

二季度同比增量有限，港口库存 6 月见底——四大矿山一季报解析

报告要点

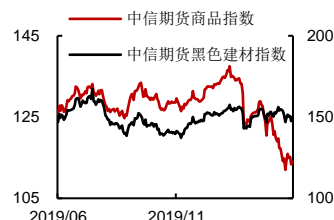
总结：澳洲三大矿山一季度生产效率大幅提高，尤其是必和必拓和 FMG，产销量再创记录，而淡水河谷发运不及预期。四大矿山二季度发运同比预计增加约 99 万吨，发往中国同比增加约 286 万吨，受总量目标限制，同比增量有限。港口库存预计 6 月见底，下半年重新回升。

摘要：

澳矿一季度产销强劲，淡水河谷发运不及预期。澳洲三大矿山一季度生产效率大幅提高，尤其是必和必拓和 FMG，基本不受天气和新冠病毒影响，产销量再创记录，即便是声称因为 2 月底天气毁坏基础设施下调年度目标的力拓也表示其 3 月份的生产强劲恢复，但淡水河谷一季度发运不及预期。

四大矿山二季度运量环比大幅提升，同比增量有限。根据矿山的财年目标中间值和历年表现，受总量目标限制，澳洲三大矿山二季度发运虽然环比有较大提升，但同比难有增量。淡水河谷目前是铁矿供应最大的变量，已复产 Timbopeda 矿区干法选矿作业，预计后续产能逐渐释放，并得益于发往中国比例的提高，预计发往中国同比增加约 450 万吨。综上，四大矿山二季度发运同比预计增加约 99 万吨，发往中国同比增加约 286 万吨。

港口库存 6 月见底，下半年重新回升。由于前期淡水河谷低发运影响仍在，澳洲当前发运高增量难以维持，预计二季度铁矿港口库存仍将继续下降，并于 6 月底将降至年内最低点。待疫情对全球终端需求的打击传导至铁矿需求，下半年铁矿港口库存将重新垒库，预计年终将回升至 1.4 亿吨附近。



黑色建材研究团队

研究员：

曾宁

021-60812995

从业资格号 F3032296

投资咨询号 Z0012676

周涛

021-60812984

从业资格号 F3018906

投资咨询号 Z0011749

任恒

021-60812993

从业资格号 F3063042

投资咨询号 Z0014744

联系人：

辛修令

021-60812973

从业资格证 F3051600

李世朋

010-58135949

从业资格号 F3047240

姜秀铭

021-60812982

从业资格号 F3062206

一、四大矿山财报解析

1、力拓：财年目标维持不变，3月生产恢复强劲

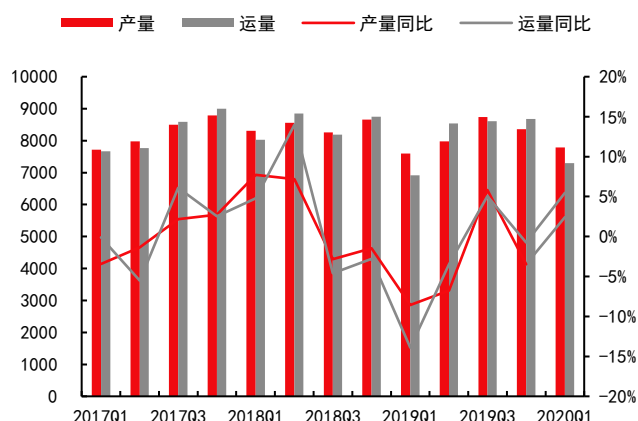
力拓仍然维持前期财年目标由 3.24-3.34 亿吨不变，成本维持在 14-15 美元/吨。

2020 年一季度，尽管 2 月份遭受飓风影响，但力拓表示其生产 3 月份复苏强劲。一季度力拓（皮尔巴拉）产量为 7783 万吨，同比增加 2.41%，运量 7292 万吨，同比 5.45%，销量 7283 万吨，略低于运量。自 2019 年三季度起，力拓运量和销量数据开始背离，主要由于力拓准备效仿淡水河谷开拓港口贸易业务。

得益于原料的改善，加拿大 IOC 产量同比增加 3%，创下一季度产量记录，并表示后续将更加专注于生产铁精粉以满足市场要求。

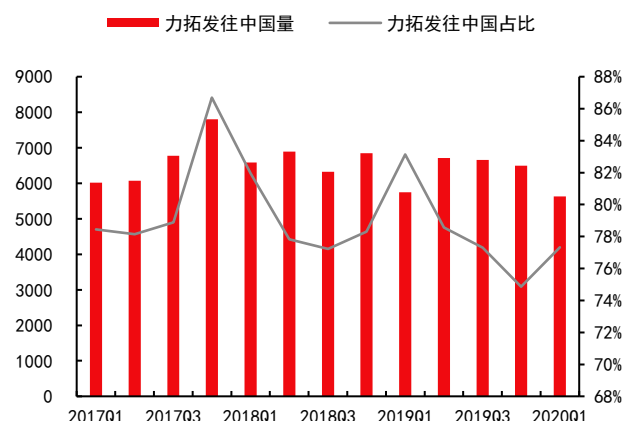
力拓（皮尔巴拉）一季度发往中国约 5628 万吨，占总运量比重再次回升至 77.32%（见图 2）。

图 1： 力拓（皮尔巴拉）产运统计（万吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

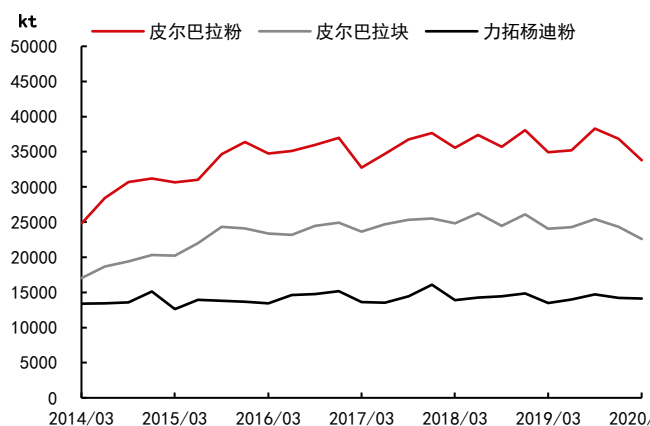
图 2： 力拓（皮尔巴拉）发往中国占比（%）



资料来源：公司公告 | 中信期货研究部

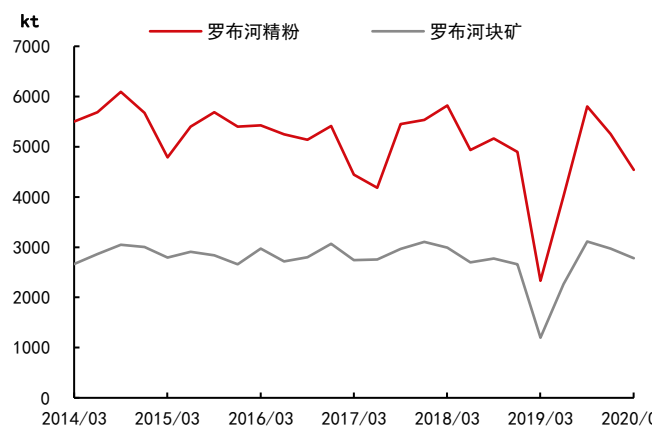
尽管一季度总运量同比为正，但我们可以看到皮尔巴拉粉一季度产量反而下滑大约 110 万吨，SP10 粉和块相对于 2019 年四季度产销量几乎腰斩。而杨迪粉产量同比增加，这也同前期杨迪粉高溢价相呼应。罗布河粉由于 2019 年矿区经营及火灾问题产量大幅下滑，2020 年一季度在低基数效应下同比增加较多。因此虽然力拓一季度产量同比有所增加，但增量主要以低品矿为主，中品澳矿反而有所下滑。

图 3： 力拓（皮尔巴拉）分品种产量（千吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

图 4： 力拓（皮尔巴拉）分品种产量（千吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

未来项目

Koodaideri 项目。2018 年 11 月 29 日，力拓宣布全面批准在皮尔巴拉地区 Koodaideri 项目 26 亿美元的投资，目前已开始筹备工作，预计 2021 年底投产，届时年产能将达 4300 万吨。

2018 年 10 月 1 日，力拓宣布向两个项目投资 15.5 亿美元（力拓持有 53% 的股份），以维持位于 Robe River Joint Venture 两个项目的产能。目前该项目正在进行环境与遗产审批程序，预计将在 2021 年投产。

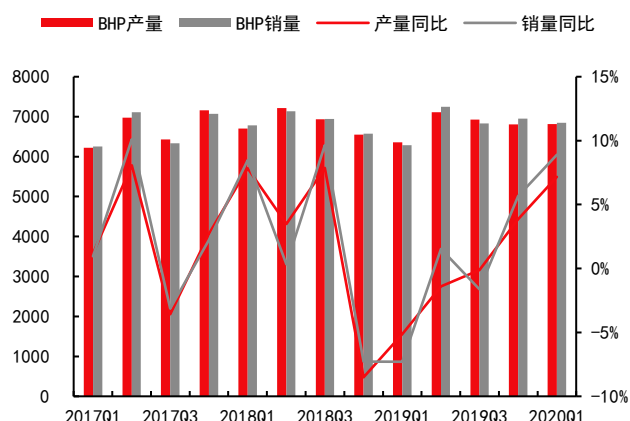
2019 年 11 月 27 日，力拓针对皮尔巴拉地区 Western Turner Syncline Phase 2 投资 7.49 亿美元以维持其产能。

2、必和必拓：财年目标维持不变，产销数据再创记录

必和必拓仍然维持 2020 财年目标维持在 2.73-2.86 亿吨（2019 财年为 2.65-2.70 亿吨，实际完成 2.70 亿吨）不变。金布巴粉 Fe 品位 3 月份就已在逐渐恢复，预计在二季度典型值重新回归至 60% 之上。此外，Samarco 的运营许可证 (LOC) 已于 2019 年 10 月获得批准，并已开始准备重新启动的运营活动，但近期不会复产。

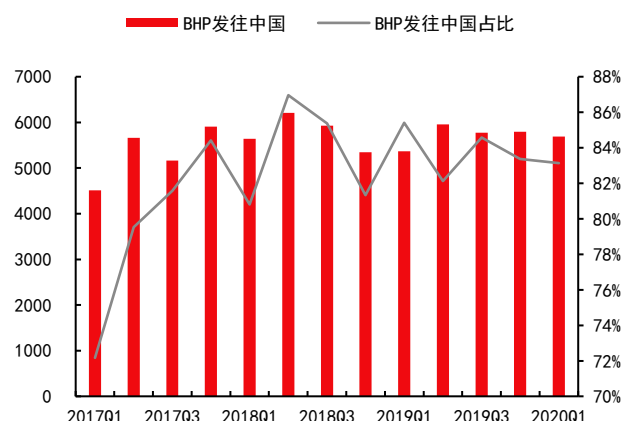
由于前期检修扩产带来的生产效率的提高，必和必拓一季度的生产并未受到天气的明显影响，反而创了纪录。一季度必和必拓产量 6817 万吨，同比增加 7.17%；销量 6844 万吨，同比增加 8.89%（见图 5）。根据钢联数据统计，必和必拓一季度发往中国约 5793 万吨，占总销量比小幅下降至 83.14%（见图 6）。

图 5： 必和必拓产销统计（万吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

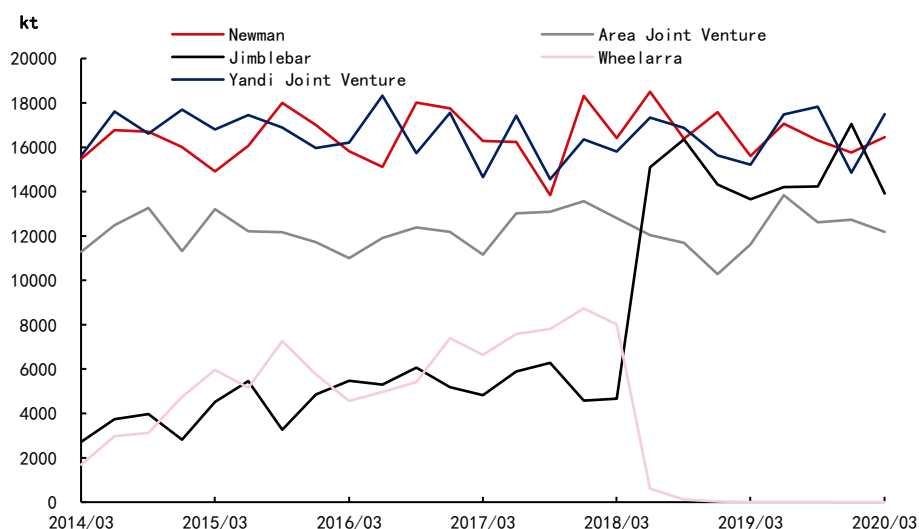
图 6： 必和必拓发往中国占比（%）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

必和必拓各矿区基本表现平稳，值得注意的是 Yandi Joint Venture 产量同比环比均增加 10%以上，这跟力拓类似，同一季度初期杨迪粉的高溢价相呼应。

图 7： 必和必拓（85%）分矿区产量（千吨）



数据来源：公司公告 中信期货研究部

未来项目

South Flank 项目。2018 年 6 月，必和必拓宣布开拓新矿区 South Flank。该项目投资成本约 47 亿澳元，预计 2021 年开始出货。South Flank 项目将取代有 8000 万吨年产能杨迪矿，有助于其平均铁品位从 61%增加到 62%。该项目目前已整体完工 50%。

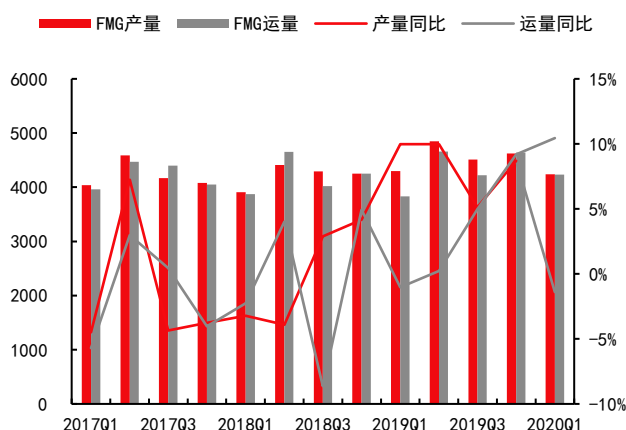
3、FMG：财年目标二次上调，产销数据再创记录

FMG 财年的销量指导再度由 1.75 亿吨提升至 1.75-1.77 亿吨，C1 现金成本

指导为 12.75-13.25 美元/湿吨。

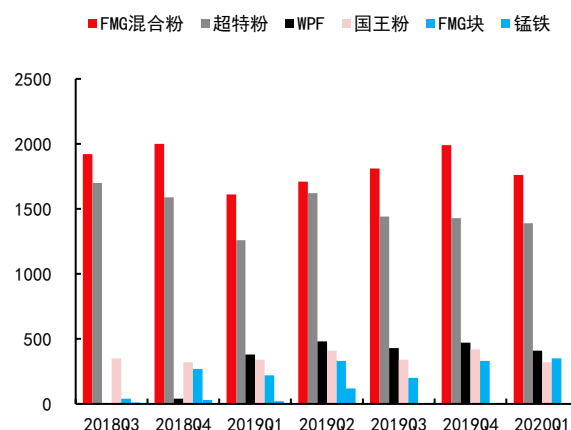
FMG 强劲的生产效率使其忽略飓风对生产带来的影响，2020 年一季度，FMG 矿山成品产量合计 4240 万吨，同比下滑 1.4%；成品运量 4230 万吨，同比增加 10.44%。FMG 现金成本四季度为 13.27 美元/湿吨。分产品运量上，FMG 块同比增加较多，其余变化不大。

图 8: FMG 产运统计（万吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

图 9: FMG 分品种运量（万吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

未来项目

Eliwana 项目。新矿区 eliwana 将按期在 2020 年 12 月首次交付第一船铁矿石，届时其将作为新中品低铝矿的主要生产来源，预计产能 4000 万吨。2021 财年第一季度，Eliwana 矿区就可以开始它的预开采作业。

铁桥项目。FMG 年产 2200 万磁铁矿项目初步工程已开启，将于 2022 年上半年开始生产 67% 铁精粉，并在 12 个月内全面达产。

4、淡水河谷：一季度产销不及预期，年度目标大幅下调

淡水河谷此次将其 2020 年的年度产量目标由 3.40-3.55 亿吨下调至 3.1-3.3 亿吨，主要有以下几个原因：

- 一季度产量损失及北部区域二季度产量可能不及预期（1100 万吨）；
- 由于新冠疫情推迟了淡水河谷的检查，评估和授权流程，Timbopeba 与 Fabrica 复工推迟（700 万吨）；
- Brucutu 尾矿处理项目的推迟，可能无法在 2020 年 2 季度完成（600 万吨）；
- 新冠病毒可能造成的其他影响。

若 Brucutu 在二季度仍然维持 40% 的产能利用率，则淡水河谷年度产量将额外减掉 600 万吨，而新冠病毒的潜在风险也可能使得淡水河谷额外损失 1500 万

吨的产量，考虑到 Brucutu 无法及时复产是大概率事件（60%），新冠病毒风险是小概率事件（40%），则淡水河谷 2020 年的销量大概率在 3.2 亿吨左右，较我们前期预期下调 1000 万吨。

另外，淡水河谷将球团产量目标由 4400 万吨下调至 3500-4000 万吨，主要由于 Brucutu 复产不及预期以及球团需求的不确定性。

图 10： 淡水河谷矿区现状

区域	矿区	产能量级 (万吨)	年报预期	一季报修正
北部	S11D	7300	2020 年有望达产 9000 万吨	维持不变
	Northern and Eastern ranges	11500	得益于 Morro 1 产能扩张，2020 年有望扩产至 1.2 亿吨。	Morro 1 的启动从 2020 年 4 季度推迟至 2020 年 2 季度
	Feijao	800	事故地点，无法复产	无法复产
	Jangada	5	事故地点，无法复产	无法复产
	Vargem Grande Complex	1300	2019 年 7 月复产，将额外贡献 700 万吨存货。	维持不变
南部	Vargem Grande 球团厂		预计 2020 年 3 季度恢复生产能力，而矿区大坝 4 季度才能恢复。	维持不变
东南部	Fabrica	1800	停产，预计 2020 年 2 季度复产，3 季度采用湿法加工。	干法复产推迟至 3 季度，湿法复产推迟至 4 季度
	Brucutu	3000	2019 年 6 月复产，通过湿法处理维持 40% 的产能利用率，后续需等待 Laranjeira 大坝及备选方案 Sul 大坝的评估改进。	维持 40% 产能利用率，复产进度可能不及预期
	Timbopeba	1280	停产，预计 2020 年 1 季度恢复干法加工，4 季度恢复湿法加工。	干法加工已于 4 月 30 日复产，湿法 4 季度复产不变
	Alegria	1000	2019 年 11 月复产，2020 年生产 800 万吨，同比增 500 万吨。	维持不变

数据来源：公司公告 中信期货研究部

淡水河谷一季度产量出现明显下滑，为 5960 万吨，同比减少 18.20%。粉矿销量 5166 万吨，同比下降 6.79%，球团销量 731 万吨，同比下降 40.63%。（见图 1）

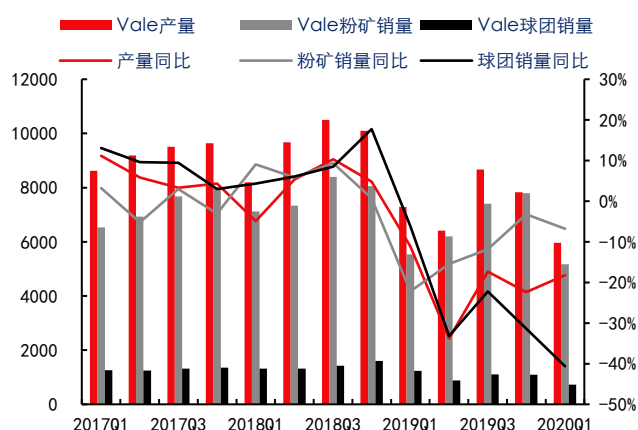
一季度产量不及预期主要有以下几个原因：

- 北方区域的减产：S11D 项目长距离传送带的不定期检修；三月份比往年更为集中剧烈的极端天气；因北部区域 Morro 1 矿区延迟启动相关导致

的北部生产运营受限（450 万吨）；

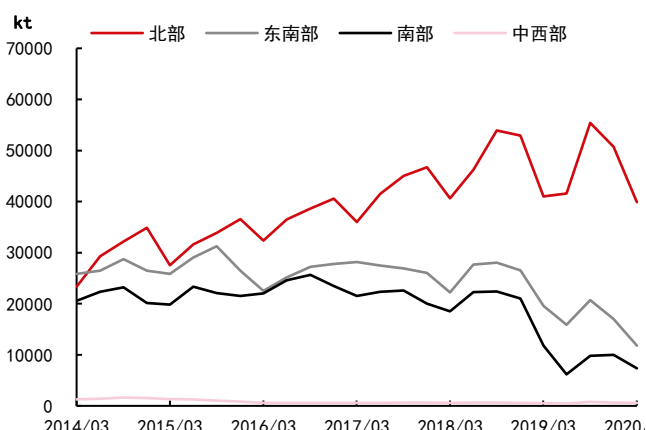
- 由于巴西暴雨导致的第三方采购减少以及 Mutuca 生产受限（180 万吨）；
- Laranjeiras 与 Itabira 尾矿处置暂停导致的运营问题以及 Fazendao 矿区的枯竭（210 万吨）。

图 11： 淡水河谷产销统计（万吨）



数据来源：公司公告 中信期货研究部

图 12： 淡水河谷分区域产量（千吨）

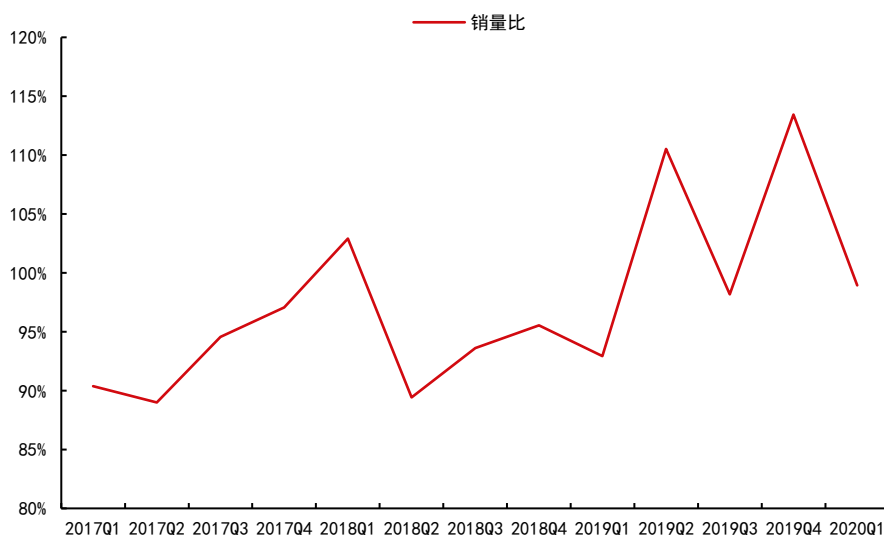


数据来源：公司公告 中信期货研究部

假设淡水河谷生产 1 吨球团消耗 1 吨铁精粉，淡水河谷产量=库存变动+销量。一季度淡水河谷销量占产量比重下滑至 98.93%（见图 3）。

淡水河谷重新申明了利润率高于产量的战略方案。并根据市场灵活调节，仍然计划在 2020 年补充其铁矿库存。

图 13： 淡水河谷销量占比（%）



数据来源：公司公告 中信期货研究部

二、2020 年二季度四大矿山供应预估

根据四大矿山财报，我们对四大矿山 2020 年二季度铁矿供应做出了预估。

澳洲三大矿山一季度生产效率大幅提高，尤其是必和必拓和 FMG，基本不受天气和新冠病毒影响，产销量再创记录，即便是声称因为 2 月底天气毁坏基础设施下调年度目标的力拓也表示其 3 月份的生产强劲恢复。

淡水河谷可以说是当前影响铁矿供应的最大变量，其目前年度目标已修改为 3.1-3.3 亿吨，若仅以中间值计算，就使得铁矿全球供应下滑 2750 万吨，中国进口预期下滑近 1800 万吨。即便是 1000 万吨的销量变量，也会使得中国铁矿进口变量达到 600 万吨之上。根据淡水河谷目前的情况，我们暂时预估其 2020 年销量为 3.1 亿吨。

根据矿山的财年目标中间值和历年表现，受总量目标限制，澳洲三大矿山二季度发运虽然环比有较大提升，但同比难有增量，其中必和必拓预计同比增加 112 万吨，力拓和 FMG 则预计同比下滑-146 万吨和-150 万吨。4 月底，淡水河谷已复产 Timbopeda 矿区干法选矿作业，预计后续产能逐渐释放，二季度销量预计环比增加 1465 万吨，同比增加 283 万吨，得益于发往中国比例的提高，预计发往中国同比增加约 450 万吨。综上，四大矿山二季度发运同比预计增加约 99 万吨，发往中国同比增加约 286 万吨。

图 14：四大矿山二季度供应预估

单位：万吨	2020Q1	2020Q2 预估	环比	2019Q2	同比	预计发至中国同比	备注
力拓皮尔巴拉运量	7292	8396	1104	8542	-146	-114	根据 2020 年运量目标 3.24-3.34 亿吨推算
必和必拓运量	6844	7329	485	7217	112	93	根据 2020 财年产量目标 2.73-2.86 亿吨推算
FMG 发运量	4230	4510	280	4660	-150	-143	根据 2020 财年运量目标 1.75-1.77 亿吨推算
淡水河谷销量	5897	7362	1465	7079	283	450	根据 2020 年销量目标 3.1 亿吨推算
合计	24263	27597	3334	27498	99	286	

数据来源：公司公告 中信期货研究部

备注：假设 2020 财年必和必拓产量=发运量

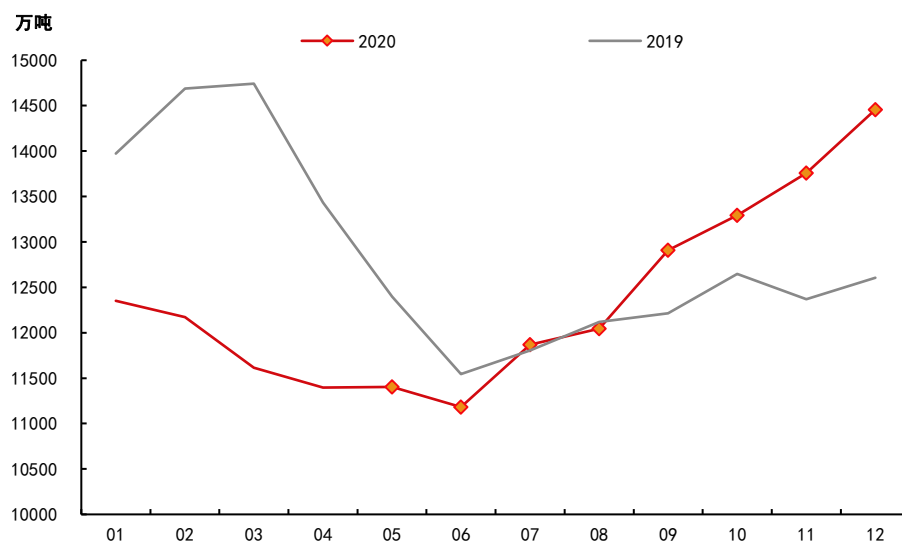
三、2020 年铁矿港口库存预估

结合矿山财报数据，我们预估了 2020 年铁矿港口库存走势（见图 15），由于前期淡水河谷低发运影响仍在，澳洲当前发运高增量难以维持，预计二季度铁矿港口库存仍将继续下降，并于 6 月底将降至年内最低点。

但铁矿 2020 年整体供应必然要好于 2019 年，上半年淡水河谷发运的不及预期必然要通过下半年弥补，待疫情对全球终端需求的打击传导至铁矿需求，下半

年铁矿港口库存将重新垒库，预计年终将回升至 1.4 亿吨附近。

图 15：铁矿港口库存预估



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

四、总结

澳洲三大矿山一季度生产效率大幅提高，尤其是必和必拓和 FMG，基本不受天气和新冠病毒影响，产销量再创记录，但淡水河谷发运不及预期。

根据矿山的财年目标中间值和历年表现，澳洲三大矿山二季度发运虽然环比有较大提升，但同比难有增量。淡水河谷伴随着后续产能逐渐释放，并得益于发往中国比例的提高，预计发往中国同比增加约 450 万吨，增量最多。综上，受总量目标限制，四大矿山二季度发运同比预计增加约 99 万吨，发往中国同比增加约 286 万吨，同比增量有限。

根据预测，二季度铁矿港口于 6 月底将降至年内最低点，待疫情对全球终端需求的打击传导至铁矿需求，下半年铁矿港口库存将重新垒库，预计年终将回升至 1.4 亿吨附近。

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 2020 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>