

2020 年 10 月 23 日

美期研究

标题：铁矿-横盘震荡后，下行到何时？

作者：朱港腾

提要：目前统计数据显示，成材后续需求存在一定隐忧，钢厂生产利润降低。在高炉需求下降的同时，矿石的供给端却愈发宽松。矿石港口库存累库或将加速。若未来成材下行，同时带动铁矿以现货领跌形式修复基差，螺矿比恢复，则铁矿近月合约将有大的下跌空间。

一、成材后续需求存疑，钢厂利润低位运行

成材需求后续增量存疑。一方面，工程机械的销量高于往年同期水平，挖掘机开工小时数同比趋稳，螺纹钢表观需求节后显著回升，短期需求存量较为确定。另一方面看，新公布的地产宏观数据涨跌互现：其中 9 月土地成交数据、商品房购置数据降幅扩大。9 月公布的累计土地购置面积为 15010.60 万平米，同比去年下滑 2.87%，较上月下滑幅度进一步扩大 0.5%，新开工单月同比减少 2%，同时建筑施工面积同比增长 3.1%。

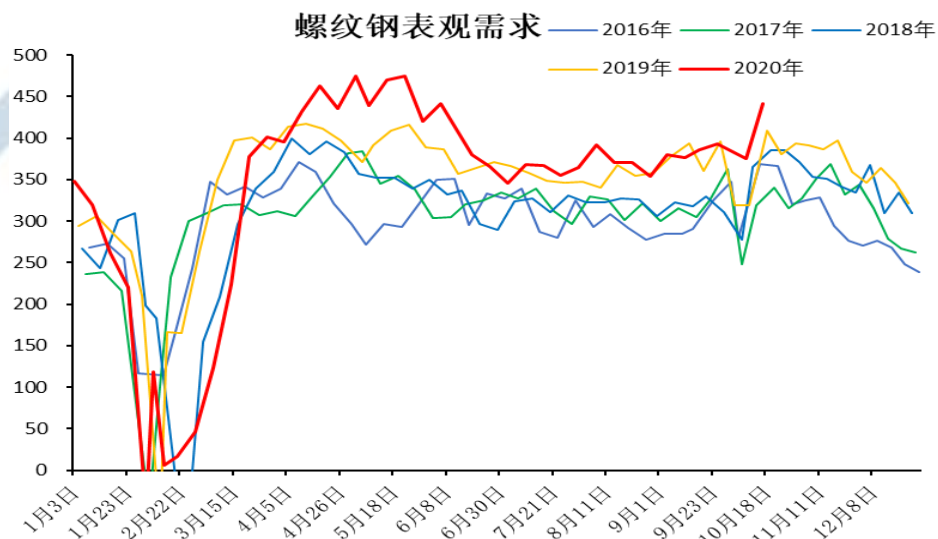


图 1：螺纹钢表观需求节后大幅回升

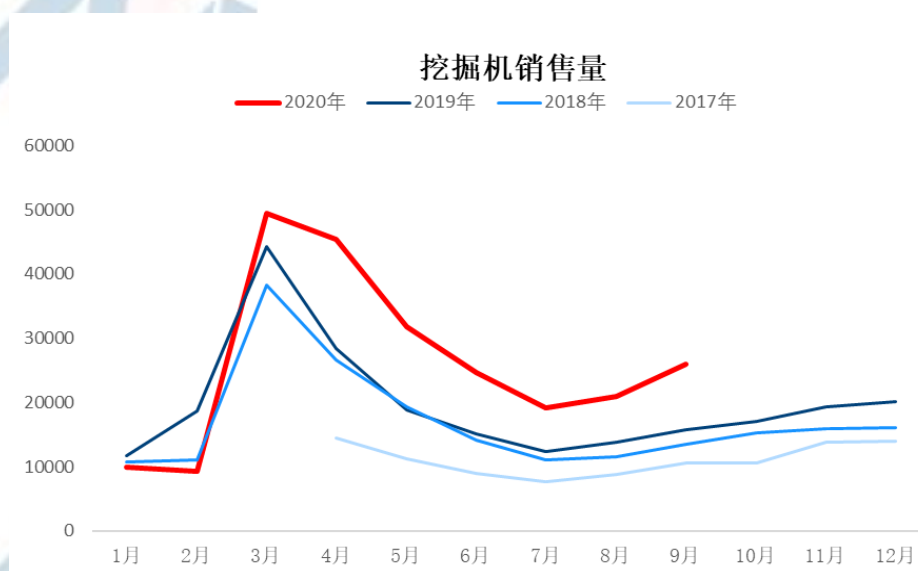


图 2：挖掘机销售量同比仍远高于往年水平

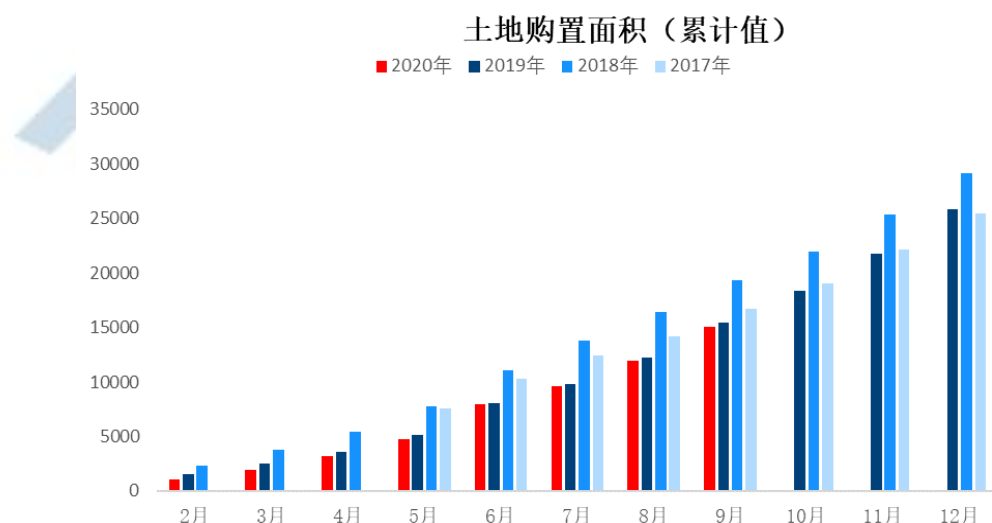


图 3：土地购置面积增幅减缓

地产施工面积增加和新开工数据减弱的矛盾，可以解释为开发商加快现有工程施工速度，增加销量去库存。这与地产开发商受新政策影响有关。按房地产企业“三道红线”政策的标准（剔除预收款后的资产负债率大于 70%；净负债率大于 100%；现金和短期债务比例小于一倍），国家将房地产企业划分为“绿、黄、橙、红”四档进行管理。参与“三道红线”政策试点的十二家房地产企业中，财务数据属于“绿档”的仅有 4 家，地产企业面临迅速削减债务的压力，将提高销售、减少拿地以增加现金。

表 1：房地产企业“三道红线”评级-“绿档”企业比例低

企业名	剔除预收款后资产负债率	净负债率	现金短债比	评级
保利发展	67.40%	57.10%	2.09	绿档
中海地产	55.00%	30.50%	4.00	
华润置地	56.40%	32.50%	2.89	
华侨城	79.30%	86.60%	1.01	
碧桂园	82.70%	55.30%	2.14	黄档
万科	76.50%	36.70%	1.68	
新城控股	76.50%	14.20%	2.42	
阳光城	77.60%	154.40%	1.15	橙档

融创中国	84.20%	214.10%	0.57	红档
绿地控股	82.80%	163.40%	0.67	
中梁控股	80.80%	120.90%	0.70	



图 4：唐山钢材生产利润低位运行

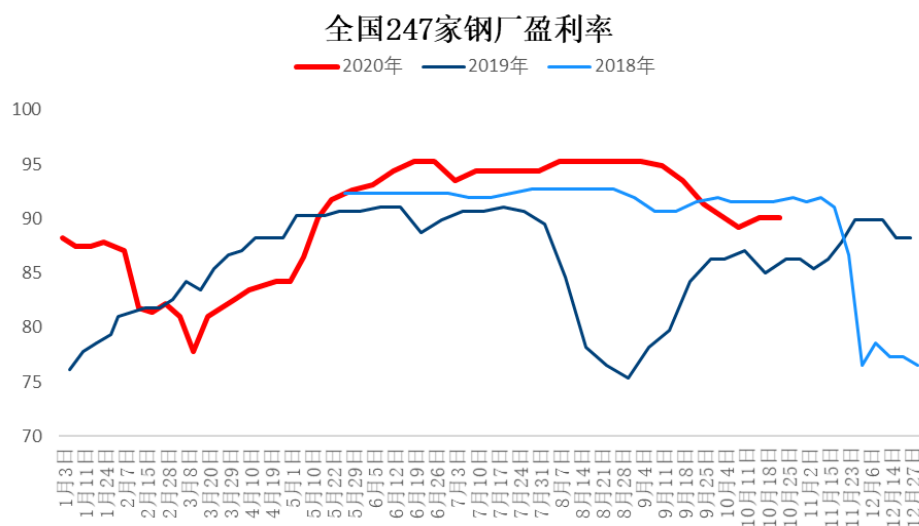


图 5：钢厂盈利率阶梯式下降

成材宏观未来基本面不确定的同时，钢厂利润开始收缩。首先是唐山钢材生产表观利润从 9 月 10 日左右开始进入亏损区间，随后在低利润和小幅亏损的范围内震荡。从钢厂盈利率调

研数据来看，9月中旬钢厂盈利率下降约5%，与钢厂表观利润进入亏损区间的时间接近。说明目前已有部分生产成本较高的钢厂进入亏损状态。钢厂开始逐步削减亏损产能。

二、铁矿自身供需矛盾继续缓解

铁矿自身的供需矛盾正在逐步缓解。首先是总库存持续增长，10月23日的45港矿石库存环比增长177.06万吨，继续维持自6月中旬以来的累库趋势。值得注意的是，以PB粉为代表的澳洲中高品矿库存自九月以来止跌企稳。原先从“总量紧缺”到“品种结构性紧缺”的矛盾逐步缓解。从另一角度看，港口库存的累库是在卸港量持续高位的情况下发生的：7月以来的港口周度卸港量维持在2390万吨以上的水平，最近一期的周度卸港量达3332万吨。

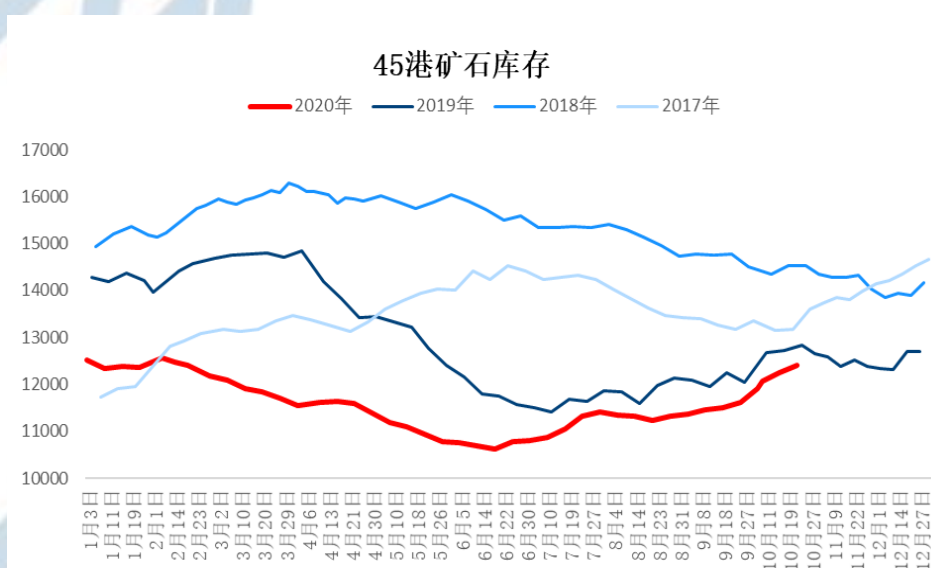


图6：港口矿石库存持续累库

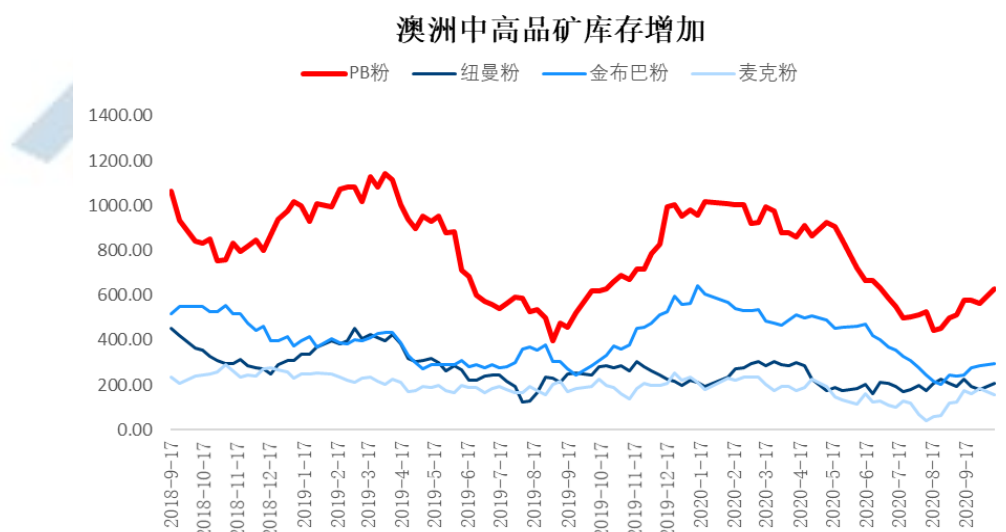


图 7: 澳洲中高品矿港口库存有所回升

供给端方面，外矿发运维持稳定增长势头，且 10 月中国到港量预计有大幅增长。从发运时间和数量估计，本月中国港口预计到港澳矿 7650 万吨，环比增加约 1350 万吨，增幅达 21%。澳洲中高品矿可能将进一步累库。巴西发运至中国量统计环比增长超过 1000 万吨，较 9 月增加约 50%。总体上看，考虑到发运和到港时间的不确定性，统计量会有一定的误差，但外矿对中国发运的供给的增长较为确定。

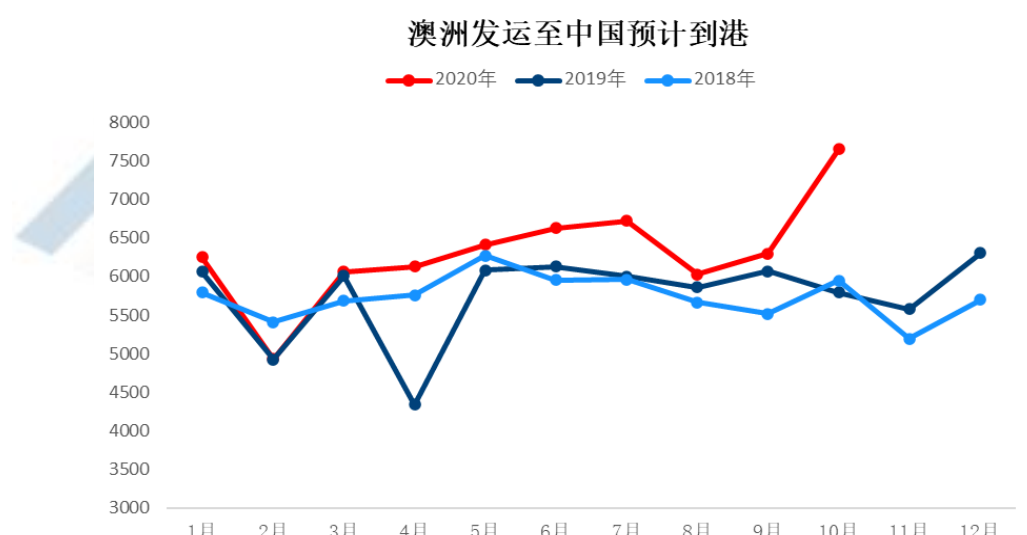


图 8: 澳洲发运至中国到港量, 本月显著增长

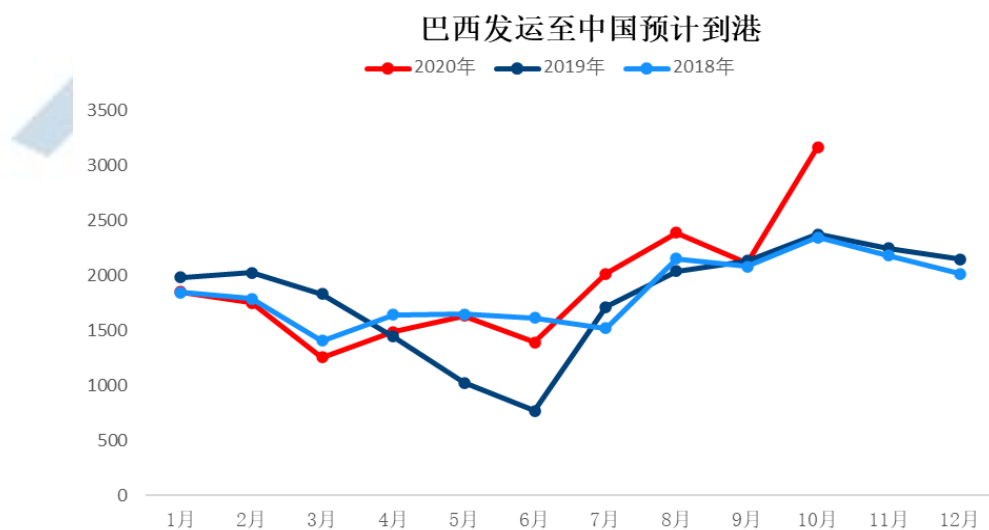


图 9：巴西发运至中国到港量，本月显著增长

三、矿石未来何处去？

（1）矿石港口库存预计

结合上述成材和钢厂需求情况，以及矿石从矿石自身供需角度分析，设置最有可能的两种情景：

情景一：钢厂受限于利润和环保原因大幅减产，外矿发运量持续增加

情景二：钢厂减产幅度有限，外矿供给平稳

根据不同情景确定钢厂需求数据和外矿供给数据进行计算：在情景一条件下，港口矿石库存存在年底将累库至 1.4 亿吨以上。而在情景二条件下，年底港口库存将累库至 1.37 亿吨左右。

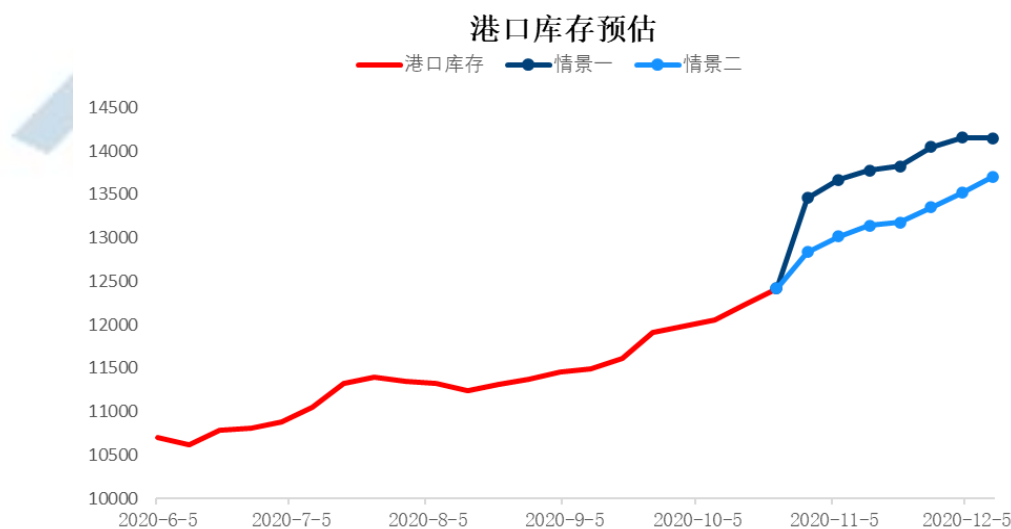


图 10: 港口库存情景分析预估

(2) 2101 合约的基差修复路径

矿石 2101 合约可能由现货领跌模式修复基差。虽然近四年的主力合约中，有 75% 的情景为期货补涨修复基差，25% 的情景为现货领跌修复基差。但 2101 合约没有出现较为明显的“弱-强-弱”模式，前期基差下探幅度有限。主要原因是近一段时间以来，期货大幅下跌的同时，现货价格跌幅不大。结合目前基本面的分析。本次基差修复模式可能类似于 1805、1909 合约，以主流现货领跌的模式，进行基差修复。

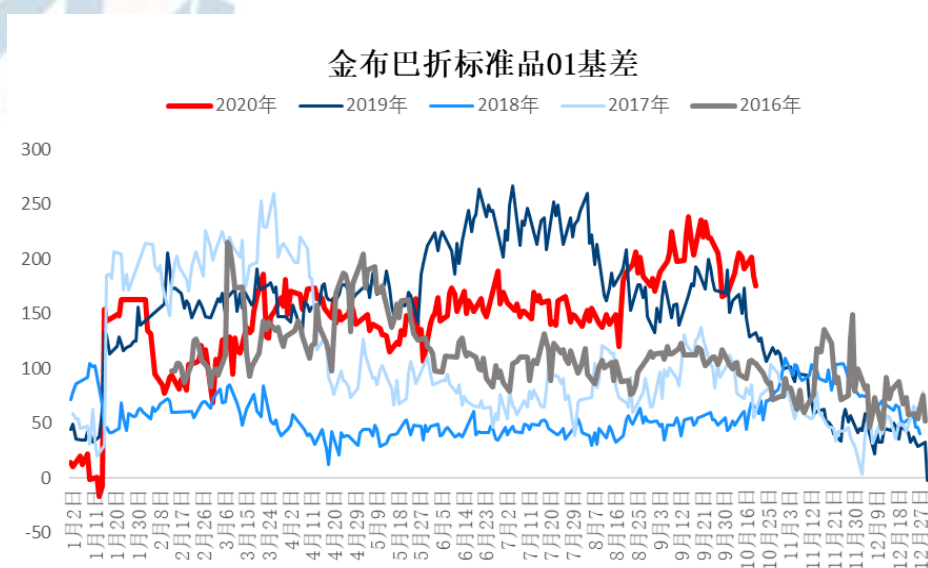


图 11: 01 合约基差同比

(3) 螺矿比修复角度看铁矿未来

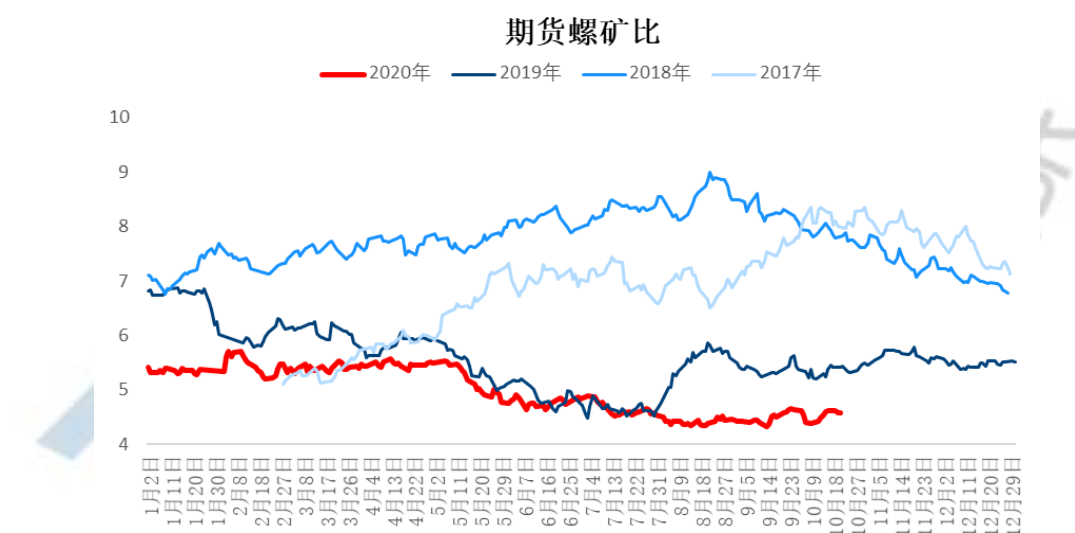


图 12: 近期螺矿比仍处于历史同比最低位置

本年以来，期货螺矿比长期处于历史低位。若上述分析和假设均成立，成材下行带动，矿石现货领跌模式修复基差。螺矿比将向上修复。以往年 12 月螺矿比均值 5.46，或以 250 日螺矿比均值 5.10 计算，本次矿石如果呈现单边下行趋势，2101 合约将有比较大的下行空间，投资者需注意风险。

（数据来源：wind，我的钢铁网，美尔雅期货整理）

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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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、复印和发布，否则本公司保留追究法律责任的权利。任何媒体如引用、刊发本报告必须注明出处为美尔雅期货投资咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。