% 左右。

图 15：我国粗钢生铁产量



数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 高炉开工率

从高炉开工率上我们可以明显的看出 2018 年四季度环保与去年相比显得更加放松。去年在取暖季环保限产的首周，全国高炉开工率和唐山高炉开工率分别下降了 7% 和 25%，而今年唐山在首周仅仅下降了 3%，全国高炉开工率则是持平。

图 16: 全国及唐山高炉开工率



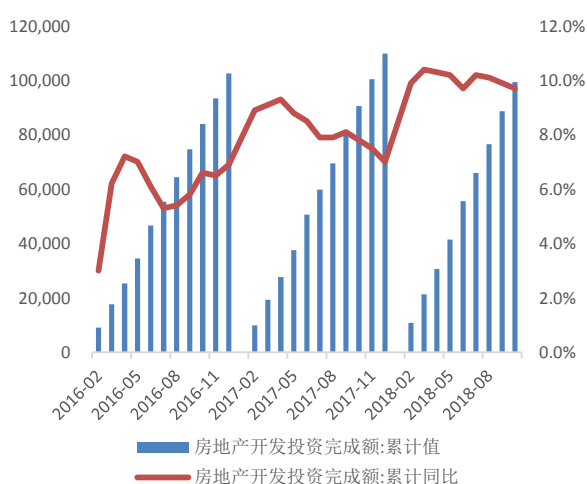
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.3 房地产投资增速较快

今年房地产需求保持快速增长, 支撑起了钢材的需求。截至 2018 年 10 月, 房地产开发投资完成额累计同比增速 9.7%, 房屋新开工累计同比增速达 16.3%。我们觉得明年未来房地产仍然取决于政策, 虽然有下降预期但很难确定一定会大幅下行。

图 17: 房地产开发投资完成额及同比增速

图 18: 房屋新开工面积及同比增速

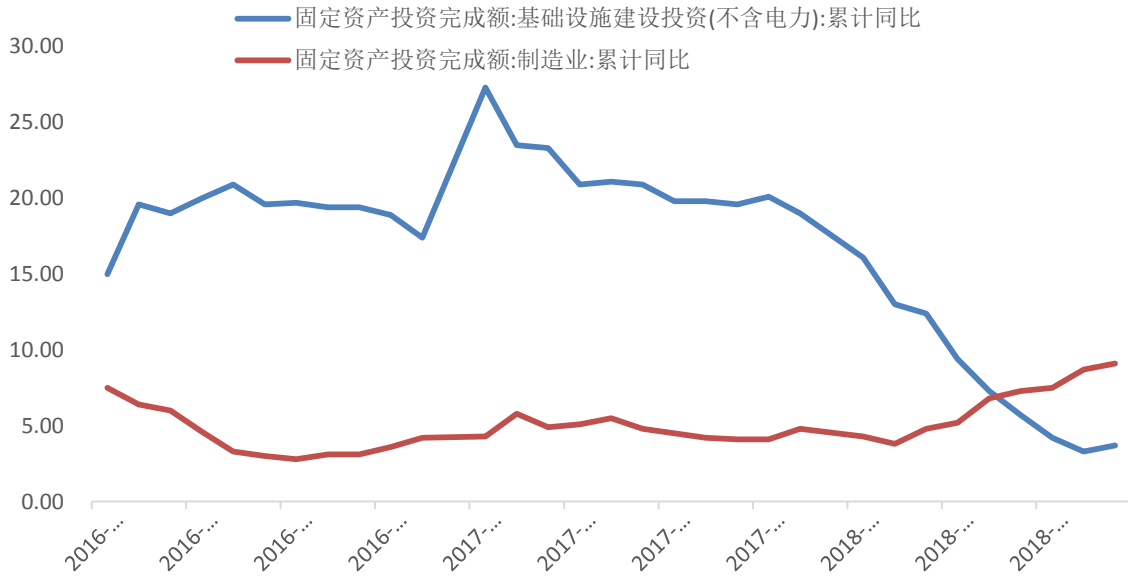


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.4 基建触底回升, 制造业继续改善

2018 年基建投资增速持续下行, 数据显示截至 10 月基础设施投资完成额累计增速为 3.7%, 相比往年 10% 以上的增速大幅趋缓; 而制造业则持续改善, 截至 10 月制造业投资完成额累计增速为 9.1%。我们预计在国家大力推进基建的情况下, 2019 年地方政府专项债有望支撑基建有所回升。

图 19: 基建（不含电力）及制造业累计同比增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5. 海运费与人民币汇率

受原油价格上涨等因素的影响, 2018 年海运费成上涨态势, 对于铁矿石的到岸成本价有着一定推升; 但四季度随着油价的回落, 海运费也一度出现较大幅度的回调。此外从 2018 年中开始人民币兑美元持续贬值, 对内盘以人民币计价的铁矿石也产生了支撑。而 2019 年随着美元加息周期的可能结束, 人民币贬值压力有所减轻, 汇率对于矿价难以再产生较为明显的支撑。

图 20: 铁矿石运费

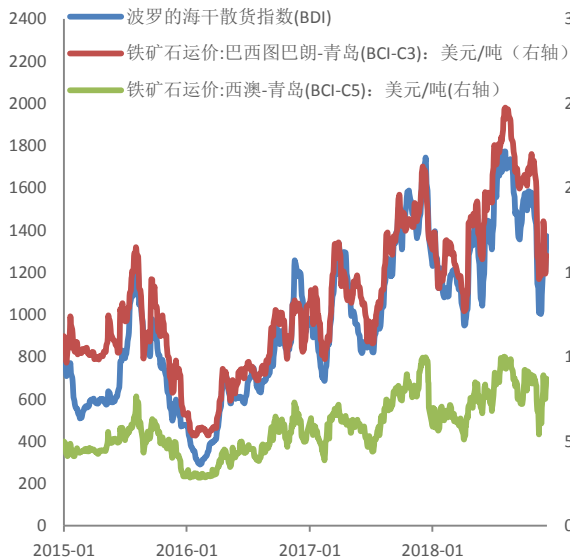
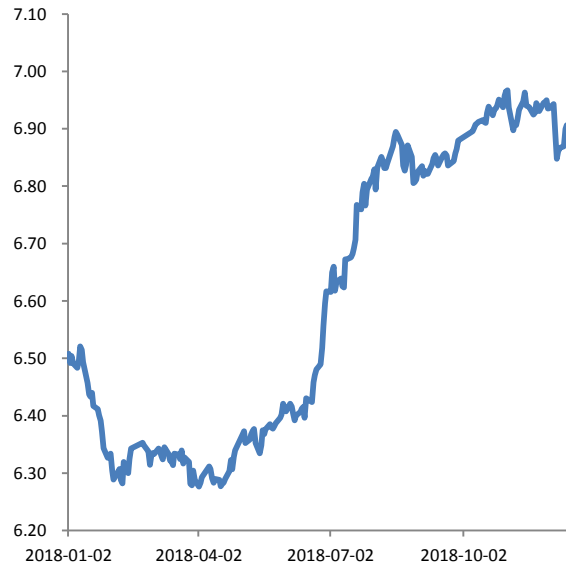


图 21: 美元兑人民币中间价



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

6. 总结

供应方面，我们预计铁矿石 2019 年仍然有一定增量，但由于目前处于四大矿山扩产周期尾声，故增量相对有限，同时由于印度等国生铁产量仍然维持高速增长，未来印度在原料方面可能与中国产生一定竞争关系，分流外矿对中国的供给。需求方面，我们认为 2019 年我国铁矿整体仍然维持小幅增长，具体增长幅度视环保是否能够放松。

港口库存方面，我们认为 2019 年国内港口库存难以继续下滑，一方面是虽然外矿供应仍有增量，但另一方面由于印度等国对铁矿需求的增长分流了部分我国铁矿的流入，故港口库存以持稳为主。

我们预计 2019 年高炉企业利润会有所回落，而随着利润的回落，压力会逐渐传导到原料端，同时钢厂对于中低品味矿石的需求会有所增加，高品位矿的高溢价难以持续。

目前铁矿石期货价格已经体现了一定悲观预期，我们认为未来价格下行空间有限，但同样缺少上涨动力，未来走势或以震荡为主。由于目前钢厂铁矿石库存相对较低，而钢厂的生产对铁矿石仍然存在一定刚性需求，2019 年一季度钢厂将有一定补库需求，铁矿石价格高点或出现在一季度。我们预计以 62% 普氏指数来看，铁矿石在 2019 年大体将在 60 美金至 75 美金之间震荡。

未来需要重点关注外部风险是否继续放大以及国内房地产市场需求是否会出现大幅下滑，从而带动矿价大幅回落。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。