



重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

铁矿冬储补库知多少？——钢厂补库专题研究

报告摘要

结论：铁矿供需缺口已经弥补，铁矿价格走势将跟钢厂补库节奏重回正相关关系，结合六个地区的情况，我们预测在成材价格保持稳定的情况下，今年的补库对铁矿石价格仍有一定的提振作用，但由于补库幅度不及往年，且铁矿价格仍处于高位，因此铁矿价格上涨幅度也将有限。

铁矿定价权重回钢厂。港口铁矿石供不应求时，铁矿定价权掌握在作为卖方的贸易商手里，钢厂补库与否也无法阻挡铁矿石的上涨行情，当前铁矿供需缺口以及弥补，港口库存逐渐累库，定价权也将重回钢厂，铁矿价格走势也将跟钢厂补库节奏重回正相关关系。

铁矿库存地域化特征明显。六个地区中，唐山、山东投机需求逐年减弱，补库高度和库存水平逐年下滑，对铁矿行情影响愈来愈弱，今年预计分别补库 50 万吨和 70 万吨。分别根据往年节奏和钢厂利润，邯邢与山西分别估计补库 100 万吨和 60 万吨，沿江预计补库 40 万吨，而南方由于已提前增加库存，考虑到利润水平，预计将去库 20 万吨。

今年钢厂补库对铁矿提振作用有限。我们粗略预计全国样本数据内补库幅度为 300 万吨（仅供参考），最终得 PB 粉库销比为 5.3，大于 2017 年底 PB 粉库销比水平且小于超特粉。在成材价格保持稳定的情况下，今年的补库对铁矿石价格仍有一定的提振作用，但由于补库幅度不及往年，且铁矿价格仍处于高位，因此铁矿价格上涨幅度也将有限。另外，补库期间铁矿大概率会成为产业链中相对强势品种，由于当前钢厂焦炭库存处于高位，且焦炭期价已经处于升水状态，因此从基本面驱动和升贴水逻辑来看，投资者可考虑多矿空焦操作。

风险提示：螺纹产量大幅放量，钢厂补库不及预期。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号

黑色建材组

研究员：

曾宁

021-60812995

zengning@citicsf.com

从业资格号：F3032296

投资咨询号：Z0012676

周涛

021-60812984

zhoutao@citicsf.com

从业资格号：F3018906

投资咨询号：Z0011749

任恒

021-60812993

renheng@citicsf.com

从业资格号：F3063042

投资咨询号：Z0014744

联系人：

辛修令

021-60812973

xinxiuling@citicsf.com

从业资格号：F3051600

李世朋

010-58135949

lishipeng@citicsf.com

从业资格号：F3047240

姜秀铭

021-60812982

jiangxiuming@citicsf.com

从业资格号：F3062206

今年上半年，伴随淡水河谷发生矿难，港口库存持续下滑，即便钢厂 3 月份大幅去库也未能如愿阻挡铁矿石的上涨，反而使自己处于相对被动的低位，不得不保持低库存运行。

进入 8 月份，港口库存止跌转升，铁矿缺口弥补，价格暴跌，但钢厂仍未有补库意愿。每逢冬季，钢厂铁矿补库都是令人关注的焦点，也是影响铁矿行情的关键。今年钢厂冬季补库意愿究竟如何，对铁矿行情又有多大影响，现将我们一直以来的研究成果整理如下：

一、 历年钢厂补库行情回顾

2014-2016 年 9 月：尽管当时港口库存较低，且由 1.1 亿吨一路下滑至 8000 万吨，但铁矿整体仍然是过剩的，且 2016 年之前黑色情绪整体悲观，即便钢厂补库无法阻挡铁矿下跌行情。

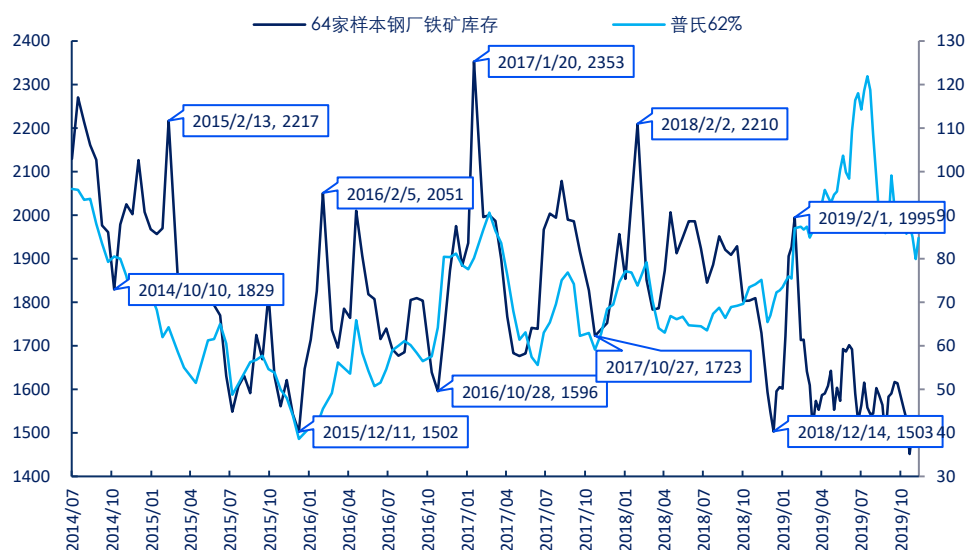
2016 年 10 月-2018 年 2 月：铁矿结构性矛盾逐渐被市场接受，铁矿逻辑由总量过剩向结构性短缺转变，且从 2016 年开始，黑色整体开始复苏。期间铁矿行情对钢厂补库特别敏感，价格与钢厂铁矿库存水平基本呈正相关关系，波动率也被放大（详见下文第二部分）。

2018 年 3 月-2018 年 9 月：由于力拓 2018 年二季度铁矿超发，且 PB 粉质量下滑，导致 PB 粉港口库存严重过剩，因此在二三季度，即便钢厂补库铁矿石，中品澳矿价格没有任何起色，是当时黑色中最弱品种。

2018 年 10 月-2019 年 7 月：首先力拓在 2018 年下半年减少了发货量并提升了 PB 粉的品质，导致 PB 库存快速下滑开始结构性紧缺，随后在 2019 年 1 月 25 日，淡水河谷发生矿难，铁矿供需失衡，结构性紧缺矛盾升级为总量预期紧缺矛盾。在铁矿供不应求期间，铁矿定价权开始由钢厂转到贸易商手里，因此，即便有 2019 年 3 月钢厂的大规模去库，也未能如愿将铁矿石价格打压下来。

2019 年 8 月-至今：铁矿由供不应求转为供大于需，铁矿港口库存持续累积，铁矿石的定价权也转回钢厂手里，那么钢厂当前的补库行为就显得尤为重要。

图 1：钢厂铁矿库存与普氏价格



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 2：往年钢厂冬季补库情况

阳历（始）	阳历（终）	阴历（始）	阴历（终）	持续时间（天）	库存增加（万吨）	普氏涨跌（美元）
2014/10/10	2015/2/13	9月17日	12月25日	96	388	-16.25
2015/12/11	2016/2/5	11月1日	12月27日	56	549	6.9
2016/10/28	2017/1/20	9月28日	12月23日	54	757	15.95
2017/10/27	2018/2/2	9月8日	12月17日	68	487	14.7
2018/12/14	2019/2/1	11月8日	12月27日	49	492	17.1
	2020/1/19		12月25日			

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

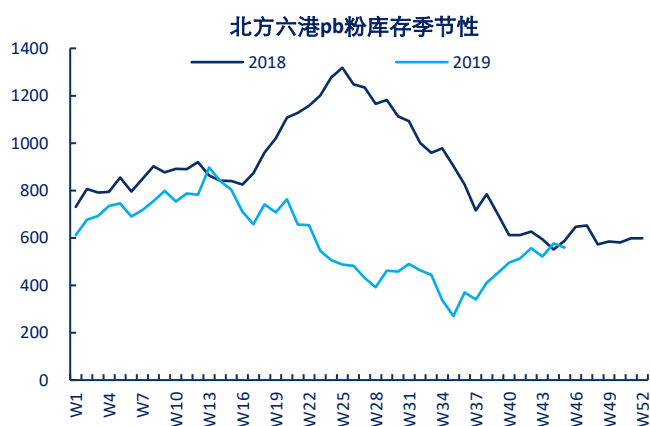
二、钢厂补库驱动如何影响矿价

铁矿行情对钢厂补库最为敏感的时候是在 2017 年初，PB 库存较少，但因数据有限，我们采用以 2017 年底-2018 年初举例，当时北方六港 PB 粉库存水平为 600 万吨，与现今相近。另外，根据测算，PB 粉全国平均入炉配比约 16%，北方六港库存约占总库存 59%。

64 家钢厂（当时样本占全国产能约 30%）共补库 757 万吨，这也就意味着全国共补库约 2500 万吨，共补库 PB 粉约 400 万吨，折合北方六港 PB 粉约 240 万吨，折合库销比为 2.5，港口 PB 粉价格上涨 55 元/吨，最高上涨幅度 82 元/吨（汇率由 6.65 缩小至 6.29）。

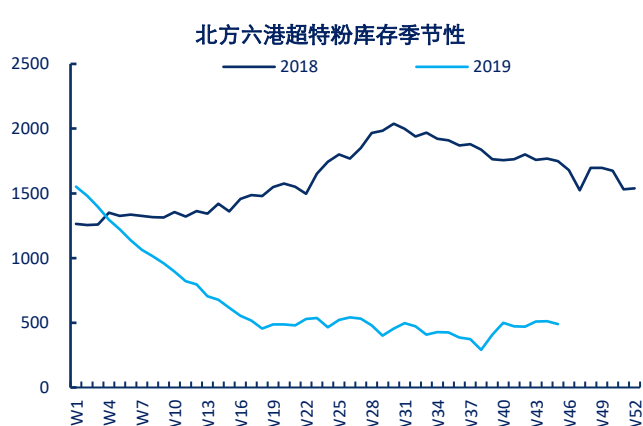
这也可以解释为什么在钢厂补库的时候 PB 粉和超特粉的价格会被拉开。当时北方六港超特粉库存为 1000 万吨水平，超特粉全国平均入炉配比约 11%，折合北方六港超特粉约 165 万吨，折合库销比为 6.1，日照港超特粉价格上涨 35 元/吨，最高上涨幅度 38 元/吨（汇率由 6.65 缩小至 6.29）。

图 3： 北方六港 PB 粉库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 4： 北方六港超特粉库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

那为什么 2018 年二季度铁矿价格没有跟随钢厂补库而有好转呢？当时北方六港 PB 粉库存为 1300 万吨，64 家钢厂样本共补库 133 万吨，折合北方六港 PB 粉库存约 42 万吨，库销比达 30.95，如果考虑到当时 PB 粉因质量变差而导致的入炉配比下滑，库销比是处于更高水平的。

三、 钢厂补库驱动解析

1、地域特征：

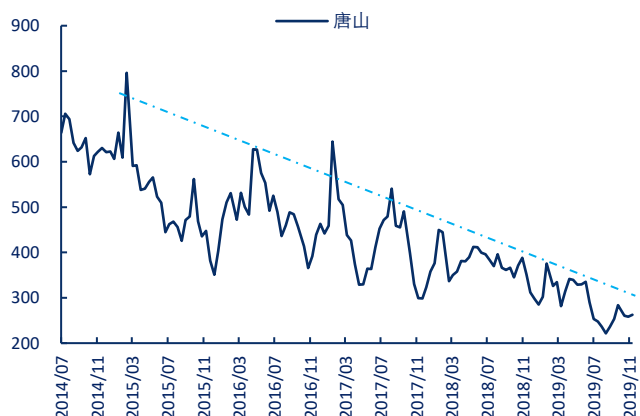
(1)、唐山与山东：毗邻港口，物流改善，补库淡化

预测补库幅度：唐山 50 万吨，山东 70 万吨。

唐山（样本比例 12.06%）是北方钢厂重镇，在早期也是样本钢厂铁矿库存中体量最大且波动最大的贡献者，以中小型钢厂居多，除冬季补库外，钢厂采购的投机氛围十分浓厚。但由于唐山地区本就毗邻港口，采购方便，且近几年伴随着公转铁等物流条件的改善，钢厂对铁矿维持高库存以及投机补库的意愿也越来越低，冬储备货的库存高度也是逐年下滑，尤其是 2017 年底之后环保限产的加强，随采随买也逐渐成为了其采购主流作法。

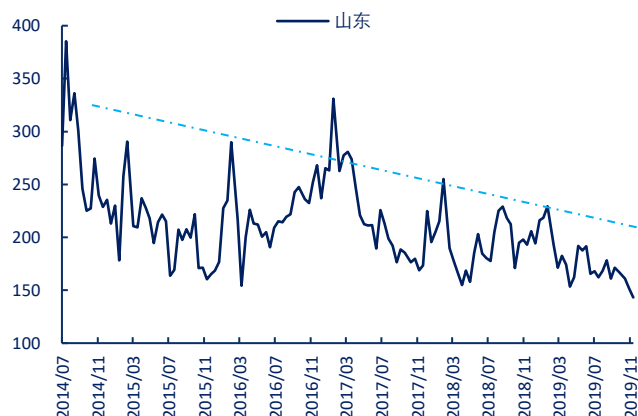
山东（4.19%）的库存体量和波动幅度均不及唐山，但与唐山类似，毗邻港口，物流条件改善，补库高度和库存水平也是逐年下滑。

图 5： 唐山钢厂铁矿库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 6： 山东钢厂铁矿库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

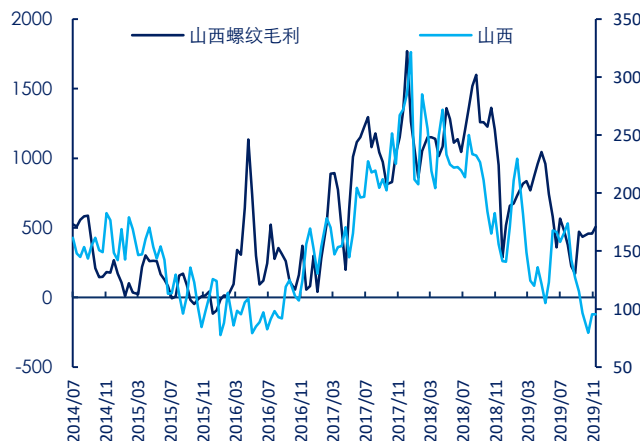
(2)、山西与南方：远离港口，补库周期长，跟随利润波动

预测补库幅度：山西 60 万吨，南方-20 万吨。

山西（3.23%）和南方（6.88%）由于远离港口，补库周期较长，无法做到像唐山、山东那样随采随买。通过数据对比，我们发现两地钢厂库存与成材利润高度吻合。我们已经知道唐山和山东正在逐年降低铁矿库存和补库高度，但 2017 年-2018 年总样本钢厂铁矿库存底部仍在不断抬升，2017 年初库存尖峰甚至创下新高，最关键的原因就在南方和山西在当时伴随钢厂利润的暴增而大幅累库。南方早已取代唐山成为样本内钢厂铁矿库存体量最大的地区，也是影响铁矿价格的关键地区。

山西钢厂库存已达历史低位，但成材利润已大幅拉升，因此我们给予山西补库 60 万吨的预期，但南方钢厂铁矿库存由于提前增加库存，根据钢厂利润，预计降库 20 万吨。若考虑到成材产量即将增加（参考疏港量和废钢日耗量），预计截止到春节，成材价格及钢厂利润难以继续大幅增长。

图 7： 山西钢厂铁矿库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 8： 南方钢厂铁矿库存



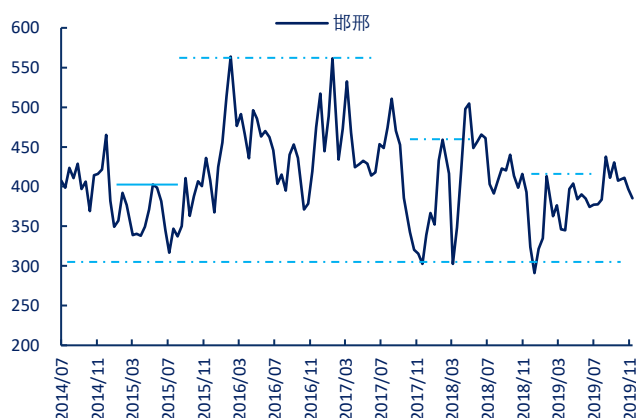
数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

（3）、邯邢与沿江：交通便利度中性，震荡趋势补库

预测补库幅度：邯郸邢台 100 万吨；沿江 40 万吨。

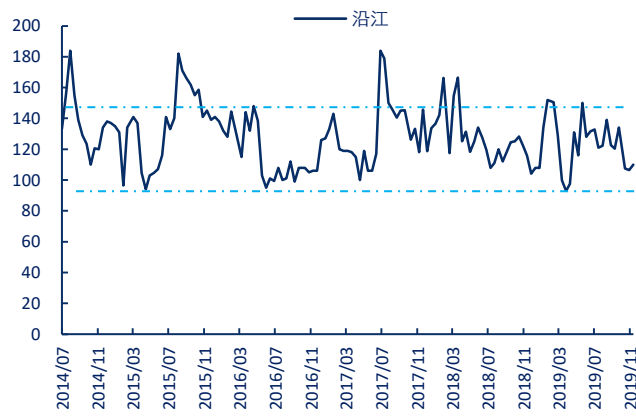
邯邢（9.09%）补库高度并没有明显规律，由调研结果可得，当地投机补库情绪也十分浓厚，根据往年补库高度和库存水平，对邯邢保守估计补库 100 万吨。沿江（2.56%）是各地样本中占比最小，波动最小的地区，补库最高峰反而多出现在夏季，冬季补库力度有限，给予 40 万吨的补库幅度估计。

图 9： 邯邢钢厂铁矿库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 10： 沿江钢厂铁矿库存



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

2、钢厂规模特征

对于宝钢、马钢、邯钢这些大型国有企业来讲，规模大，订单稳定，对原料的采购重心放在了稳生产，因此平时较少参与铁矿石投机行情。但每逢临近春节，这些大型钢厂均会多多少少补充库存。

对于小型民营钢厂，冬季临近春节补库是刚需，但在平时更多的是投机性需求，往往并非因为他们补库而带动行情，而是因为行情启动才开启补库，行情萎靡而开始抛货，这样也无疑放大了铁矿的波动幅度，2017 年的高波动行情就是例证，而之后唐山和山东的逐渐降库也反映了两地投机需求的逐渐转淡，铁矿价格的波动也愈来愈低。

四、 今年影响价格预测

考虑到钢厂产能置换及扩充，经过计算将当前样本数据比例下调为 25%。当前北方六港 PB 库存为 600 万吨水平，本次钢厂冬季补库幅度约为 300 万吨，折合北方六港 PB 粉为 113 万吨，库销比约为 5.3。

由于价格波动还须考虑到市场情绪、商品估值、上下游博弈等多重因素，因此本文不对具体上涨幅度做出量化预测。可以肯定的是，在成材价格保持稳定的情况下，今年的补库对铁矿石价格仍有一定的提振作用，但由于补库幅度不及往年，且铁矿价格仍处于高位，因此铁矿价格上涨幅度也将有限。

五、 结论

港口铁矿石供不应求时，铁矿定价权掌握在作为卖方的贸易商手里，钢厂补库与否也无法阻挡铁矿石的上涨行情，当前铁矿供需缺口以及弥补，港口库存逐渐累库，定价权也将重回钢厂，铁矿价格走势也将跟钢厂补库节奏重回正相关关系。

根据钢联网 64 家钢厂铁矿库存数据，六地中唐山、山东投机需求逐年减弱，补库高度和库存水平逐年下滑，对铁矿行情影响愈来愈弱，今年预计分别补库 50 万吨和 70 万吨。分别根据往年节奏和钢厂利润，邯邢与山西分别估计补库 100 万吨和 60 万吨，沿江预计补库 40 万吨，而南方由于已提前增加库存，考虑到利润水平，预计将去库 20 万吨。考虑到成材产量即将增加，预计截止到春节，成材价格及钢厂利润难以继续大幅增长。

综上，当前至春节，我们粗略预计全国样本数据内补库幅度为 300 万吨（仅供参考），考虑到样本比例下调，库存水平，最终得 PB 粉库销比为 5.3，大于 2017 年底 PB 粉库销比水平且小于超特粉。在成材价格保持稳定的情况下，今年的补库对铁矿石价格仍有一定的提振作用，但由于补库幅度不及往年，且铁矿价格仍处于高位，因此铁矿价格上涨幅度也将有限。

但尽管补库力度有限，我们认为在铁矿补库期间，铁矿可能成为黑色产业链当中表现比较好的品种，特别是相对于其他原料而言。当前焦炭价格存在一定升水，在钢厂焦炭库存比较高的背景下，建议可以适当参与多矿空焦的操作。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>