

兴证期货.研发中心

2019年12月20日 星期五

黑色研究团队

孙二春

从业资格编号: F3004203

投资咨询编号: Z0012934

蒋馥蔚

从业资格编号: F3048894

俞尘泯

从业资格编号: F3060627

联系人

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

● 行情回顾与展望

2019年铁矿石走势波澜壮阔,现货最大涨幅达到74.6%,最高点在7月3日触及,收报126.35美元/吨。但进入下半年后,铁矿快速下跌,至8月29日阶段性低点81.45美元/吨已跌去35.5%。在四季度中,铁矿石价格在80-95美元/吨间宽幅震荡。

供应端方面:根据我们对主要矿山的梳理,2020年全球产量将同比2019年增加7760万吨,增幅6.1%。但印度地区矿山在2020年3月存在租期续作的不确定性,以及以印度为代表的东南亚诸国快速扩张的钢铁产能,我们预计2020年我国进口铁矿石同比增加3%,即3180万吨。国内铁矿石产量受成本影响较大,但目前相对高位的价格能够支撑国产矿维持生产,我们预计2020年国产矿将有1000万吨左右的增量。整体而言,2020年国内铁矿石供应较2019年增加约4200万吨,增幅3.1%。

相较于供应端明显扩张,铁矿石需求增幅有限。虽然根据统计,2020年将有约4000万吨新增净产能投放,但由于投放期主要集中在2020年四季度,对前三季度铁矿需求影响有限。同时结合产线更新和正利润下企业扩大生产的动力,我们估算2020年铁矿石需求同比增加约1500万吨,增幅1%。

从供应和需求角度分析,我们看到的是铁矿石在2020年供需增速的明显劈叉,因此预计2020年终端需求将出现下行,届时钢材利润收缩将快速传导至利润较高的铁矿端。但考虑到当前钢厂库存低位,刚性补库需求仍将对铁矿石形成底部支撑。因此我们认为铁矿石在2020年的价格走势以震荡回落为主。价格区间为[70, 90]美金/吨,对应盘面价格约为[520, 700]元/吨。由于2020年的供应增量主要体现在上半年二季度,而下半年需求端将有较多新增钢铁产能释放,因此全年走势或呈现先下跌后上涨的“V”型反转,价格高点将出现在一季度,低点出现在二、三季度。

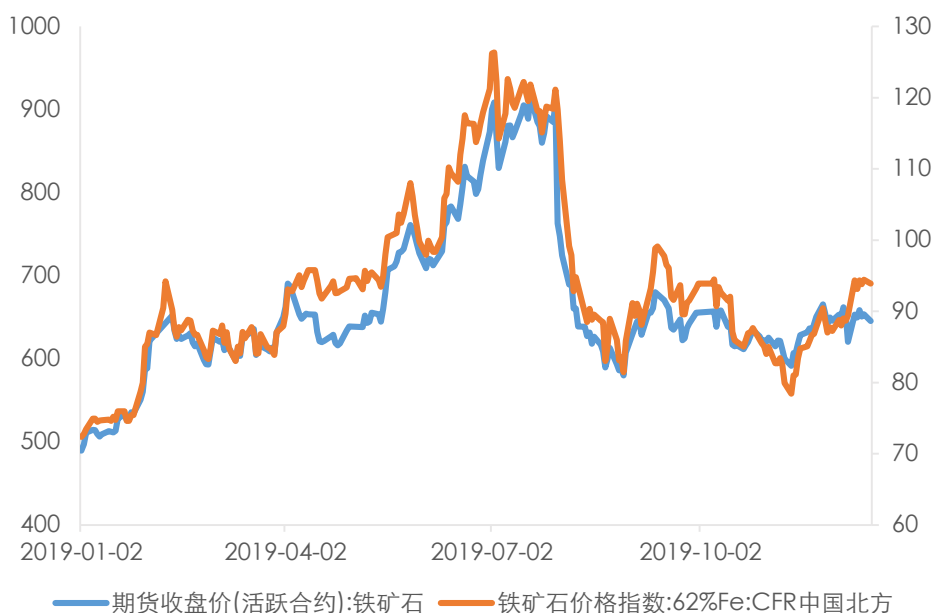
报告目录

1. 行情走势	3
2. 供应：2020 年供给反弹	3
3. 库存与需求：国内需求增幅有限.....	8
4. 其他：钢厂利润收缩，挤压品种间价差.....	11
5. 2020 年走势展望：供需逐渐宽松，价格回落	12

1. 行情走势

2019年铁矿石走势波澜壮阔,现货最大涨幅达到74.6%:最高点在7月3日触及,收报126.35美元/吨。但进入下半年后,铁矿快速下跌,至8月29日阶段性低点81.45美元/吨已跌去35.5%。进入四季度后,铁矿石价格进入80-95美元/吨之间的宽幅震荡。截至12月13日,大商所铁矿石期货主力合约收于653.5元/吨,年内上涨164元/吨,涨幅为33.5%;普氏62%指数收于93.9美元/吨,年内上涨21.55美元/吨,涨幅为29.8%。

图1: 铁矿石期货主力合约收盘价(元/吨) 普氏指数(美元/吨, 右轴)

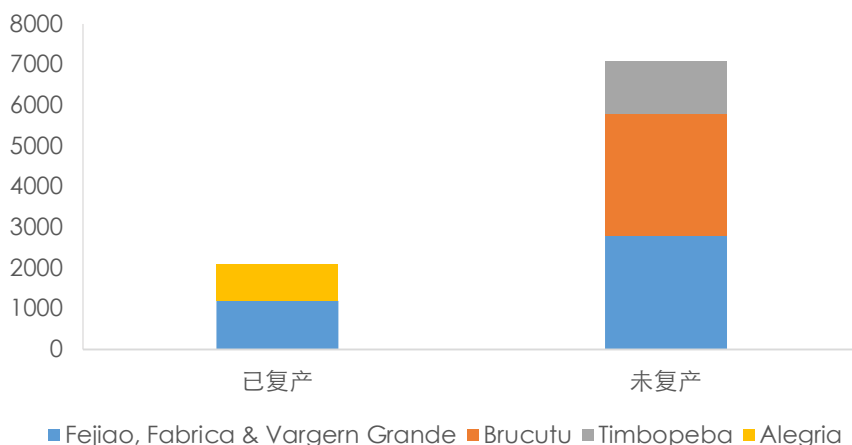


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 供应: 2020年供给反弹

2019年最大的外部事件是1月25日,巴西淡水河谷公司(Vale)发生的溃坝事故。虽然出现事故的Mina Feijão矿区产量有限,但是由于事故伤亡重大,此后事件持续发酵,不断有新的矿区受到影响进入停产的状态。截至目前,本次事故影响Vale铁矿石产能总计9200万吨,其中4000万吨尾矿坝因上游式尾矿坝直接关停,其余矿区因安全隐患问题暂停生产。12月2日,Vale再次临时关停Brucutu的Laranjeiras尾矿坝。截至目前,我们统计Vale停产产能7100万吨,恢复2100万吨。根据淡水河谷的公告,2019年销量受影响7000万吨左右,对铁矿全球的供应产生巨大影响。

图 2：巴西溃坝事故影响产能（万吨）



数据来源：公司官网，兴证期货研发部

Vale 目前铁矿石的生产分布在北部系统、东南部系统及南部系统。本次发生事故的尾坝矿位于南部矿区，其采用的技术为较为落后的上游式尾坝技术。而此后停产的矿山不仅包括了南部系统，还包括了东南部系统一些并未使用上游式尾坝技术的矿区。故未来这些东南部系统并未使用落后技术的矿区仍然有着较大复产可能。

此外近年来 Vale 南部系统的产量一直在收缩，而北部系统由于 S11D 项目的投产处于扩张状态，故也能抵消一部分的产量下滑影响。根据 Vale 官方公布的公告显示，预计 2019 年全年铁矿销量相对 2018 年下滑 7000 万吨左右。

图 3：Vale 2018 年各矿区产量占比

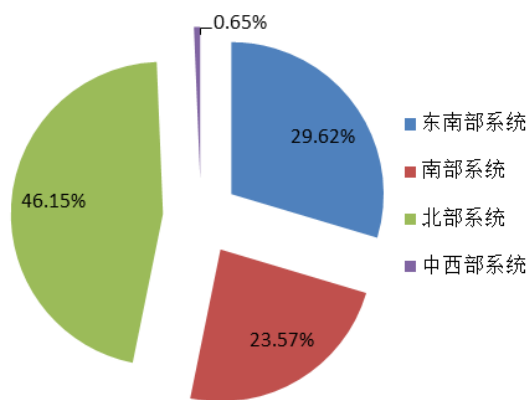
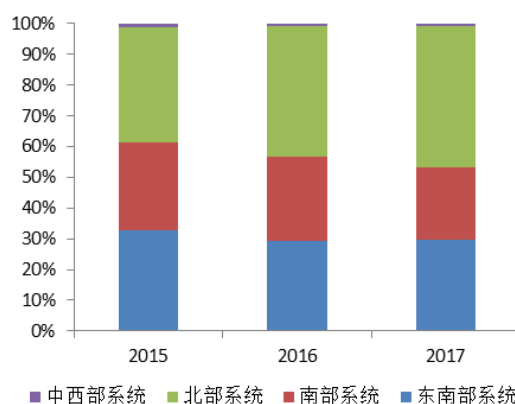


图 4：Vale 近年来各矿区产量占比

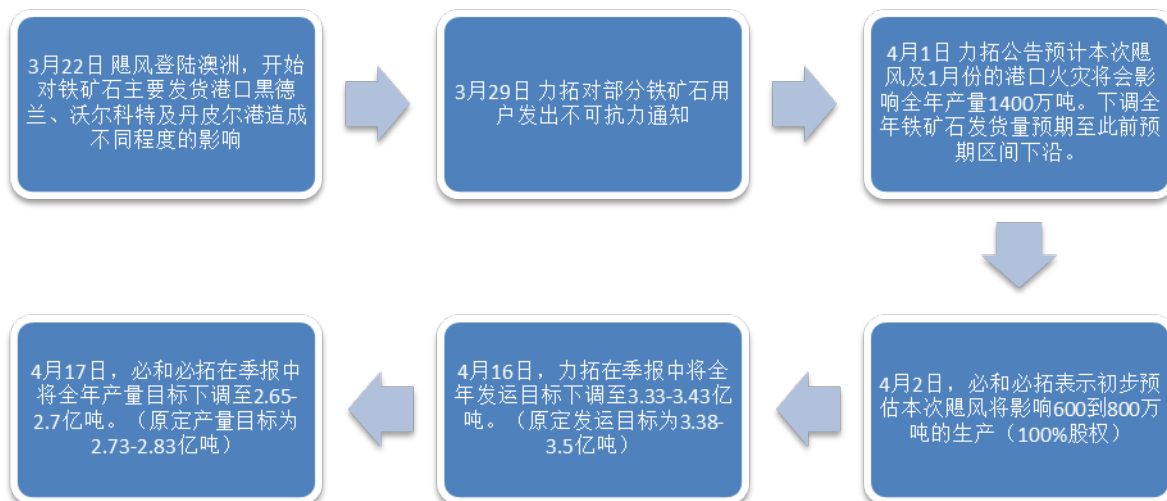


数据来源：公司官网，兴证期货研发部

除了巴西淡水河谷事故外，2019 年 3 月澳洲出现的飓风天气也对铁矿石的全年供应产生巨大影响。本次飓风于 3 月 22 日登陆澳洲皮尔巴拉地区，对当地主要的铁矿石发货港口造成不同程度的影响，致使飓风期间这些港口发货量出现大幅下滑。根据 Mysteel 数据显示，飓风期间（3 月 21-28 日）影响力拓、BHP、FMG 发货总量约 1362.42 万吨，日均降幅达 77%。根据力拓和

必和必拓此后公布的季报显示，本次飓风预计影响两大矿山产量/发运量在 1300-2000 万吨之间。此外，力拓在 6 月中旬表示为了保证矿石的品质，再次下调年度发运目标至 3.2-3.3 亿吨。

图 5：澳洲飓风时间轴



数据来源：公司官网，兴证期货研发部

受到淡水河谷大坝事故及澳洲飓风的影响，2019 年上半年澳洲巴西整体的发货量出现大幅下滑。其中巴西淡水河谷的事故虽发生在年初，但是由于港口仍然备有一定库存，故发货的回落从三月才开始逐渐体现，同时叠加巴西雨季因素，其周度发货在 4 月上旬一度下滑至 200 万吨左右，不及往年同期水平的一半；澳洲方面则由于 3 月中下旬飓风的影响，故发货的快速下滑也出现在 3 月底及 4 月初。

此后澳洲方面随着飓风影响的消退，发货逐渐回升至正常水平。澳洲发货量下半年出现回升，周均发货量 1614.5 万吨，环比上半年增加 10.21 万吨，同比 2018 年上升 18.2 万吨。巴西方面，下半年周均发货量为 654.7 万吨，较上半年上升 87.33 万吨，但仍同比下滑 20.3%。整体来看，外矿总发货出现回暖，但巴西地区发运量仍相对偏低。我们认为随着淡水河谷逐渐恢复生产，供应增量将逐步体现在 2020 年的发货量上。

图 6: 巴西发货季节图 (万吨)

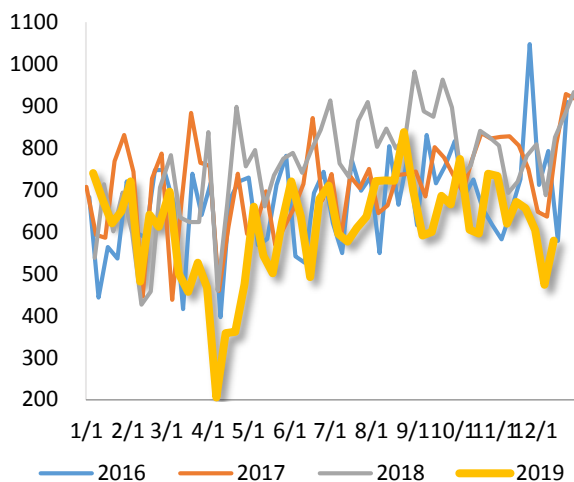
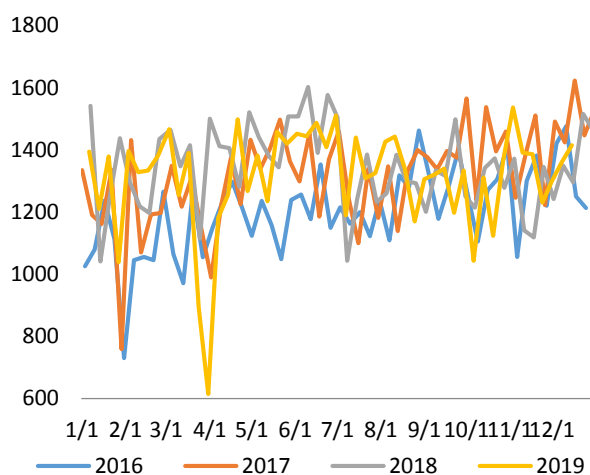


图 7: 澳洲发货季节图 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

从四大矿山的前三季度的产量及发运量情况来看, 淡水河谷下滑最为明显, 同比下滑超过 20%, 此外力拓前三季度也有 12.7% 的同比下滑。FMG 是四大矿山中唯一发运量正增长的公司, 同比 2018 年增加 2.5%。

表 1: 全球主要矿山季度发运量/产量 (百万吨)

	三季度产量	财年总产量	发运/销售	年计划	备注
BHP	61.01	61.01	68.29	242-253	2020 财年
力拓 (皮尔巴拉 100%)	87.30	240.60	86.10	320-330	
Vale	86.70	223.63	85.12	307-312	靠近中间值
FMG	45.1	45.1	42.2	170-175	2020 财年
合计	280.11	652.34	281.71		

数据来源: 公司官网, 兴证期货研发部

从四大矿山目前公布的产量及销量目标总和来看, 2019 年虽然出现下滑, 但 2020 年供应将随着淡水河谷矿区的复产重新回升。结合其官方公告来看, 我们预计 2020 年四大矿山与 2019 年相比供应将增加 6315 万吨左右。此外, 从主要的非主流矿山报告中, 我们也梳理了 2020 年的发运预计: 同比 2019 年增加 1415 万吨。整体而言, 2020 年全球铁矿石产量预计增加 7760 万吨, 同比 2019 年增长 6.1%, 较 2018 年增加 3310 万吨。

但值得注意的是, 印度的 NMDC 将在 2020 年 3 月底矿山租期到期, 而目前仍在寻求政府重置租期。如果其不能按时更新租期, 存在所有在产产能被迫停产的风险。因此印度地区的铁矿石供应存在较大不确定性。

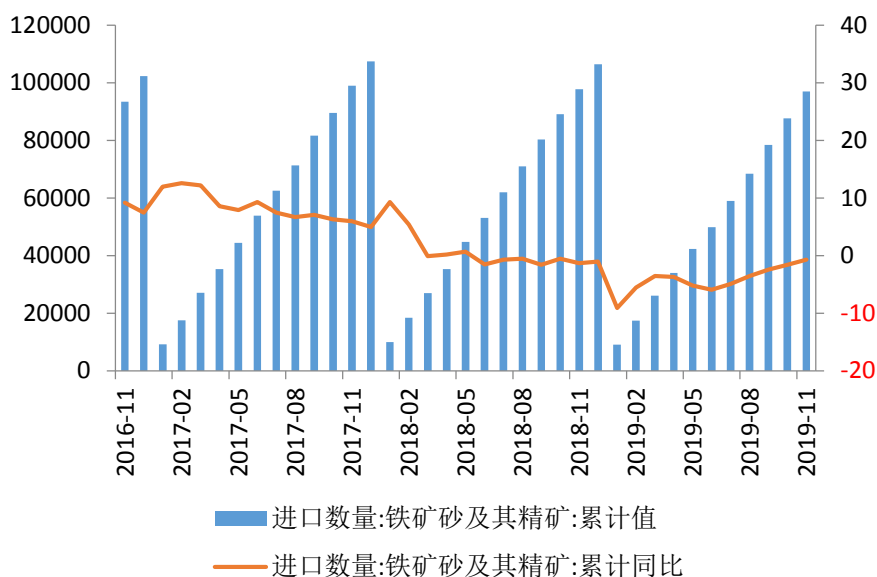
表 2: 全球主要矿山目标产量/销量 (百万吨)

公司	2018	2019E	yoy	2020E	y-y	yoy
Vale	365.7	309	-15.5%	347.5	38.5	12.5%
Rio	338.2	325	-3.9%	341.25	16.25	5.0%
BHP	273.2	270.5	-1.0%	279.5	9	3.3%
FMG	170	173.1	1.8%	172.5	-0.6	-0.3%
Roy Hill	51	53.5	4.9%	56	2.5	4.7%
Anglo American	46	65.5	42.39%	65.5	0	0.0%
Atlas	8.8	8.4	-4.5%	8.8	0.4	4.8%
MRL	4.84	6.59	36.2%	15.5	8.91	135.2%
Cliffs	20.56	18.83	-8.4%	20	1.17	6.2%
*NMDC	31.88	33.53	5.2%	35	1.47	4.4%
合计	1310.18	1263.95	-3.53%	1341.55	77.6	6.14%

数据来源: 公司官网, 兴证期货研发部 (*代表存在较大不确定性的矿企)

截至 11 月份, 我国累计进口铁矿砂及其精矿 9.71 亿吨, 累计同比下降 0.7%, 降幅明显收窄。从 2019 年 6 月开始, 我国铁矿石单月进口量同比出现增长, 其中 11 月单月进口量 9351.3 万吨, 同比上升 8.48%。我们预计在淡水河谷逐渐恢复供应的背景下, 进口量将在 2020 年明显回升。虽然全球产量预计增加超过 5%, 但由于东南亚地区, 尤其是印度将转变为铁矿净进口国, 成为铁矿石需求增量的最大地区。因此我们认为 2020 年我国铁矿石进口量将同比 2019 年增加 3%, 约 3180 万吨。

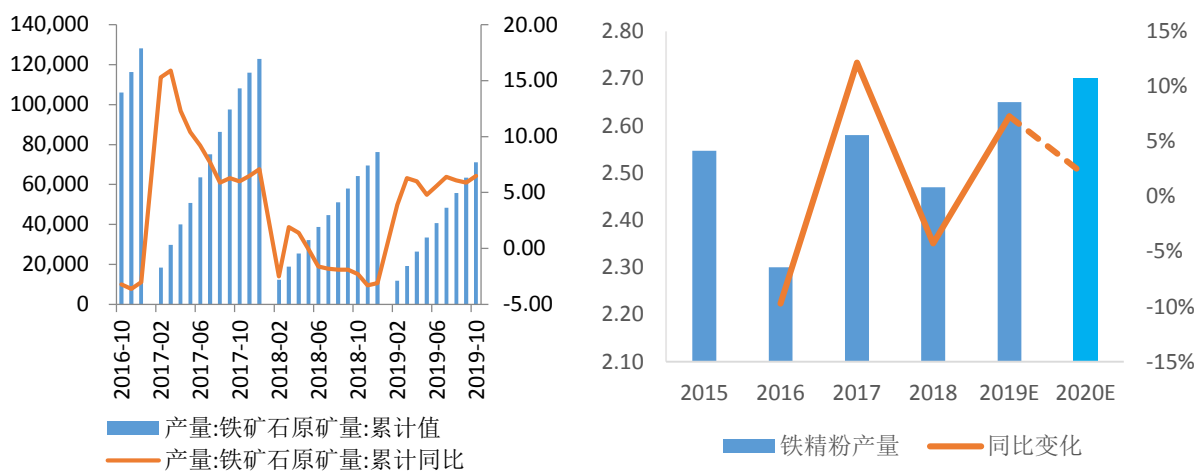
图 8: 我国铁矿石进口量 (万吨) 增速 (% , 右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

统计局数据显示,截至2019年10月全国铁矿原矿累计产量为7.12亿吨,累计同比增长6.5%。Mysteel 统计数据显示,2019年一季度全国精粉产量为6155.0万吨,同比2018年增加219.1万吨,增幅为3.56%。由于目前铁矿石价格维持在90美元/吨以上水平,2020年回落至70美元/吨以下需要一定时间,因此2020年国产矿仍将维持盈利生产,我们预计2020年国产铁精粉全年产量增长在1000万吨左右。

图9: 国内原矿产量(万吨)增速(%右轴) 图10: 国内铁精粉产量(万吨)增速(%右轴)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

铁矿石供应方面总体来看,由于巴西溃坝和澳洲飓风的影响大部分体现在了上半年的发货和生产上,下半年铁矿产量相比上半年出现了明显回升。根据对主流矿山的产销数据梳理,我们认为在中性情况下,2020年全球铁矿石产量将出现同比增长5%,我国铁矿石供应增量约4200万吨,增幅3.1%。

表3: 2020年全球铁矿产量情景分析

情景	监测指标	指标变化	产量表现
乐观	淡水河谷复产情况 澳洲发货情况 非主流矿山复产情况	淡水河谷超预期复产,澳洲发货正常,非主流矿山加速扩张	同比2019上升7%
中性		淡水河谷按预期复产,澳洲发货正常,非主流矿山正常生产	同比2019上升5%
悲观		淡水河谷复产不及预期,澳洲发货受阻,印度矿山被迫停产	同比2019上升3%

数据来源: 公司官网, Wind, 兴证期货研发部

3. 库存与需求: 国内需求增幅有限

由于受到澳洲飓风及巴西大坝事故和暴雨的影响,铁矿石到港量在2019年上半年持续维持

低位；另一方面由于钢厂生产积极性较高，铁矿石需求较好，国内港口疏港量持续走高。下半年随着淡水河谷逐步恢复生产，到港量出现明显回升；疏港量则在钢厂低库存的背景下，伴随不时的补库需求，维持高位。我们认为目前 90 美元/吨以上的现货矿价将迫使钢厂长期维持低库存，预计 2020 年到港量将在进口量的增加背景下出现增长；而间接性的钢厂补库也会推涨疏港量。

图 11: 全国 45 港口日均疏港量 (万吨)

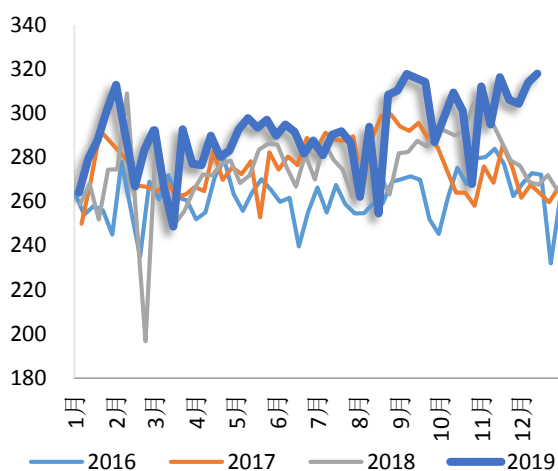
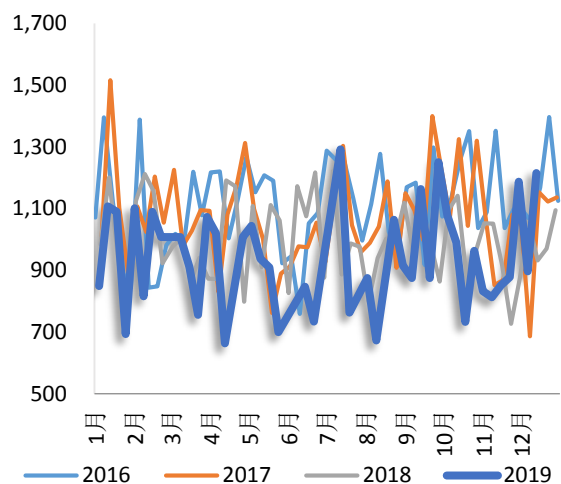


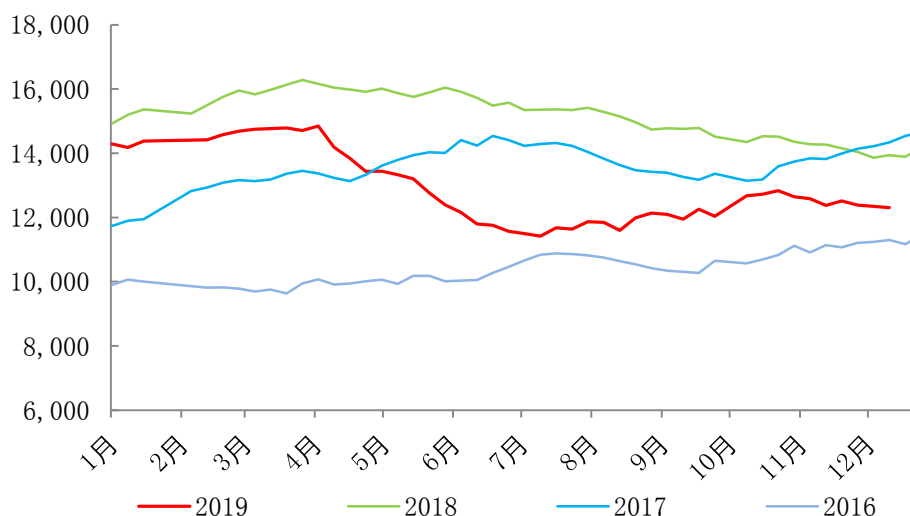
图 12: 北方港口到港量 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2019 年上半年的低到港、高疏港的情况使得全国港口库存出现了快速去化：截至 6 月中旬全国港口库存与年初相比去化超过两千万吨，创下 2017 年 1 月以来的新低。但进入下半年后，随着淡水河谷逐步复产，港口库存出现明显增加：截至 10 月 27 日，45 港港口库存重新回升至 12863 万吨，创 6 月以来新高。但进入 11 月后，在北方钢厂补库趋强的情况下，铁矿库存重新回落：截至 12 月 13 日，45 港港口库存为 12307 万吨，较 10 月高位下降 556 万吨，垒库幅度有限。

图 13: 全国 45 港口铁矿石库存 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

钢厂烧结矿库存在 2019 年全年处于相对低位: 2019 年烧结矿钢厂平均库存为 1610 万吨, 同比下降 240 万吨, 降幅 13%。虽然钢厂整体补库意愿一直不高, 但持续低位库存叠加中性位置的烧结日耗, 导致部分矿石库存偏低的钢厂仍然存在刚性补库需求。从往年数据来看, 春节前夕钢厂都会有集中补库情况, 铁矿石需求或持续至一季度。

图 14: 钢厂烧结粉矿库存 (万吨)

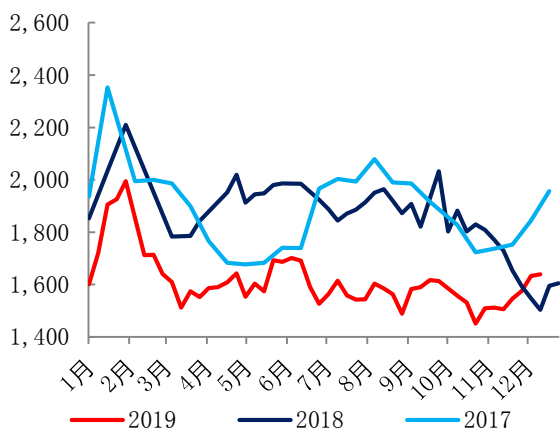
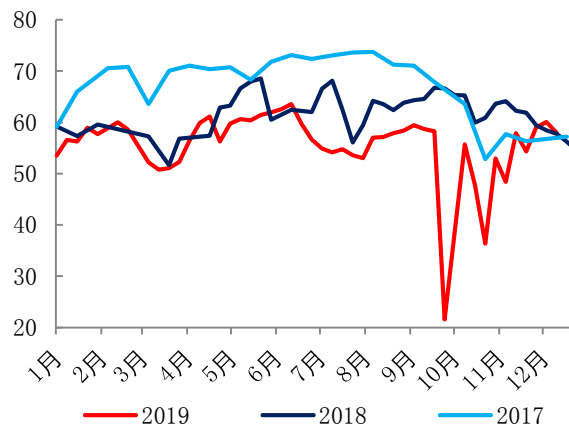


图 15: 钢厂烧结日耗 (万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

根据我们钢材年报:《钢价重心下移, 走势先高后低》中的分析, 2020 年国内将有较多产能置换落地。根据统计, 预计 2020 年通过新增产能增加的炼铁产量为 500 万吨, 炼钢产量为 380 万吨。另外结合当前的新上设备的产能利用率增长速度, 预计 2020 年铁矿石需求环比增加 1600 万吨, 同比增加 1%。

表 4：2020 年产能置换调整表（万吨）

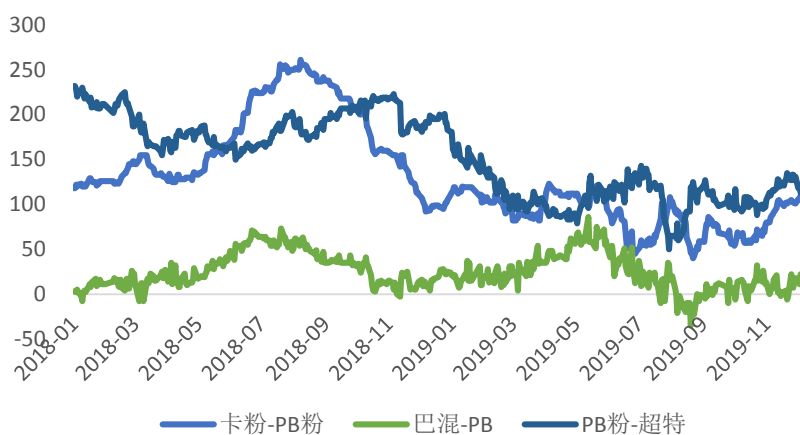
产能类别	炼铁产能	炼钢产能
退出（公示）	8648.28	8361.23
新增（公示）	7318.8	6837.05
净变化（公示）	-1329.48	-1524.18
退出（调整）	7351.04	7107.05
新增（调整）	8782.56	8204.46
净变化（调整）	1431.52	1097.41

数据来源：Wind，兴证期货研发部

4. 其他：钢厂利润收缩，挤压品种间价差

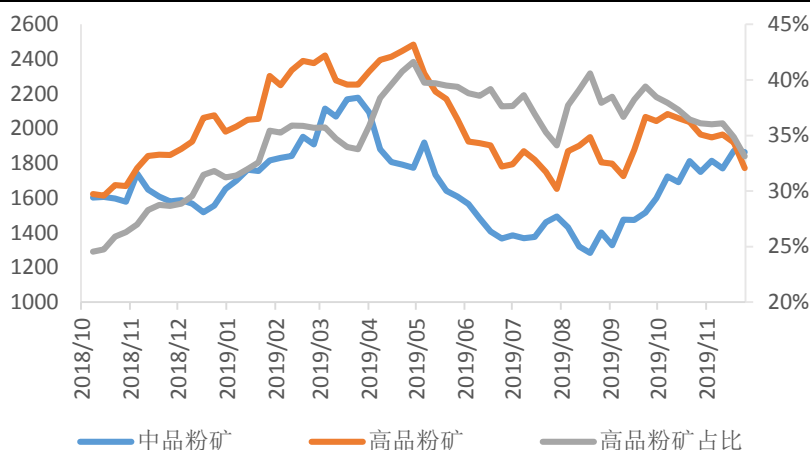
由于钢厂利润的收窄，低品位矿的性价比逐渐显现，而钢厂需求的上升使得以超特粉为代表的低品矿库存去化较快，价格相对偏强。青岛港卡粉与 PB 粉的平均价差由 2018 年的 170 元/湿吨下滑至 2019 年的 90 元/湿吨，目前价差在 110 元/湿吨左右；PB 粉与超特粉的平均价差也由 190 元/湿吨下滑至现在的 114 元/湿吨左右，目前价差在 112 元/吨。近期的价差扩大主要得益于钢厂利润的快速上升，钢厂对高品位矿的需求重新增加。相同的变化趋势在港口库存的高品位库存占比中也有体现：截至 12 月 13 日，北方六港高品位矿（铁品位大于 62%）库存为 1772 万吨，占比从年中的 38.6% 降低至 33.1%。但我们认为目前高企的钢厂利润难以维持，2020 年钢厂利润中心将小幅回落，预计高低品价差将维持在较低水平，短期结构性短缺或刺激铁矿石上涨。

图 16：青岛港铁矿各品种现货价差（元/湿吨）



数据来源：Mysteel，兴证期货研发部

图 17: 北方六港高低品矿库存 (万吨) 占比 (%右轴)



数据来源: 点钢网, 兴证期货研发部

海运费与人民币汇率的快速贬值对 2019 年矿石价格产生了一定支撑作用,但在原油价格难有大幅上行和中美贸易摩擦趋于缓和的背景下,2020 年海运和汇率对矿石的支撑作用难以持续。

图 18: 海运费 (BDI) (美元/吨右轴)

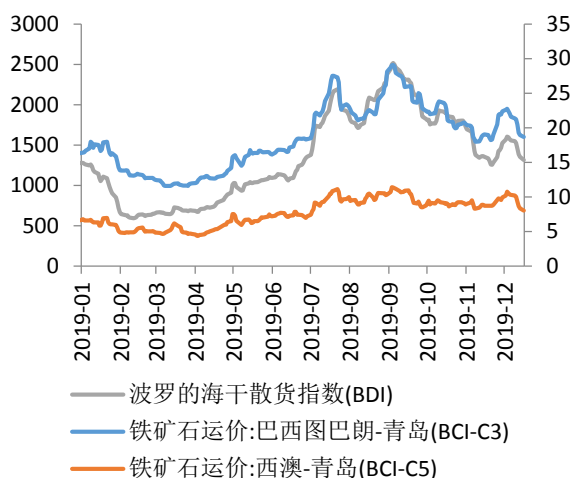
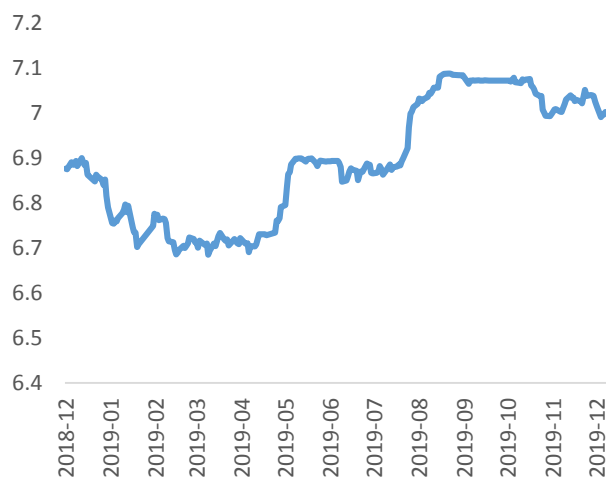


图 19: 中间价: 美元兑人民币



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

5. 2020 年走势展望: 供需逐渐宽松, 价格回落

供应端方面:根据我们对主要矿山的梳理,2020 年全球产量将同比 2019 年增加 7760 万吨,增幅 6.1%。但印度地区矿山在 2020 年 3 月存在租期续作的不确定性,以及以印度为代表的东南亚诸国快速扩张的钢铁产能,我们预计 2020 年我国进口铁矿石同比增加 3%,即 3180 万吨。国内铁矿石产量受成本影响较大,但目前相对高位的价格能够支撑地矿维持生产,我们预计 2020 年国产矿将有 1000 万吨左右的增量。整体而言,2020 年国内铁矿石供应较 2019 年

增加约 4000 万吨，增幅 3.1%。

相较于供应端明显扩张，铁矿石需求增幅有限。虽然根据统计，2020 年将约有约 4000 万吨新增净产能投放，但由于投放期主要集中在 2020 年四季度，对前三季度铁矿需求影响有限。同时结合产线更新和正利润下企业扩大生产的动力，我们估算 2020 年铁矿石需求同比增加约 1500 万吨，增幅 1%。

从供应和需求角度分析，我们看到的是铁矿石在 2020 年供需增速的明显劈叉。我们预计 2020 年终端需求将出现下行，届时钢材利润收缩将快速传导至利润较高的铁矿端。但考虑到当前钢厂库存低位，刚性补库需求仍将对铁矿石形成底部支撑。因此我们认为铁矿石在 2020 年的价格走势以震荡回落为主。价格区间为[70,90]美金/吨，对应盘面价格约为[520,700]元/吨。由于 2020 年的供应增量主要体现在上半年二季度，而下半年需求端将有较多新增钢铁产能释放，因此全年走势或呈现先下跌后上涨的“V”型反转，价格高点将出现在一季度，低点出现在二、三季度。

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。本报告清晰准确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。