



一物多用，近阶段铁矿石的 3 种多空组合策略

铁矿策略报告

2019-11-24

摘要：

四季度巴西矿供应释放担忧减弱，2019 年四季度外矿供应增长压力或小于预期。而 2020 年因飓风及溃坝事故造成的供应缺口却将逐步恢复，叠加部分项目产量提升及新增项目投产，铁矿石供应增长空间较大。

11 月下旬起至春节前国内钢厂将陆续对铁矿石进行补库，预计全国钢厂铁矿石库存或将增加 1000 万吨左右，结合外矿供应估算，12 月底港口铁矿石库存或仅小幅增加至 1.32 亿吨。而春节后钢厂多以消化前期库存为主，主动去库期间铁矿石需求支撑较弱。

但是，12 月钢材供需转弱预期依然存在，钢厂利润或提前走弱，未来原料价格上涨幅度也将受压制。因而单边追多铁矿安全性不高。但基于中长期钢厂利润或将重新走弱，以及春节前铁矿补库空间明显高于钢厂焦炭补库空间等逻辑，铁矿石价格的支撑或仍强于钢材及焦炭，因而仍可将铁矿作为近阶段黑色系操作中的主要多头配置。操作上可考虑继续持有铁矿 1-5 正套、买铁矿空螺纹组合，或介入买铁矿空焦炭套利机会。

兴业期货研究部

工业品组

魏莹

021-80220132

weiy@cifutures.com.cn

更多资讯内容

请关注本网站

www.cifutures.com.cn

1、支撑铁矿石近月逻辑之一：四季度供应增长压力或小于预期

11月12日，淡水河谷官方再次宣布将2019财年铁矿石及球团销售目标由3.07-3.32亿吨调整至3.07-3.12亿吨，四季度销售目标亦随之调整为8300-8800万吨。根据四大矿山最新的年度计划，若淡水河谷完成年度销售目标下限，那么2019年四季度，四大矿山供应量约为2.83亿吨，同比减少903万吨，环比三季度仅略增21万吨，总体供应基本与三季度持稳，供应增长压力小于预期。

表1 四季度四大矿山四季度供应环比基本持稳

矿山 (单位: 万吨)	4Q.2018	1Q.2019	2Q.2019	3Q.2019	前三季度合计	4Q.2019 E	同比	环比	年度目标
淡水河谷 (铁矿及球团销售量)	9,648	6,773	7,079	8,539	22,390	8,310	(1,339)	(229)	2019财年3.07-3.32亿吨区间下限
力拓 (皮尔巴拉铁矿发运量, 100%股权)	8,744	6,915	8,542	8,606	24,063	8,437	(307)	(168)	2019财年3.2-3.3
必和必拓 (铁矿石产量, 100%股权)	6,552	6,361	7,113	6,926	20,400	7,049	498	124	2020财年2.73-2.86
FMG (铁矿石总发运量)	4,250	3,830	4,670	4,200	12,700	4,495	245	295	2020财年1.7-2.0
合计	29,194	23,879	27,404	28,270	79,553	28,291	(903)	21	

数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

此前市场普遍较为担忧淡水河谷四季度的供应增量。截至11月11日，四季度四大矿山发运量累计达到10796.5万吨，其中，受检修影响，澳洲三大矿山发运量仅为7314.6万吨，周均1219.1万吨，低于前三季度周均值28.34万吨；巴西淡水河谷发运达到3481.9万吨，周均提高至580.32万吨，较前三季度周均值增加68.59万吨。10月以来，巴西铁矿石发运至中国的比例由8-9月维持的70%-72%的比例大幅回落至61.19%，市场解读可能由于海外市场铁矿石需求好转或者其他市场长协要求，分流了10月以后巴西发往中国的铁矿石总量。而且铁矿石海运费自8月以来持续回落，亦表明供应增量仍较为有限。基于此，国内市场对外矿供应增长的担忧或有所缓和。

图1 海运费环比持续走弱

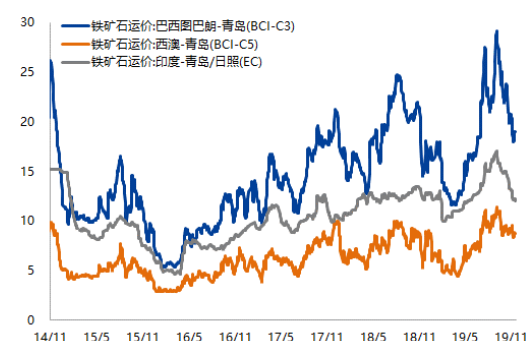
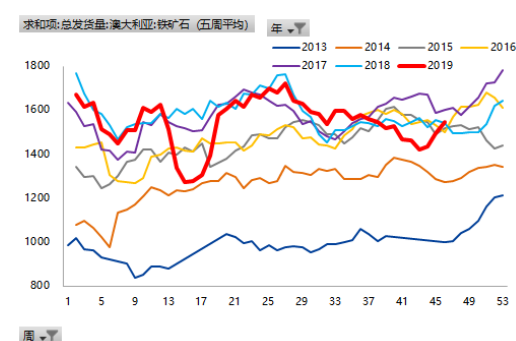


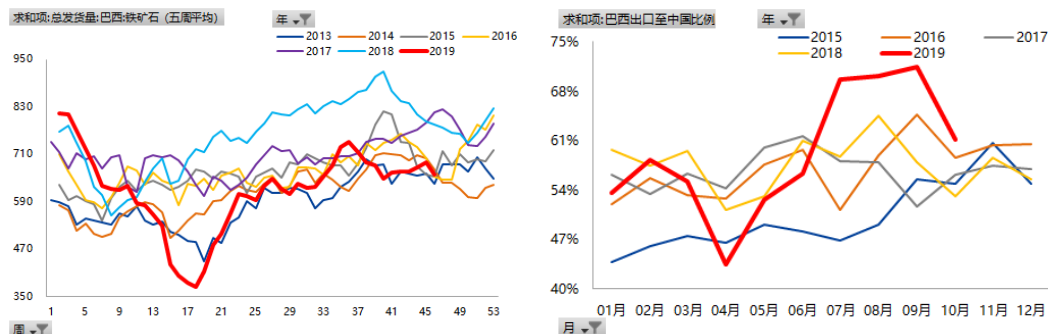
图2 澳大利亚发运逐步恢复正常



数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

图3 巴西发运回升不及预期

图4 10月巴西铁矿石出口至中国比例大幅降低



数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

2、提振铁矿石近月逻辑之二：钢厂铁矿石补库需求增强

前期由于钢厂利润偏低，且9月下旬至11月上旬临时性限产较为频繁，钢厂对铁矿石一直未进行有效补库，截至11月15日，64家样本钢厂进口烧结矿库存仍只有1505.61万吨，平均可用天数为25天，同比减少223.88万吨和3天，处于近5年同期绝对低位。但随着需求一直维持到强势，钢材库存持续下降至低位，带动钢价及钢厂利润大幅修复，截至11月18日，螺纹钢及热卷毛利大约分别回升至540元/吨及170元/吨左右。考虑到今年春节偏早，且汽运受限较为严重，在钢厂进口矿库存偏低，而利润已明显好转的情况下，预计钢厂将于11月下旬开始逐步增加进口铁矿石库存。

分地区看。南方地区钢厂进口矿库存11月15日已经增加至509.43万吨，接近冬储高位，预计后期补库空间相对有限。后期钢厂铁矿石补库或将集中于以唐山、邯郸、山东为代表的华北、华东地区，以及山西内江等中部地区的钢厂。受明年钢价预期不佳，汽运受限、临时限产扰动等因素影响，今年钢厂铁矿石集中大规模补库的概率不高，或将采取长周期稳定增加铁矿石库存的方式，且冬储量较前五年依然会偏低，预计64家样本钢厂烧结矿冬储量或在300万吨左右，全国钢厂补库规模可能约为1000万吨。春节后，钢材需求预期不佳，且过年早亦导致需求回归速度或相对较慢，加之节后采暖季限产仍将持续，预计钢厂或将再度将进口烧结矿库存逐步降至低位。

图5 钢材现货利润明显回升

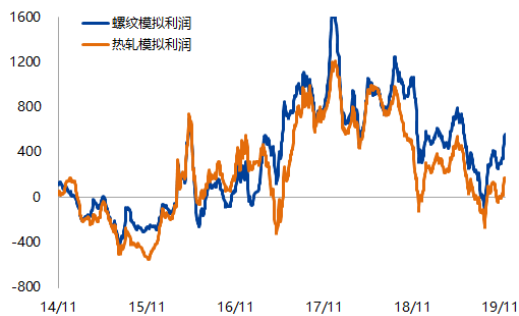
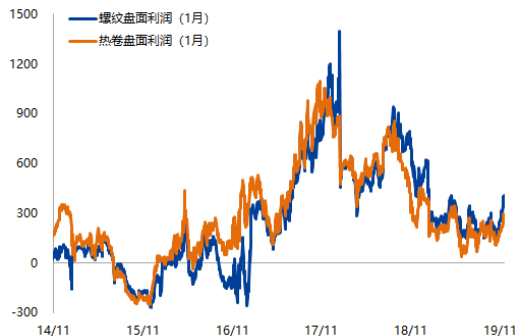


图6 螺纹热卷盘面利润大幅提高



数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部



图 7 2015-2019 年春节前后钢厂铁矿库存周期

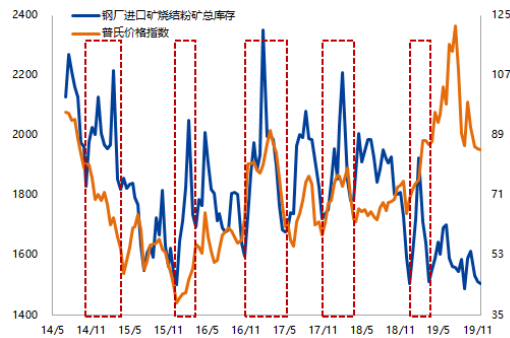
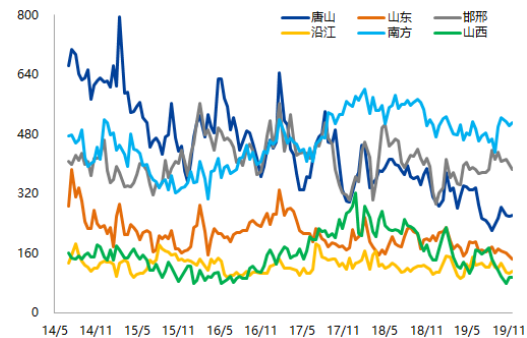


图 8 64 家样本钢厂进口烧结矿库存（分地区）



数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部

表 2 2015-2019 年春节前 64 家样本钢厂进口烧结矿补库情况回顾

总库存	30%													
过库时间	年前累库起始	库存最高时间	年后去库结束	年前库存低点	库存高点	年后库存低点	库存增加	增库天数	日均库存增加	库存下降	去库天数	日均库存下降	增库期间普氏变动	去库期间普氏变动
2015/2/19	2014/10/10	2015/2/13	2015/3/20	1829.15	2216.74	1818.60	387.59	126	3.08	-398.14	35	-11.38	-16.25	-9.25
2016/2/8	2015/12/11	2016/2/5	2016/3/11	1502.47	2050.80	1695.26	548.33	56	9.79	-355.54	35	-10.16	6.90	10.70
2017/1/28	2016/10/28	2017/1/20	2017/4/21	1595.90	2352.86	1682.91	756.96	84	9.01	-669.95	91	-7.36	15.95	-12.20
2018/2/16	2017/10/27	2018/2/2	2018/3/9	1722.86	2209.58	1783.05	486.72	98	4.97	-426.53	35	-12.19	14.70	-3.55
2019/2/5	2018/12/14	2019/1/25	2019/3/15	1503.15	1926.10	1512.48	422.95	42	10.07	-413.62	49	-8.44	5.50	10.80
唐山	12.06%													
2015/2/19	2014/10/10	2015/2/13	2015/4/3	572.20	796.05	537.76	223.85	126	1.78	-258.29	49	-5.27	-16.25	-16.75
2016/2/8	2015/12/11	2016/2/5	2016/2/26	350.89	530.50	472.20	179.61	56	3.21	-58.3	21	-2.78	6.90	3.60
2017/1/28	2016/10/28	2017/1/20	2017/4/21	365.70	644.66	329.10	278.96	84	3.32	-315.56	91	-3.47	15.95	-12.20
2018/2/16	2017/11/24	2018/1/19	2018/2/23	298.44	449.90	336.80	151.46	56	2.70	-113.1	35	-3.23	8.40	2.35
2019/2/5	2018/12/28	2019/1/25	2019/3/15	285.44	375.50	281.70	90.06	28	3.22	-93.8	49	-1.91	2.70	10.80
山东	4.19%													
2015/2/19	2014/9/26	2015/2/13	2015/3/20	225.00	290.50	209.50	65.50	140	0.47	-81	35	-2.31	-15.00	-9.25
2016/2/8	2015/11/13	2016/2/5	2016/3/11	160.30	290.00	154.20	129.70	84	1.54	-135.8	35	-3.88	-2.50	10.70
2017/1/28	2016/10/28	2017/1/20	2017/2/10	232.30	331.00	262.70	98.70	84	1.18	-68.3	21	-3.25	15.95	6.50
2018/2/16	2017/11/10	2018/2/2	2018/4/6	168.80	255.00	155.00	86.20	84	1.03	-100	63	-1.59	11.10	-10.80
2019/2/5	2018/12/14	2019/1/25	2019/4/12	194.15	229.50	153.50	35.35	42	0.84	-76	77	-0.99	5.50	20.40
邯郸	9.09%													
2015/2/19	2014/10/10	2014/12/5	2015/3/6	369.10	465.00	339.00	95.90	56	1.71	-126	91	-1.38	-9.25	-12.75
2016/2/8	2015/12/11	2016/2/5	2016/4/8	367.50	563.80	435.70	196.30	56	3.51	-128.1	63	-2.03	6.90	8.10
2017/1/28	2016/10/14	2017/1/20	2017/2/10	371.30	561.40	434.00	190.10	98	1.94	-127.4	21	-6.07	22.55	6.50
2018/2/16	2017/11/24	2018/2/2	2018/3/9	302.60	459.00	302.50	156.40	70	2.23	-156.5	35	-4.47	5.35	-3.55
2019/2/5	2018/12/14	2019/1/25	2019/3/29	291.00	413.00	345.00	122.00	42	2.90	-68	63	-1.08	5.50	11.65
沿江	2.56%													
2015/2/19	2014/10/10	2015/3/6	2015/4/17	110.00	141.00	94.00	31.00	147	0.21	-47	42	-1.12	-22.00	-7.00
2016/2/8	2015/11/27	2016/2/5	2016/3/11	139.00	144.50	115.00	5.50	70	0.08	-29.5	35	-0.84	1.45	10.70
2017/1/28	2016/10/28	2017/1/20	2017/4/21	105.00	143.00	100.00	38.00	84	0.45	-43	91	-0.47	15.95	-12.20
2018/2/16	2017/11/28	2018/2/2	2018/2/23	118.75	166.25	117.50	47.50	56	0.85	-48.75	21	-2.32	4.30	5.40
2019/2/5	2018/11/30	2019/1/25	2019/3/29	104.20	152.00	93.00	47.80	56	0.85	-59	63	-0.94	9.95	11.65
山西	3.23%													
2015/2/19	2014/10/24	2015/1/30	2015/3/6	149.00	179.00	146.60	30.00	98	0.31	-32.4	35	-0.93	-18.00	-3.50
2016/2/8	2015/10/30	2016/2/5	2016/2/26	84.50	114.00	85.80	29.50	98	0.30	-28.2	21	-1.34	-4.40	3.60
2017/1/28	2016/10/28	2017/2/10	2017/3/10	107.30	178.20	147.10	70.90	105	0.68	-31.1	28	-1.11	22.45	-0.20
2018/2/16	2017/10/27	2018/2/2	2018/3/23	225.20	285.00	204.20	59.80	98	0.61	-80.8	49	-1.65	14.70	-9.75
2019/2/5	2018/12/14	2019/1/25	2019/3/29	140.70	229.50	120.09	88.80	42	2.11	-109.41	63	-1.74	5.50	11.65
南方	6.88%													
2015/2/19	2014/9/26	2014/12/5	2015/3/20	392.50	518.70	392.00	126.20	70	1.80	-126.7	105	-1.21	-8.00	-16.25
2016/2/8	2015/10/16	2016/2/5	2016/3/11	323.16	408.00	304.50	84.84	112	0.76	-103.5	35	-2.96	-8.30	10.70
2017/1/28	2016/10/14	2017/1/20	2017/2/24	399.00	519.00	455.32	120.00	98	1.22	-63.68	35	-1.82	22.55	10.50
2018/2/16	2017/10/13	2018/2/2	2018/2/23	531.50	600.00	535.72	68.50	112	0.61	-64.28	21	-3.06	10.85	5.40
2019/2/5	2018/12/14	2019/1/25	2019/4/12	471.70	526.60	464.50	54.90	42	1.31	-62.1	77	-0.81	5.50	20.40

数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部

若全国钢厂铁矿补库空间约 1000 万吨，考虑到钢厂铁矿石补库方式多采用长协、美金船货或者港口现货采购等方式，我们预计钢厂补库或将导致港口现货下降 700-800 万吨。再结合四季度铁矿石供应预期，我们重新推演港口铁矿石库存，至 2019 年 12 月底，港口库存可能小幅积累至 1.32 亿吨。



表 3 补库预期下，年底港口铁矿石库存或小幅增加至 1.32 亿吨左右

时间	进口数量: 铁矿石	日均生铁产 量 (247)	高炉产能利用 率 (247)	日均生铁 产量	废钢添加 比例	折铁矿石日 均需求	铁矿石月均 需求	进口矿用量	港口库存变化 (推算)	港口库存变化 (实际)	港口库存
2019-01	9,125.29	214.03	76.54	225.29	10%	324.42	10,056.92	9,051.23	74.06	49.32	14,205.75
2019-02	8,302.02	219.14	78.37	230.68	10%	332.17	9,300.87	7,905.74	396.28	370.75	14,576.50
2019-03	8,506.12	217.13	77.65	228.56	10%	329.12	10,202.82	8,468.34	37.77	126.43	14,702.93
2019-04	8,073.81	229.15	81.95	241.21	10%	347.35	10,420.41	8,648.94	-575.13	-1,276.42	13,426.51
2019-05	8,371.50	234.68	83.92	247.03	10%	355.73	11,027.49	9,152.82	-781.32	-1,028.41	12,398.10
2019-06	7,516.31	236.60	84.61	249.05	10%	358.64	10,759.07	8,392.08	-875.77	-833.07	11,565.03
2019-07	9,099.81	225.90	80.79	237.79	10%	342.42	10,614.92	9,022.68	77.13	76.78	11,641.81
2019-08	9,483.24	227.30	81.28	239.26	10%	344.53	10,680.52	9,078.44	404.80	489.59	12,131.40
2019-09	9,943.95	228.67	81.78	240.71	10%	346.62	10,398.62	9,358.76	585.20	-97.69	12,033.71
2019-10	9,490.03	211.91	75.78	223.06	10%	321.21	9,957.42	8,961.68	528.35	802.74	12,836.45
2019-11	9,400.48	219.00	76.00	230.53	10%	331.96	9,958.74	9,261.63	138.86	/	12,975.31
2019-12	9,686.04	212.00	75.00	223.16	10%	321.35	9,961.77	9,463.68	222.36	/	13,197.67

数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

3、压制铁矿石远月的逻辑：2020 年铁矿石产量增长压力明显

2019 年四大矿山因事故及自然天气等因素出现供应缺口，预计将于 2020 年基本恢复。首先，淡水河谷溃坝事故共造成 9280 万吨铁矿石产能停产，1100 万吨球团产能受影响，截至 2019 年 11 月 15 日，淡水河谷已有 4300 万吨产能恢复生产，预计 2020 年、2021 年将分别复产剩余 3000 万吨和 2000 万吨产能。另外，淡水河谷在 10 月 25 日宣布停产 4 年的 Samarco 矿区也将于 2020 年底正式恢复生产。其次，剔除今年飓风对澳洲三大矿山供应的影响，2020 年澳洲铁矿石供应预计也将恢复 1687 万吨。

此外，主流矿山部分项目 2020 年仍有提产空间。淡水河谷的 S11D 项目 2019 年预计产量约为 7500 万吨，2020 年产量将提高至 9000 万吨，同比增加约 1500 万吨。FMG 计划于 2019 年底开始生产并发运 WPF，计划 2020 年上半年发运 500-1000 万吨，而随着 Eliwana 项目按计划于 2020 年底正式投产后，WPF 产量将进一步提高至 4000 万吨/年。

除主流四大矿山以外，2020 年非主流矿山也有增产计划。据不完全统计，2020 年还有接近 5700 万吨的非主流矿山产能释放空间。不过受铁矿石价格回调影响，明年非主流矿实际增量或相对有限。

表 4 2020-2021 年四大矿山产量仍有较大释放空间

矿山	2020		2021	
单位:万吨	产量	项目	产量	项目
淡水河谷	3000	Vargem Grande Complex复产 (700万吨)	2100	Timbopeba和Vargem Grande Complex的湿选产能复产
	1460	Fábrica, Timbopeba干选法等复产 (2300万吨)		
FMG	400	S11D产量达到9000万吨		
	220	Eliwana Mine项目, WPF产量增加至1700-2000万吨		
力拓	1000	剔除2019年飓风影响		Koodaideri矿山投产
		剔除2019年港口火灾、热带气旋影响		
必和必拓	467	剔除2019年飓风影响	3000	Robe River Joint Venture项目投产
合计	6547		5100	Samarco复产

数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

4、铁矿石单边追多安全性下降，组合操作更优

钢材供需转弱预期增强，钢厂利润或将再度收缩

虽然当前钢材需求依然强势，但北方天气转冷，需求环比下降，东北材已基本南下，需求季节性走弱的影响将逐步显现。而近期钢价大幅反弹，对贸易商冬储的吸引力较低，或将进一步加剧后期刚需走弱对钢材价格的影响。另外，电弧炉盈利已随钢价上涨而明显好转，复产积极性增加，钢材供应释放的压力增加。供增需降，我们认为钢材库存拐点或将出现在12月上旬，而钢厂利润或提前开始收缩。随着钢厂利润的下降，铁矿石价格上行压力也将随之增加。

图 9 北方需求已逐步下滑

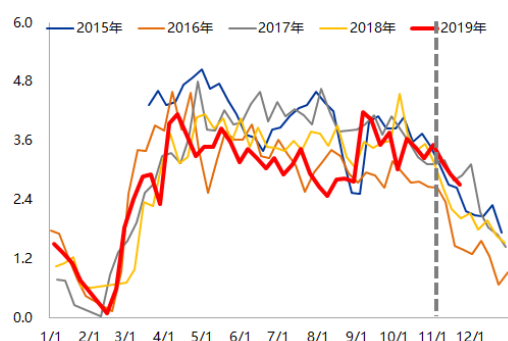
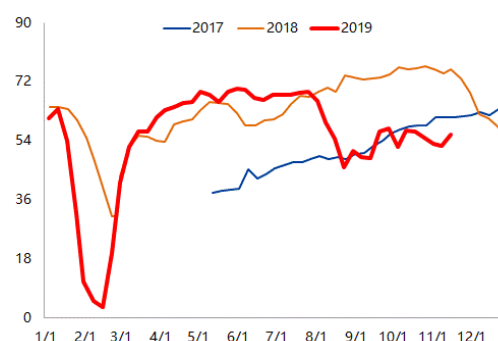


图 10 电弧炉产量或将释放



数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部

供应压力偏高补库空间有限，焦炭价格支撑相对铁矿偏低

在《供需预期悲观，焦炭震荡趋弱》报告中，我们大致统计了四季度焦炭产能增减情况。山西焦炭去产能不及预期，加之新增近1800万吨焦炭产能将于年底前投产，预计四季度焦炭产能净减少仅200多万吨，而目前山东地区1031万吨焦炭去产能任务具体实施方案亦未出台，亦存在延迟淘汰的可能。因此焦炭高供应压力较难化解。

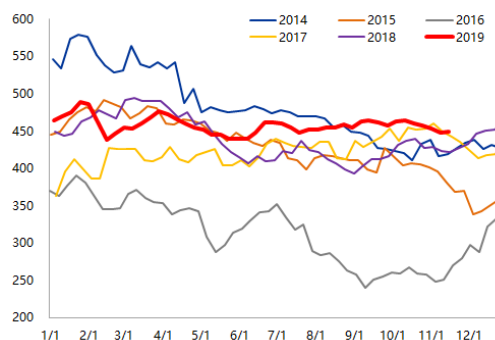
同时，由于前期焦炭供应充足，钢厂焦炭库存相对充足，截至11月15日，样本钢厂焦炭库存达到448.68万吨，同比增加26.91万吨（+6.38%），平均可用天数为14.79天，同比增加1.66天。就补库空间看，焦炭相对铁矿偏低。

表 5 四季度焦炭去产能表现不及预期

图 11 钢厂焦炭库存偏高



四季度焦炭新增产能				四季度焦炭淘汰产能			
省份	城市	待投产能	投产时间	省份	城市	待退出产能	淘汰时间
山西	吕梁	335	2019年底	山东	济南	181	2019年四季度
	晋中	225	2019年底		淄博	95	2019年四季度
	忻州	200	2019年底		济宁	120	2019年四季度
	临汾	170	2019年底		德州	80	2019年四季度
山东	运城	150	2019年底		聊城	60	2019年四季度
	济宁	140	2019年底		滨州	405	2019年四季度
河北		200	2019年四季度	河北	菏泽	90	2019年四季度
陕西		110	2019年底		山西	660	2019年四季度
安徽		65	2019年底	河北		300	2019年底前
内蒙		190	2019年底	合计		1991	
合计		1785		净产能变化		-206	



数据来源: Mysteel、Wind、兴业期货研发部

5、小结与策略建议

供给方面: 受淡水河谷再度下调年度销售目标, 以及 10 月巴西发往中国铁矿石比例大幅下降下降的影响, 2019 年四季度外矿供应增长压力或小于预期。但是, 2019 年飓风及溃坝事故造成的供应缺口将于 2020 年逐步恢复, 叠加部分项目产量提升及新增项目投产, 2020 年铁矿石供应同比增长压力较大。

需求方面: 自 10 月以来钢材价格及钢厂利润均大幅反弹, 叠加钢厂铁矿石库存偏低, 预计 11 月下旬起国内钢厂将陆续开启铁矿石冬季补库, 全国钢厂铁矿石库存或将增加 1000 万吨左右, 或致港口铁矿石库存下降 700-800 万吨。预计 12 月底, 港口铁矿石库存或仅小幅增加至 1.32 亿吨。而春节后钢厂多以消化前期库存为主, 主动去库期间铁矿石需求支撑较弱。

但是, 钢材需求走弱预期依然存在, 电弧炉产量却将逐步释放, 供增需减预计钢材库存拐点或将出现在 12 月上旬, 钢厂利润提前走弱的概率较高, 未来原料价格上涨幅度也将受压制。

再从结构角度看: 考虑到焦炭供应压力较难缓和, 且钢厂补库空间较铁矿明显偏低, 因而焦炭价格支撑或弱于铁矿。

基于上述判断, 我们认为铁矿石组合思路较单边盈亏比或更佳, 可以作为近阶段黑色链品种的主要多头配置标的, 具体表现为对应的跨期和跨品种策略: (1) 钢厂铁矿石补库预期增强的逻辑, 铁矿石买 01 合约-卖 05 合约正套组合可继续持有; (2) 钢厂铁矿石库存水平又明显低于焦炭库存, 原料补库逻辑下铁矿石或继续强于焦炭, 可介入买铁矿 01 合约空焦炭 01 合约组合; (3) 基于中长期中钢厂利润逐步收缩逻辑, 买铁矿 05 合约-卖螺纹 05 合约组合仍可长期持有。

免责声明

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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做任何保证，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，投资者据此做出的任何形式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，未经书面授权，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，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司总部及分支机构

总部

地址：浙江省宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路 167 号兴业银行大厦 11 楼

联系电话：0574-87716560/021-80220211