

## 求真 细节 科技 无界

混沌天成研究院

工业品组

✎：工业品组

联系人：李思博

☎：17664092708

✉：lisb@chaosqh.com

从业资格号：F3000000

供应需求平衡趋弱 铁矿面临废钢冲击  
当前铁矿估值偏高 把握中长做空机会

## 观点概述：

目前铁矿石供应端发运稳定，3月下旬市场炒作疫情致港口封港影响发运实际上炒作基本落空，从数据来看，主要铁矿石发货国澳大利亚、巴西发运量都呈现增加的趋势，而需求端国内日均铁水增量有限，产量的增加多由电炉贡献，在钢厂利润维持的结构下，难以做出铁矿石需求大幅度增加的判断，反而是海外需求转弱或致外部铁元素积极发往中国。此外，废钢价格不断走低且到货增加，使得废钢与铁水的价差不断缩窄，高炉钢厂面临成本冲击。

故判断铁矿石短期见顶，第一阶段看空至国产矿成本上沿70USD，供应利好已经体现，随着澳巴发运的正常，到港增加需求较稳，但当前钢厂利润水平不足以支撑90USD的原料价格，预计钢厂维持低量采购，则铁矿石呈现供应环比增需求稳的状态，此消彼长，预计4月港库呈累库结构。海外疫情会影响国际铁矿石需求，近端影响日韩铁矿石发运为边际变量，后期发往中国铁矿石比例或为增加。而若后期铁矿石供应显著增加，判断难以维持70USD的价格，或进一步寻底。

## 策略建议：

背靠85~90USD做空铁矿石，近月回落后或有一定支撑回落后可介入正套，中长期看空09合约。

## 风险提示：

海外疫情影响澳洲巴西发运、国内刺激政策加码大幅度刺激房地产。

混沌天成期货研究院



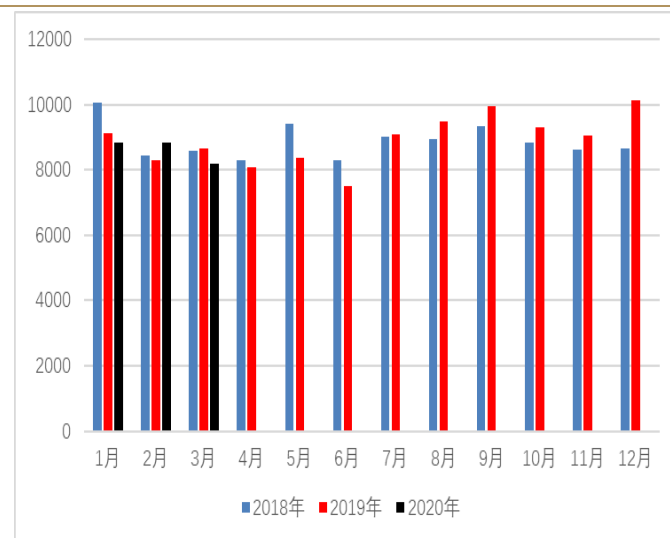
## 一、供应端：发运炒作但实际影响较小

3月下旬由于海外疫情扩散导致各国均受不同程度的影响，市场传言南非封国，印度封港，市场炒作疫情发展对供应端有影响，但实际上整体全球铁矿石发运保持稳定，作为资源出口国来说，出口大宗商品为本国重要的创汇及维持经济收入的手段，以澳大利亚及巴西为例，两国官方均发文表示要维持商品的生产与运输，从实际情况而言，南非印度等国的出口对供应扰动较小，而海外铁矿石受需求转弱的影响更大。

### 1. 中国铁矿石进口：1-2月超预期

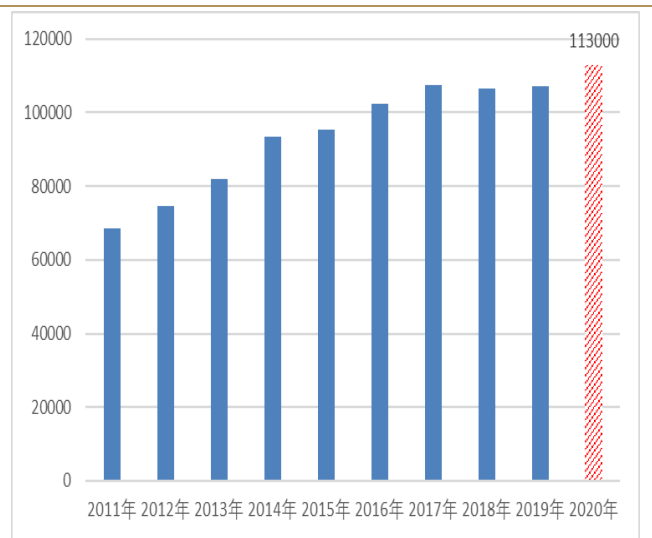
3月7日，1-2月我国钢材出口781.1万吨，同比减少27%；钢材进口204.1万吨，同比增长2.1%。1-2月，我国进口铁矿砂1.8亿吨，增加1.5%。我国铁矿石呈继续上升的态势：

图表 1：中国月度铁矿石进口量（万吨）



数据来源：MySteel，混沌天成研究院

图表 2：中国近年铁矿石进口量（万吨）



数据来源：MySteel，混沌天成研究院

受2019年巴西矿难及澳洲飓风影响，中国全年进口铁矿石与2018年几乎持平总量为107057万吨，2020年预计全年进口113000万吨，同比增约5.5%。

### 1. 四大矿山2019年产销回顾：2020全年供应前紧后松

图表 3：四大矿山产销表（万吨）

矿山产量	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1E	2020E	2020同比
力拓	7599	7974	8734	8357	32664	7955	33650	3.02%
淡水河谷	8504	7312	9783	8775	34374	7300	34500	0.37%
必和必拓	6361	7113	6925	6804	27203	6700	27750	2.01%
FMG	4300	4850	4510	4620	18280	4800	18700	2.30%
合计	26764	27249	29952	28556	112521	26755	114600	1.85%
矿山销量	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1E	2020E	2020同比
力拓	7271	9008	9057	9126	34462	8549	33500	-2.79%
淡水河谷	6772	7078	8511	8886	31247	8200	32500	4.01%
必和必拓	6285	7217	6829	6948	27279	6900	28000	2.64%
FMG	3830	4660	4220	4640	17350	4700	18000	3.75%
合计	24158	27963	28617	29600	110338	28349	112000	1.51%

数据来源：各矿山年报，混沌天成研究院

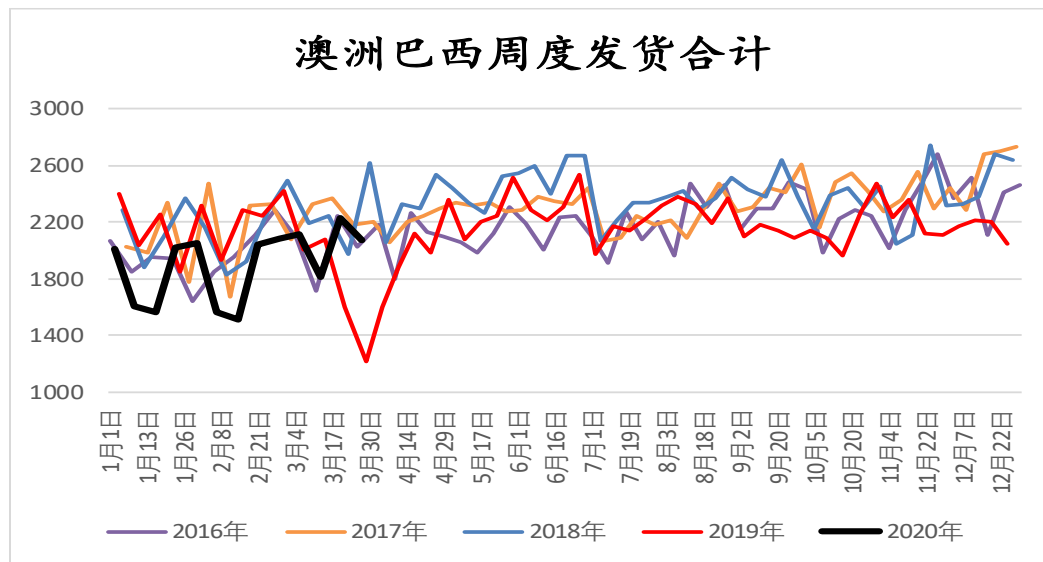
2019年Q4，力拓和必和必拓均有产量减量，其中力拓由于PB粉指标下降而导致的产量减量明显，但就发运来说，2019Q4四大矿山销量有所增长，总体来看，淡水河谷虽完成销量3.12亿吨，但处于其原计划3.07-3.32亿吨的中下值，澳洲三大矿均实现其原生产计划。

受巴西大雨、澳洲飓风的影响，预计2020Q1淡水河谷产销显著回落，澳洲三大矿山尤其是力拓呈稳中有降的结构。2020年预计澳巴矿山供应稳定，各大矿山项目稳定推进，预计全年保持增产格局，总产量预计11.45亿吨，同比增1.85%，而总销量11.27亿吨，同比1.51%，2020年全年铁矿石供应呈现前紧后松的格局。

### 3. 澳洲巴西发运

#### (1) 四大矿山发运：逐渐恢复

图表 4：澳洲巴西周度发货合计（万吨）

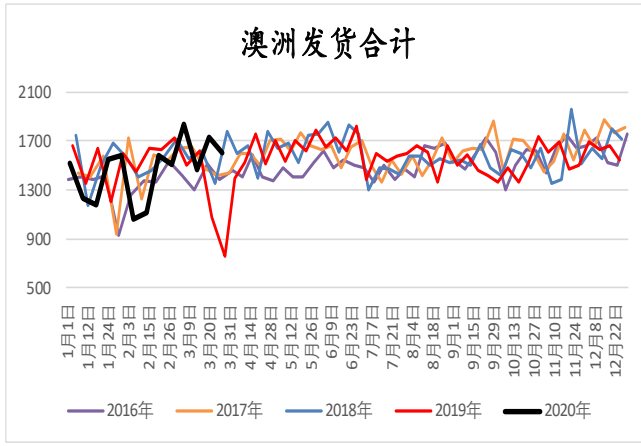


数据来源：MySteel，混沌天成研究院

上周澳洲巴西铁矿石发运合计2078.8万吨，环比减少149.6，高于上月均值1850，低于去年同期2247万吨，较去年平均值2154万吨低约70万吨，在巴西大雨，澳洲飓风的扰动过后，可以

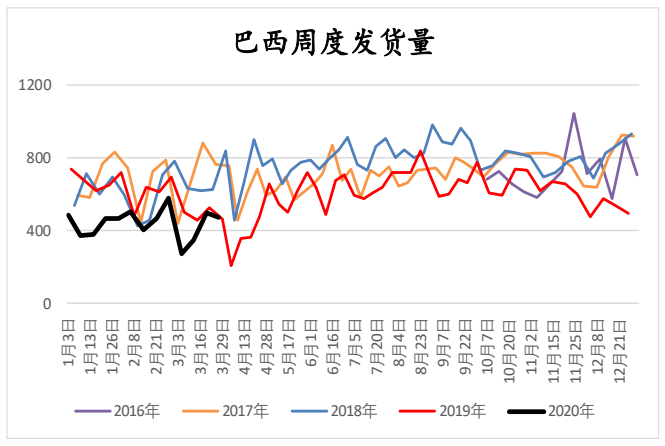
看出澳洲巴西整体的发运在恢复，但较往年偏高的运量仍有一定差距。

图表 5：澳洲周度发运合计（万吨）



数据来源：MySteel，混沌天成研究院

图表 6：巴西周度发运合计（万吨）

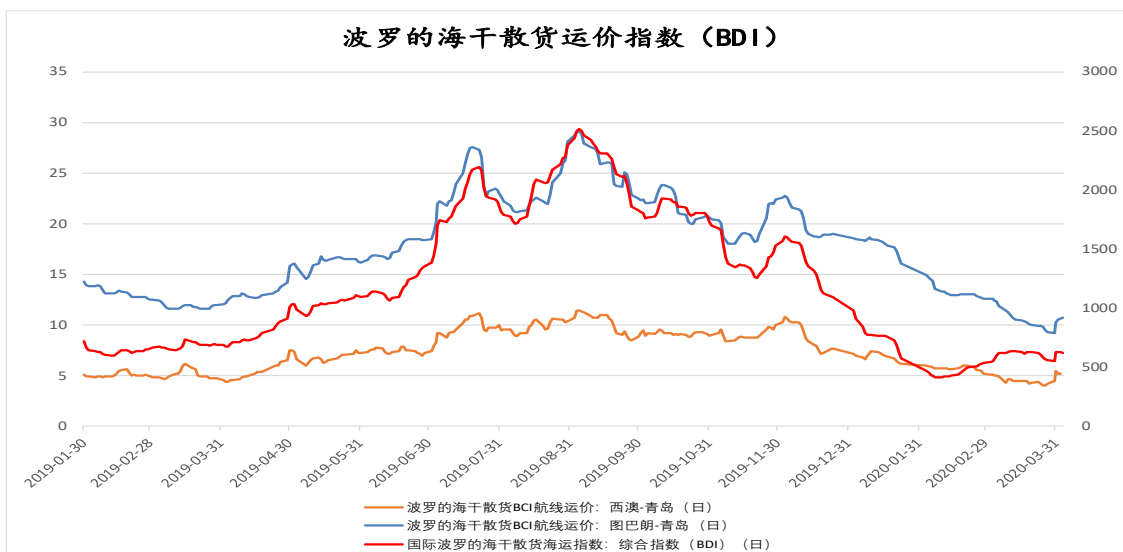


数据来源：MySteel，混沌天成研究院

本周澳洲发运量略微减少 122.7 万吨至 1605.9 万吨，由于力拓受之前飓风影响其港口和矿区的基础设施故发运仍未完全恢复，但从整体数据来看，近期若无大型飓风的影响，澳洲铁矿石发运将恢复稳定。而巴西发运量在受天气影响之后逐渐恢复正常，上周小幅度回落 26.9 万吨至 472.9，自今年年初以来，巴西发运饱受天气影响，实际发运不及预期，有市场传言 VALE 因安全生产问题和天气问题下调了 1 季度整体发运量至 5900 万吨，根据路透口径整理，2020 年 1 季度巴西累计发运 6344 万吨，考虑到 VALE 的发运比例占 90% 以上，则 VALE 大概率能完成发运目标，则不认为 2020 年 1 季度铁矿石会进一步紧张，2 季度铁矿供应环比宽松。

(2) 海运费

图表 7：波罗的海干散货运价指数（美元）

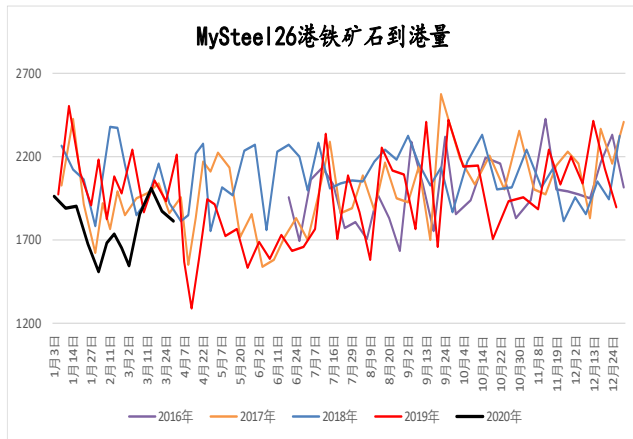


数据来源：MySteel，混沌天成研究院

以海运费的角度，今年年初海运费有一波显著的大跌，但是近期海运费企稳且有上升势头，显示出国际铁矿石发运的恢复。

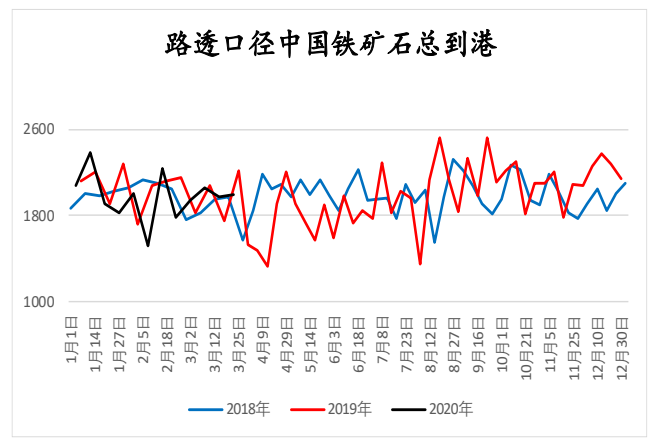
4. 中国到港、预计到港：到港偏低，预计恢复：

图表 8：中国铁矿石周度到港量（万吨）



数据来源：MySteel，混沌天成研究院

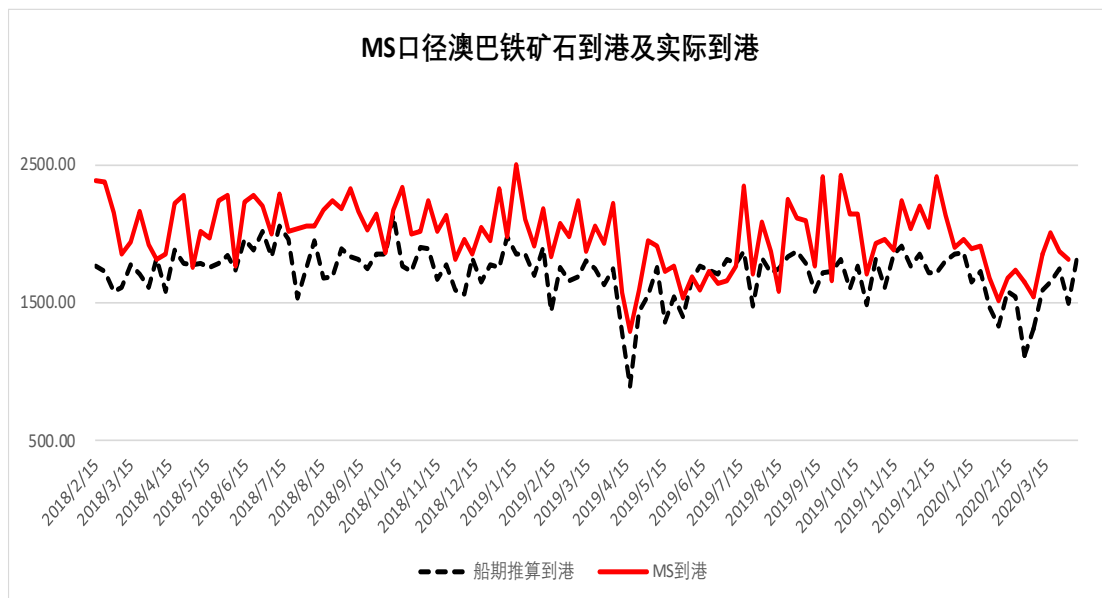
图表 9：路透口径中国铁矿石到港量（万吨）



数据来源：路透，混沌天成研究院

上周 MS 中国 26 港口到港量 1811.2 万吨，环比减少 62.5 万吨，是受前期巴西发运较低，近期澳洲飓风的影响，目前来看，中国铁矿石到港量仍处于偏低的状态，上周到港虽高于上月平均 1644 万吨，同时低于去年同期 2242 万吨，但预计未来环比改善，根据发运推断到港量如下图：

图表 10：MS 口径澳巴铁矿石到港量（万吨）

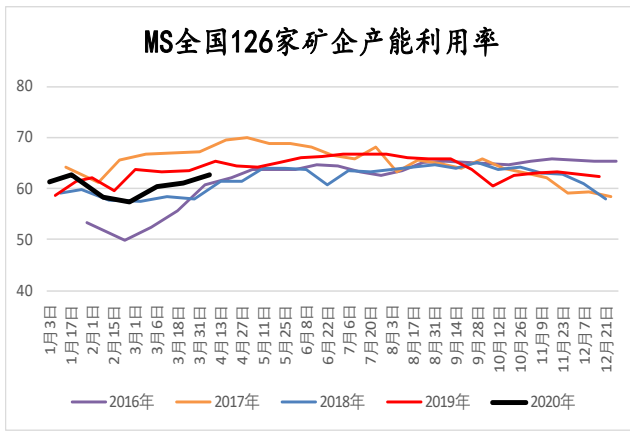


数据来源：MySteel，混沌天成研究院

由于 3 月上旬巴西大雨影响港口发运，预计 4 月上旬会有最后一次的因天气扰动导致的到港量偏低。

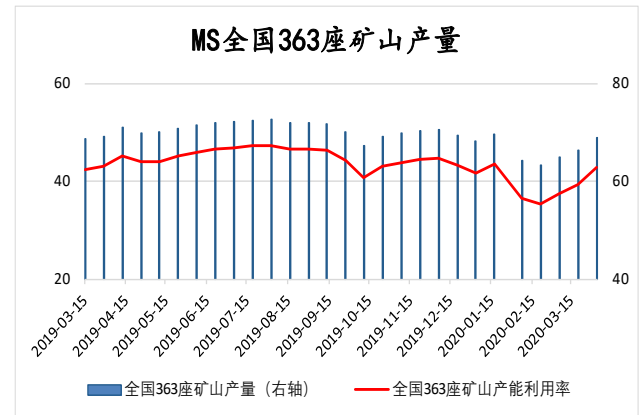
## 5. 内矿供应：国产矿供应恢复

图表 11：样本矿企产能利用率 (%)



数据来源：MySteel, 混沌天成研究院

图表 12：样本矿山产能利用率及日均产量 (%、万吨)



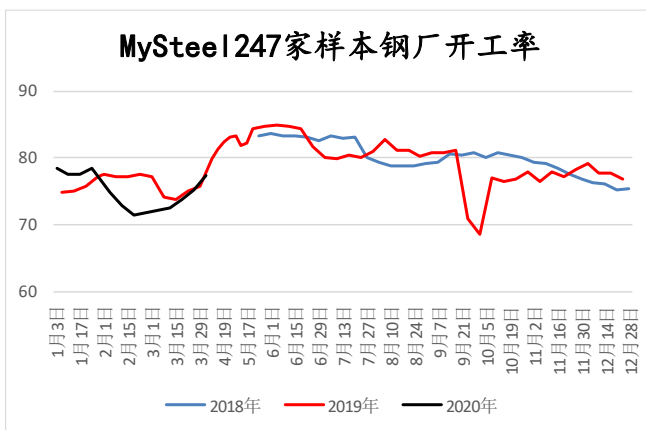
数据来源：MySteel, 混沌天成研究院

根据MS更新的口径，全国186家矿山企业的363座矿山周度日均产量为49.01万吨，较春节低值43.28有较明显的增长，据2019年8月产量峰值52.5仍有一定差距，但随着复工的渐次开展，预计国产铁精粉供应量稳步增加。

## 二、铁矿石需求：发运恢复需求维持 预计出现库存拐点

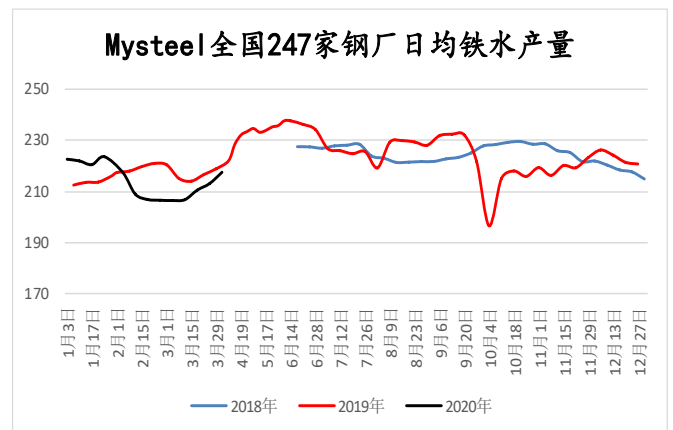
### 1. 高炉生产情况：稳中有升，铁水增量不大

图表 13：样本高炉钢厂开工率 (%)



数据来源：MySteel, 混沌天成研究院

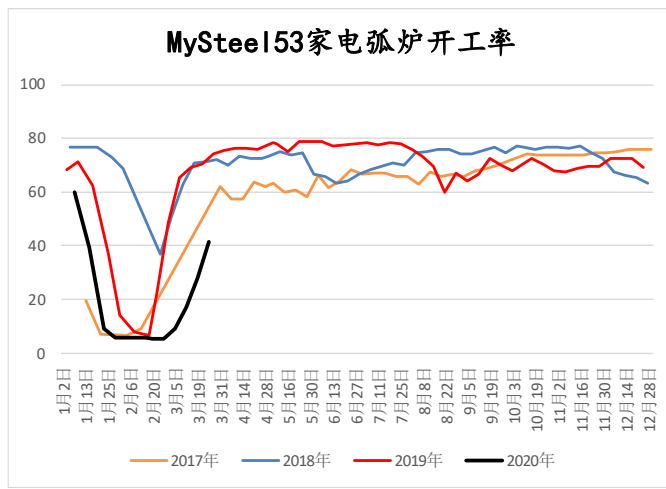
图表 14：样本高炉钢厂日均铁水产量 (%)



数据来源：MySteel, 混沌天成研究院

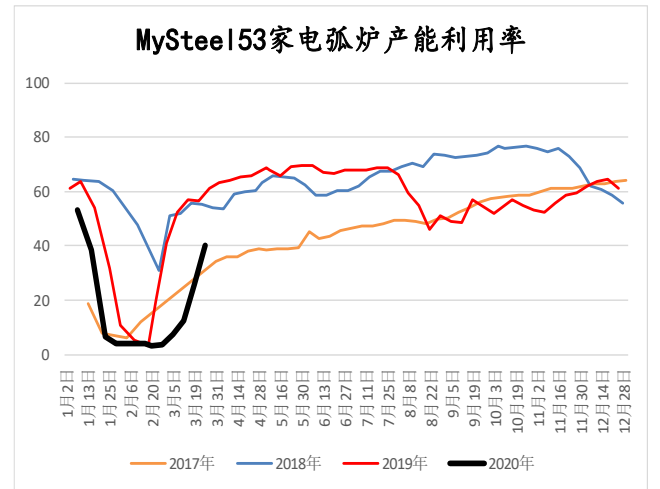
就高炉开工率而言，自春节回来后，受疫情和利润水平影响，样本钢厂开工率维持70%左右的偏低水平，本周由于3月检修结束，247家样本开工率有所增加，但在当前利润区间，难以刺激钢厂开工率大幅度增加，预计下周按照检修情况来看，开工率小幅度增加。本周MS统计，全国247家高炉钢厂日均铁水产量217万吨每日，略高于去年同期215万吨约2万吨，当前铁水产量维持偏低水平，但上下空间均不大，预计继续维持该水平，下周据市场统计建材产量有所增加，主要以电炉贡献为主，如下图：

图表 15: 样本电炉钢厂开工率 (%)



数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

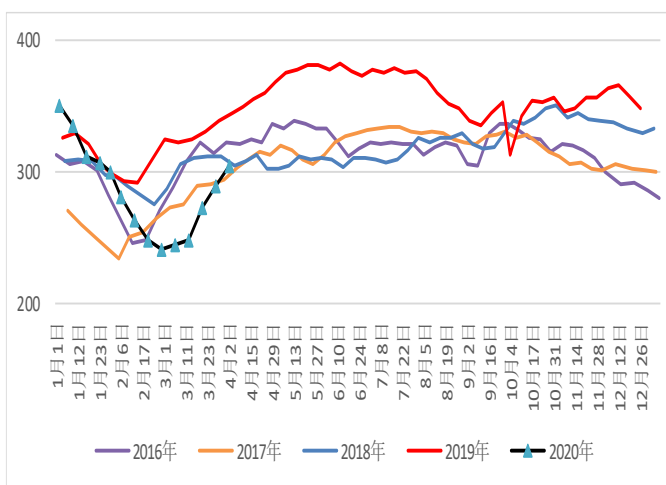
图表 16: 样本电炉钢厂产能利用率 (%)



数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

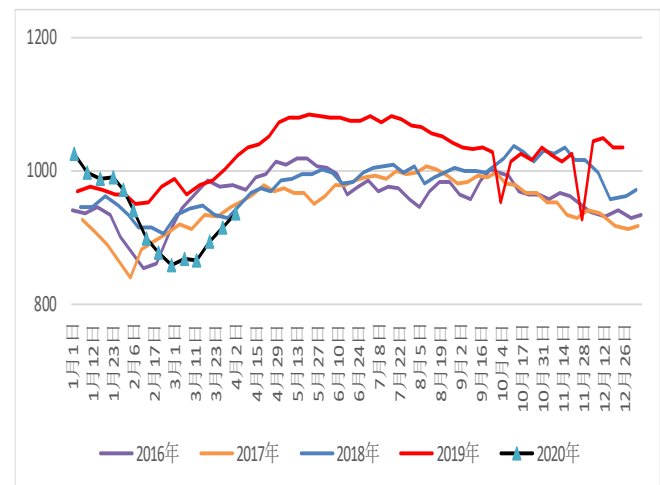
由于春节假期及疫情影响, 电炉开工率始终处于低位, 废钢价格不断下跌使得部分区域电炉钢生产有利润, 据统计下周西南, 华东均有电炉复工, 预计钢材总产量增加。

图表 17: MS 周度螺纹钢产量 (万吨)



数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

图表 18: MS 周度钢材总产量 (时间) (单位)

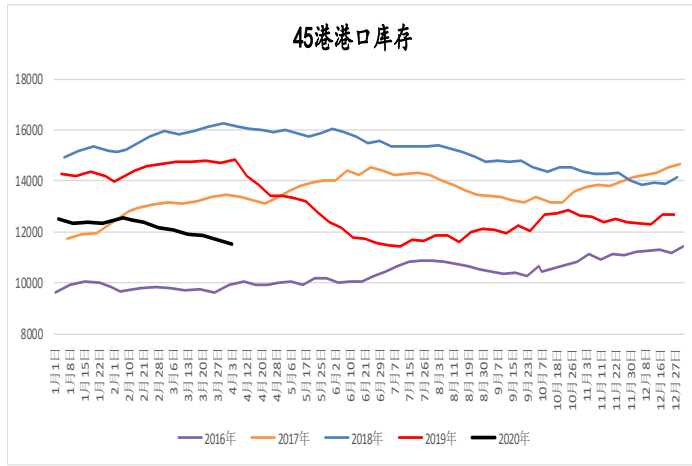


数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

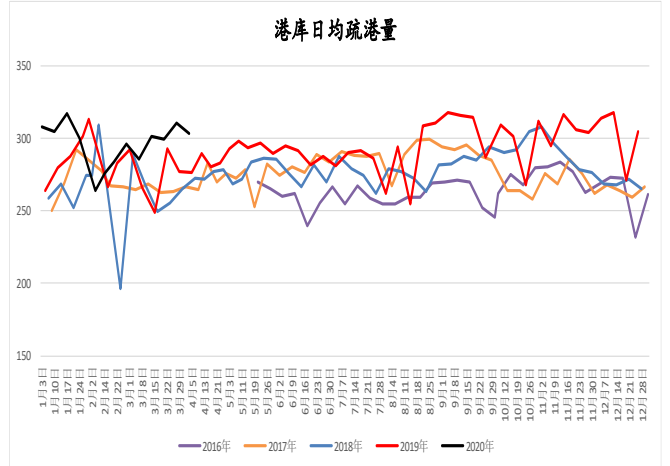
由于前期高炉钢厂检修加之电炉开工率及产量均处于低位, 在 2 月下旬螺纹产量较去年同期减少约 20%, 但是随着废钢价格不断走低和到货显著增加, 电炉的复工对产量的贡献明显, 当前螺纹产量较去年同期减量约 30 万吨, 预计本周减量进一步缩小。

2. 库存情况：港库降库厂库回升，疏港处于高位

图表 19：MS 周度港口（万吨）



图表 20：MS 港库日均疏港量（万吨）

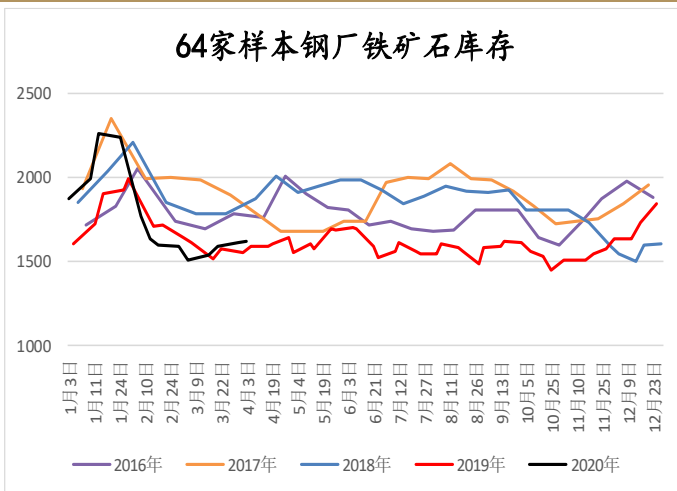


数据来源：MySteel, 混沌天成研究院

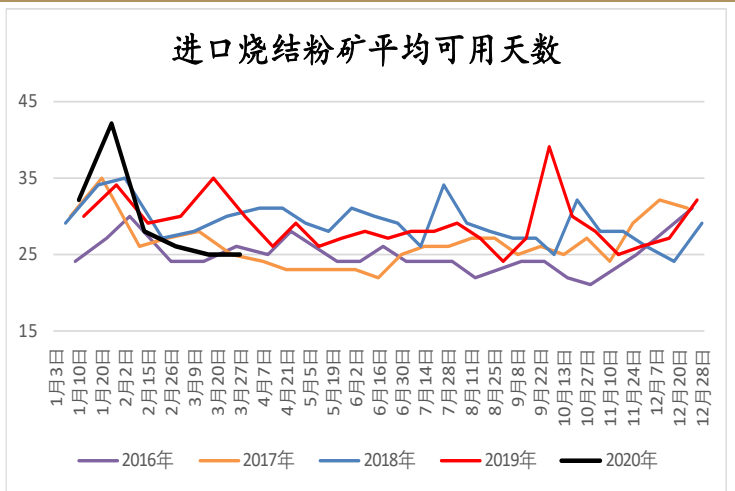
数据来源：MySteel, 混沌天成研究院

本周铁矿石港口库存降 158.59 万吨至 11536，较去年同期 14702 减少约 3000 万吨，主要因为到港偏低且疏港偏高所致，疏港偏高是因为钢厂自去年起采取低厂内库存高疏港的高周转按需采购的库存策略，而由于突发的疫情使得原本按照春节七天假期补库的钢厂较为被动，在运输恢复后，有明显的多拉货回厂做原料储备的行为，从疏港量上有较明显的体现。本周疏港量略微回落至每日 303 万吨，春节假期过后疏港量有较为显著的增加，但据港口反映南方港口转水有所回落，反映出钢厂需求阶段出现高点，钢厂以消耗厂内库存为主，观察厂内库存也处于较低的水平，如下图：

图表 21：样本钢厂铁矿石库存（万吨）



图表 22：样本钢厂烧结矿平均可用天数（天）



数据来源：MySteel, 混沌天成研究院

数据来源：MySteel, 混沌天成研究院

本周样本厂内库存增加 5 万吨至 1617 万吨，处于偏低的水平，考虑到物流不畅通，或有在途铁矿石运输，判断厂内铁矿石很难进一步降库，当前进口矿日耗 57.82，环比增加约 1.1 万吨每日，使得进口矿平均可用天数较节前有比较明显的回落。可以说，当前港口库存及厂内库存压力不大。

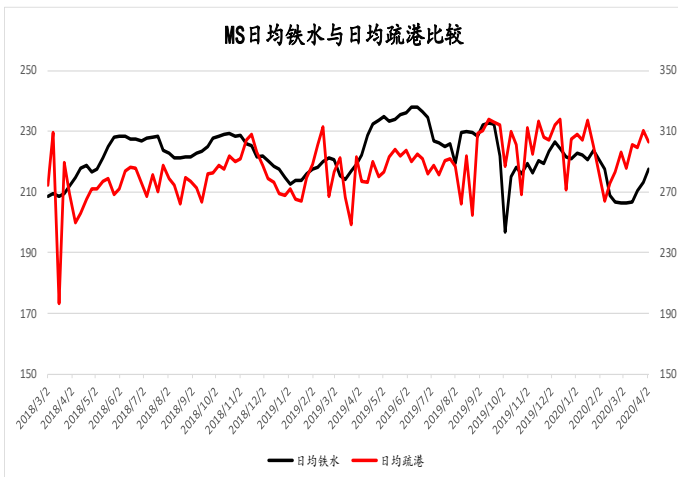
请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS TERNARY RESEARCH



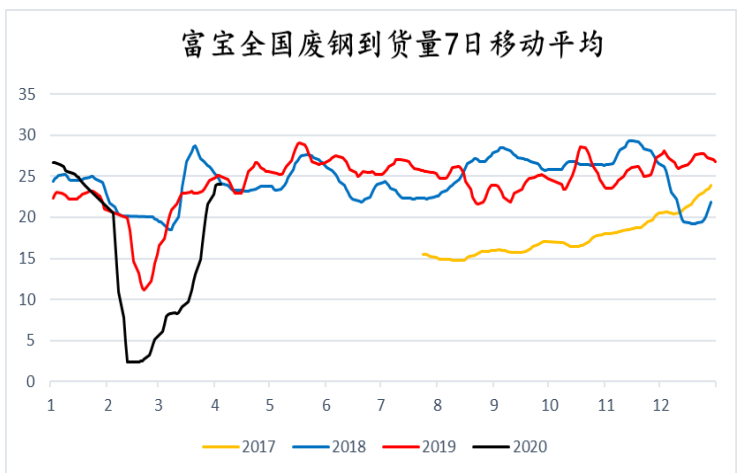
但港口库存降库不一定代表着铁矿石需求好，从上文中的日均铁水产量可知，当前日均铁水产量变动区间有限，以19年均值来看仍处于偏低的水平，与当前300左右的日均疏港数据是劈叉的，显示出当前铁矿石的降库只是库存转移，并非实际铁矿石需求高，另一方面，废钢到货的持续增加，不仅佐证了当前铁元素并不紧缺，更代表着由于废钢价格下跌带来的废钢入炉经济性对于铁矿石需求的挤出，我们将在螺纹周报中进一步讨论电炉和高炉的生产状态，到目前的简单结论是，随着未来到港的增加，铁矿石供应偏紧的状态将有所缓和，预计4月份港库呈累库状态。

图表 23：样本钢厂铁矿石库存（万吨）



数据来源：MySteel，混沌天成研究院

图表 24：样本钢厂烧结矿平均可用天数（天）



数据来源：富宝网，混沌天成研究院

### 三. 期货现货表现回顾

#### 1. 汇总数据一览

图表 25：期货市场、现货市场回顾

期货市场	项目	本周值	上周值	涨跌	上月同期	涨跌	去年同期	涨跌
	主力合约收盘价	647	645.5	1.50	660	-13.00	702	-55.00
	月差(主力正套)	34	28	6.00	30.5	3.50	51	-17.00
	月差(次主力正套)	34	28	6.00	31	3.00	51	-17.00
	螺矿比主力	5.61	5.69	-0.07	5.56	0.05	6.11	-0.50
	河北现货螺矿比	5.27	5.31	-0.04	5.02	0.25	6.21	-0.94
	山东现货螺矿比	5.67	5.62	0.05	5.34	0.33	6.53	-0.86
	金布巴主力基差	115.48	108.04	7.43	57.09	58.39	96.17	19.30
	普氏指数	82.65	87.05	-4.40	91.80	-9.15	95.15	-12.50
	盘面钢厂利润	253.30	289.70	-36.40	304.50	-51.20	842.15	-588.85
	河北现货钢厂利润	343.00	339.60	3.40	176.00	167.00	925.80	-582.80
	山东现货钢厂利润	484.00	435.80	48.20	283.80	200.20	1038.80	-554.80

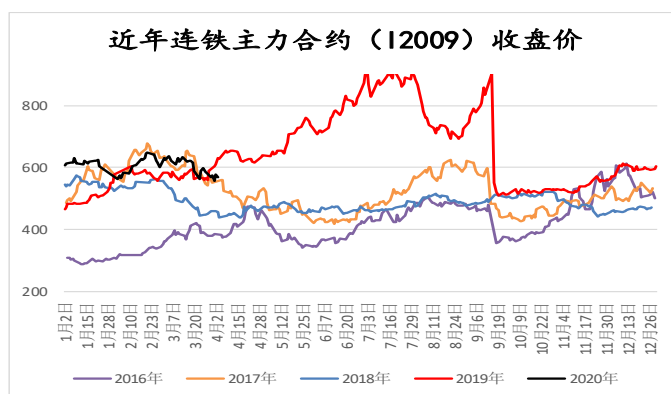
  

现货市场	品名	青岛港	上周值	涨跌	曹妃甸	上周值	涨跌	
	61.5%PB粉	635	637	-2	645	644	1	
	62.5%PB块	841	847	-6	838	863	-25	
	61%金布巴粉	592	587	5	598	596	2	
	56.5%超特粉	514	510	4	516	519	-3	
	65%卡粉	792	790	2	787	791	-4	
	62.5%BRBF	674	669	5	665	679	-14	
	65%铁精粉	880	880	0	800	820	-20	
	青岛港高低品价差	本周值	上周值	涨跌	上月同期	涨跌	去年同期	涨跌
	PB-超特价差	121	127	-6	119.00	2	87.00	34
	卡粉-PB粉价差	157	153	4	146.00	11	120.00	37
	PB块-PB粉	206	210	-4	209.00	-3	219.00	-13
	青岛BRBF-PB粉	39	32	7	19.00	20	43.00	-4
	青岛PB粉落地利润	15.36	16.78	-1.42	-4.08	19.44	-12.44	27.80
	青岛PB块落地利润	100.70	87.70	13.00	51.09	49.61	7.35	93.35

数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

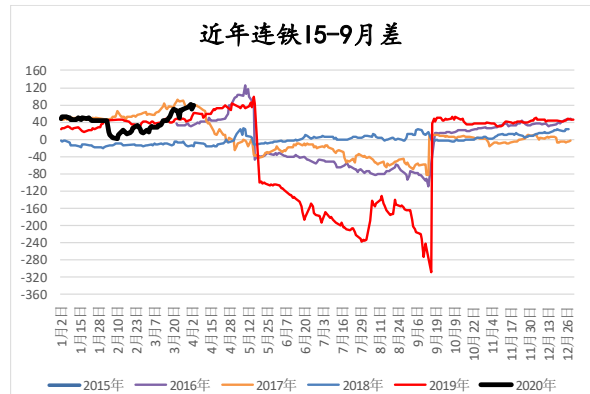
## 2. 主力合约收盘价及月差

图表 26: 近年2连铁主力合约收盘价(元)



数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

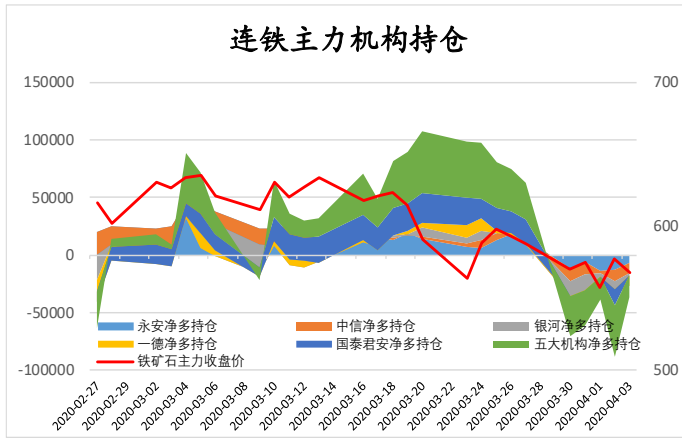
图表 27: 近年连铁5-9月差(元)



数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

### 3. 主要机构持仓及成交量

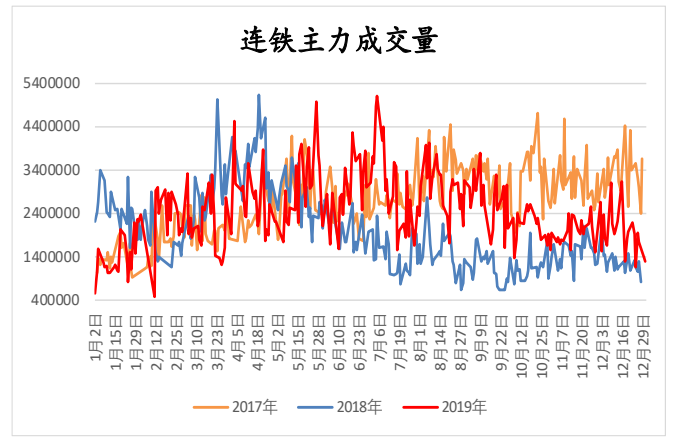
图表 28：连铁 5 大机构持仓（手）



数据来源：MySteel，混沌天成研究院

上周铁矿石主力合约冲高回落，各大机构以减仓为主，且主力净多减仓明显。

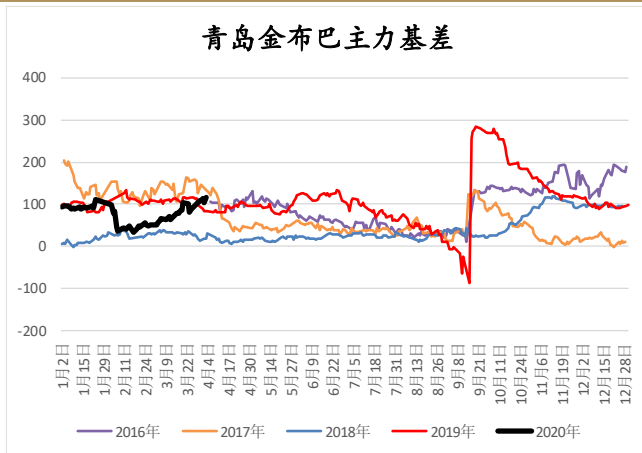
图表 29：连铁主力成交量（手）



数据来源：MySteel，混沌天成研究院

### 4. 铁矿石主力基差及螺矿比

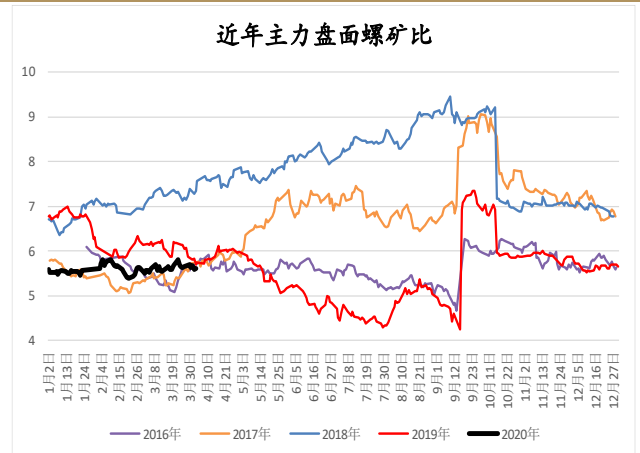
图表 30：青岛金布巴主力基差（元）



数据来源：MySteel，混沌天成研究院

本周基差变动不大，螺矿比较往年较低。

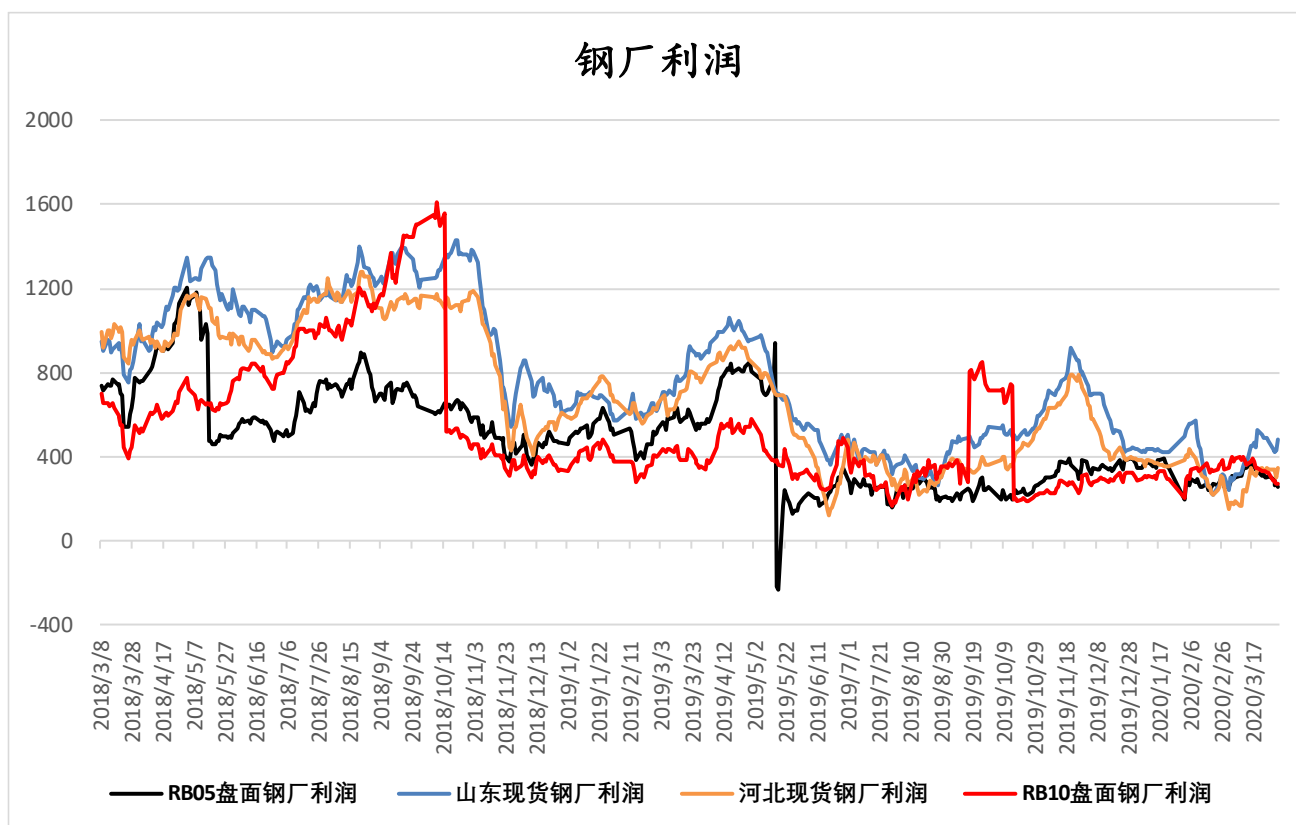
图表 31：近年主力盘面螺矿比



数据来源：MySteel，混沌天成研究院

### 5. 钢厂利润：钢厂利润维持低位

图表 32：主力盘面及现货钢厂利润（元）

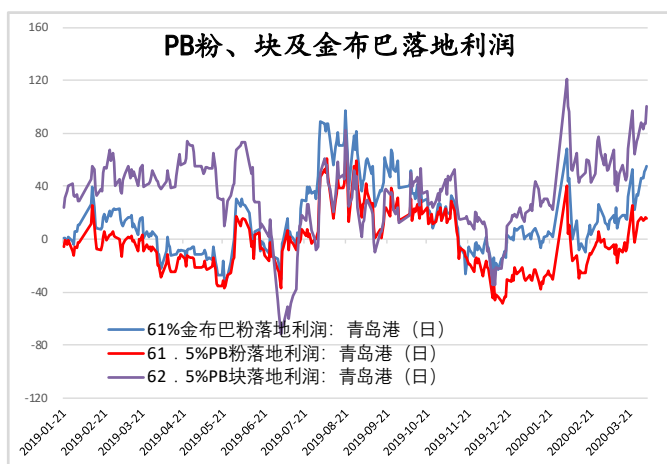


数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

受疫情影响, 钢材现货库存累库较高而下游未恢复, 钢厂利润承压, 钢厂对于当前 90USD 水平的铁矿石现货接受程度不高, 对铁矿涨价较为抵触。

#### 6. 铁矿落地利润: 外盘转弱现货高, 落地利润转正

图表 33: 各矿种落地利润 (元)



数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

图表 34: 各矿种落地利润 (元)

青岛港落地利润	本周值	上周值	上月值	去年同期
PB粉	15.36	16.78	-11.90	-12.89
PB块	100.70	87.70	41.39	3.08
金布巴粉	55.13	46.46	12.54	-5.82
超特粉	6.56	3.40	-2.80	-20.32
BRBF	25.30	17.42	-24.41	-13.07
卡粉	50.23	41.40	8.86	-16.07

数据来源: MySteel, 混沌天成研究院

由于外盘受海外疫情影响, 预计海外需求有所回落, 普氏指数上周五在内盘收盘后大跌。近一

段时间以来，外盘普氏涨跌均不及内盘，且内盘现货价格较为坚挺，使得各矿种落地利润好转。

## 四. 平衡表及结论

### 1. 平衡表调整

图表 35：主力盘面及现货钢厂利润（元）

月份	内矿日均产量	国内铁矿供应	澳大利亚进口量	巴西进口量	其他国家进口量	进口矿合计用量	铁矿总供给	日均生铁产量	月度铁矿需求	月度供需缺口(供-需)	月度港口库存变化	中国铁矿石进口量	日均疏港量月度平均	累计港口库存变化	港库期终库存
2019年1月	47.52	1473	5760	1910	1461	8218	9691	217	9374	317	353	9131	283	353	14200
2019年2月	47.72	1479	4845	2258	1204	7476	8956	204	8813	143	-611	8307	288	-258	
2019年3月	48.72	1510	5361	1889	1392	7778	9288	218	9418	-129	104	8642	275	-154	
2019年4月	50.4	1562	4820	1781	1472	7266	8828	232	10022	-1194	-682	8073	282	-836	
2019年5月	50.4	1562	5660	1252	1463	7538	9100	240	10368	-1268	-677	8375	292	-1513	
2019年6月	50	1550	5589	762	1161	6761	8311	233	10066	-1755	-1385	7512	287	-2898	11400
2019年7月	52.5	1628	5834	1792	1474	8190	9818	230	9936	-119	420	9100	280	-2478	
2019年8月	52.13	1616	5978	1912	1595	8537	10153	237	10238	-86	278	9485	297	-2200	
2019年9月	50.9	1578	5935	2362	1638	8942	10519	224	9677	843	666	9935	299	-1534	
2019年10月	48.25	1496	5399	2405	1481	8357	9852	219	9461	391	233	9285	292	-1301	
2019年11月	50.05	1552	5140	2342	1581	8157	9708	216	9331	377	-423	9063	306	-1724	
2019年12月	51.7	1603	6127	2227	1774	9115	10718	220	9504	1214	766	10128	302	-958	12500
2020年1月	48	1488	5700	1828	1600	8215	9703	220	9504	199	-389	9128	307	-1347	
2020年2月	44	1364	5650	1806	1550	8105	9469	209	9029	441	326	9006	280	-1021	
2020年3月	46	1426	5600	1600	1350	7695	9121	210	9072	49	-719	8550	299	-1740	
2020年4月	48	1488	5800	1900	1350	8145	9633	215	9288	345	60	9050	290	-1680	
2020年5月	50	1550	5900	2000	1350	8325	9875	215	9288	587	260	9250	290	-1420	
2020年6月	52	1612	5900	2000	1300	8280	9892	215	9288	604	210	9200	290	-1210	1.27~1.29

数据来源：MySteel，混沌天成研究院

平衡表调整（2020.03）：钢厂利润承压，工人确诊停工及环保限产等影响调低了日均生铁产量，国产矿冬季开采难度加大且疫情复工推迟，调低了内矿供应预期；前期巴西大雨，澳洲飓风影响澳洲巴西供应，但疫情影响海外铁矿石需求转弱致澳巴发往中国比例或增加，调整了澳巴进口数量，由于钢厂维持低库存高疏港高周转的策略，调整月均疏港量至 290 的水平，钢厂产量增幅有限。预计 4 月铁矿石呈现累库格局，保守预计 2020 年上半年年终铁矿石港口库存 1.3 亿左右，实际港库可能较此区间偏低。

### 2. 结论

铁矿石短期见顶，第一阶段看空至国产矿成本上沿 70USD，供应利好已经体现，随着澳巴发运的正常，到港增加需求较稳，但当前钢厂利润水平不足以支撑 90USD 的原料价格，预计钢厂维持低量采购，且废钢大幅度下跌对铁水成本形成冲击，当前铁矿石呈现供应环比增需求弱势稳定的状态，但后期铁元素入炉需求会被废钢替代，此消彼长，预计 4 月港库呈累库结构。海外疫情会影响国际铁矿石需求，近端影响日韩铁矿石发运为边际变量，后期发往中国铁矿石比例或为增加。而若后期铁矿石供应显著增加，则难以维持 70USD 的价格，或进一步寻底。

### 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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

#### 联系我们

##### 混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

##### 公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心3号楼A区2701-2710室

联系电话：0755-23998230

##### 上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼702室

联系电话：021-61838622-801

##### 北京分公司

地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场3号楼12A11-12A15室

联系电话：010-63397961

##### 云南分公司

地址：云南省昆明市环城南路777号昆钢大厦12层E+F单元

联系电话：0871-64100979

##### 湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路468号时代财富中心18层(5)办号

联系电话：027-85610809

##### 四川分公司

地址：四川省成都市武侯区人民南路四段上善国际2002/2003

联系电话：028-83221309

##### 南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路38号永鑫大厦5楼

联系电话：0771-5553516

##### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路37号财富金融中心2幢12层05、06单元

联系电话：0571-86050331

##### 混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道826号904室

联系电话：021-61063216

##### 混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1500号东方大厦1002c-2室

联系电话：021-58810170

请务必阅读正文之后的免责条款部分

CHAOS TERNARY RESEARCH

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200

---