

钢材利润引导铁矿行情，高价格下风险逐步累积——四大矿山二季度报解析

报告要点

总结：前期因钢厂利润扩大，使得铁矿价格跟随成材上涨。后市若钢材利润回落，或者全国继续扩大限产范围，钢厂提产动力就会承压，对铁矿高价的接受度也将立即下滑，使得铁矿价格承压。此外，下半年中品澳矿预计有 3500 万吨增量将有助于缓解铁矿的结构矛盾。

摘要：

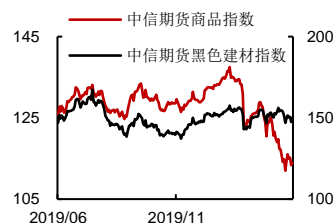
一季度淡水河谷运营逐步恢复，且今年受降雨影响较小，发运稳中有增；澳洲三大矿山产销则互有增减，四大矿山发运整体表现稳定。

二季度发运维持稳定，主流澳矿供应难有增量。二季度淡水河谷发运预计继续稳中有增，预计供应铁矿近 7600 万吨，同比增加 835 万吨。澳洲三大矿山二季度发运预计将有所下行，其中必和必拓和 FMG 前期发运较多，预计财年最后一个季度发运较少。综上，四大矿山二季度发运同比预计增加约 678 万吨，但得益于海外经济的恢复抢占了部分铁矿资源，预计二季度四大矿山发往中国比例下滑，发运量同比下滑约 400 万吨。

钢材利润引导铁矿行情，高价格下风险逐步累积。当前影响铁矿行情最关键的是钢厂提产的动力以及对铁矿涨价的接受度。前期因钢材利润扩大，刺激了钢厂的提产动力，并提振了中高品矿需求以及钢厂的补库需求，使得铁矿价格上涨。后市若钢材利润回落，或者全国扩大限产范围，钢厂提产动力受限，对铁矿高价的接受度也将立即下滑，使得铁矿价格承压。此外，下半年中品澳矿预计有 3500 万吨增量，届时将有助于缓解铁矿的结构矛盾。

风险因素：中品澳矿持续累库（下行风险），成材需求超预期（上行风险）。

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



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

辛修令
021-60812973
从业资格证 F3051600
投询资格号 Z0015754

任恒
021-60812993
从业资格号 F3063042
投资咨询号 Z0014744

一、四大矿山财报产销解析

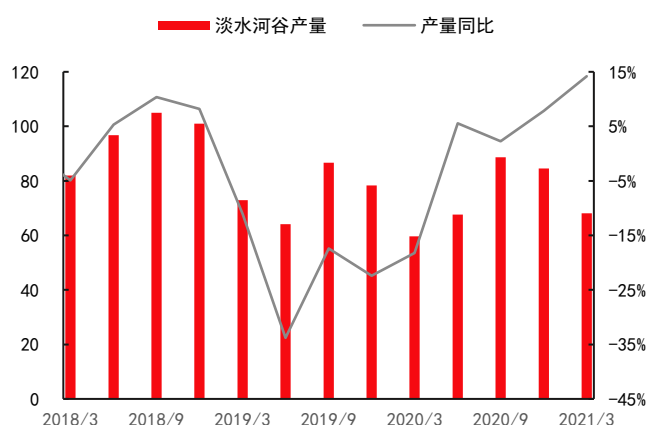
1、巴西淡水河谷：矿区运营逐渐恢复，粉矿产销同比增加

2021 年一季度淡水河谷生产 6800 万吨，同比增加 14.2%，主要是由于：

- (1) Vargem Grande Complex、Fabrica 及 Timbopeba 矿区运营逐步恢复；
- (2) 北部较少的降雨量；
- (3) 大量的第三方采购；
- (4) Serra Leste 矿区的重启。

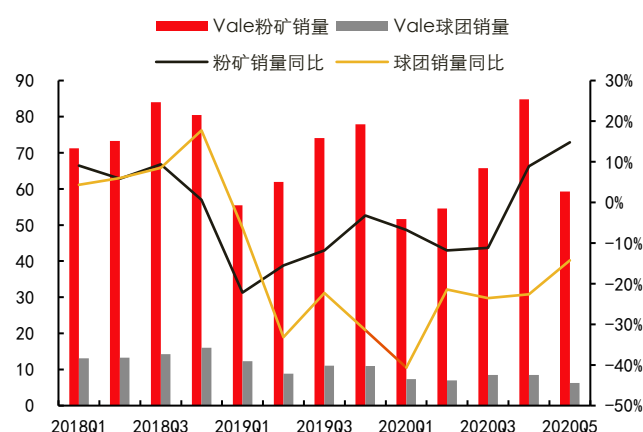
但由于 S11D 项目的检修以及 Itabira 矿区稳定性的问题，淡水河谷一季度产量的增幅受到限制。此外，一季度淡水河谷销量为 6557 万吨，同比增加 11.2%，且增量主要体现在粉矿。

图 1： 淡水河谷产量统计（百万吨）



数据来源：公司公告 中信期货研究部

图 2： 淡水河谷销量统计（百万吨）



数据来源：公司公告 中信期货研究部

北部系统包含 Serra Norte, Serra Leste 和 S11D mines 三个矿区。由于一季度降雨量较少，且 Serra Leste 已于 12 月份复产，使得北部矿区生产表现稳定，尽管 1 月份港口遭受了火灾影响，但并不影响其年度生产计划。

东南部系统包含 Itabira, Minas Centrais 和 Mariana 等矿区，由于 Timbopeba 和 Fazendão 的积极生产，使得东南部矿区产量明显增加，但 Itabira 的生产不稳定性拖累了整个东南部矿区的产量增幅。

南部系统主要包含 Paraopeba 和 Vargem Grande。Fabrica 和 Vargem Grande 矿区的积极生产同样也提振了南部矿区的产量。

根据官方资料，我们统计了淡水河谷各矿区的后续动态，预计 2021 年增产约 2500 万吨，且由于 2 季度矿区复产较为集中，所以其产能释放也多集中在下半年。

图 3：淡水河谷矿区现状

矿区	财报预期
S11D	2021 年有望持续增产，下半年增添新的破碎机设备
Serra Norte and Serra Leste	已于 2020 年 11 月复产，2021 年将不断提升产能
Vargem Grande Complex	2021Q2 产能提升至 3600 万吨，Q3 提升至 5300 万吨
Fabrica	2020Q4 复产 200 万吨，2021Q2 再提升 400 万吨
Brucutu	2021Q4 提升 1700 万吨
Timbopeba	已基本按计划恢复运营
Fazendão	正常生产
Itabira	尾矿处理限制产能，2021 年产量将有所下滑，预计 4 季度将开展矿区维护工作

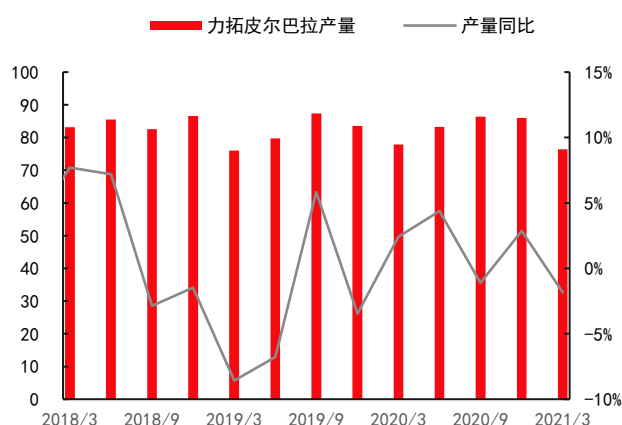
数据来源：公司公告 中信期货研究部

2、澳大利亚：澳洲发运整体平稳，新矿区替代渐行渐近

由于设备和潮湿天气原因，力拓 2021 年一季度共生产铁矿 7640 万吨，同比下滑 2%，维修也有所推迟。但由于充足的库存和稳定的物流，使得其发运量同比增加近 7%。

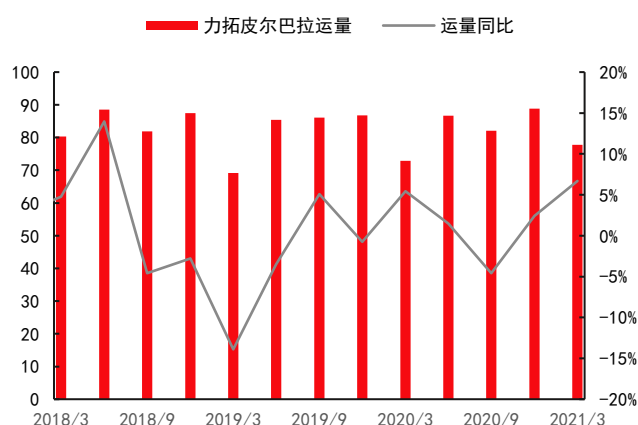
一季度力拓 SP10 粉块运量大增，折合全年预计分别约有 600 万吨的增量，PB 粉占发运总比例保持平稳，减量较多的为 PB 块，罗布河粉块运量亦有下滑。由此可见，力拓新增产量主要体现在 SP10 粉块上，且 SP10 块替代了部分 PB 块供应。

图 4：力拓（皮尔巴拉）产量统计（百万吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

图 5：力拓（皮尔巴拉）运量统计（百万吨）

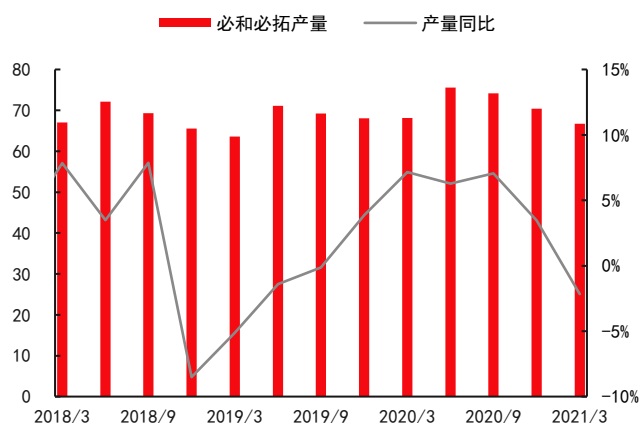


资料来源：公司公告 中信期货研究部

尽管 Jumblebar 矿区生产运营强劲，但由于一季度的天气干扰以及部分矿区的维修，使得必和必拓产销量分别同比下滑 2% 与 3.5%（不考虑 Samarco）。

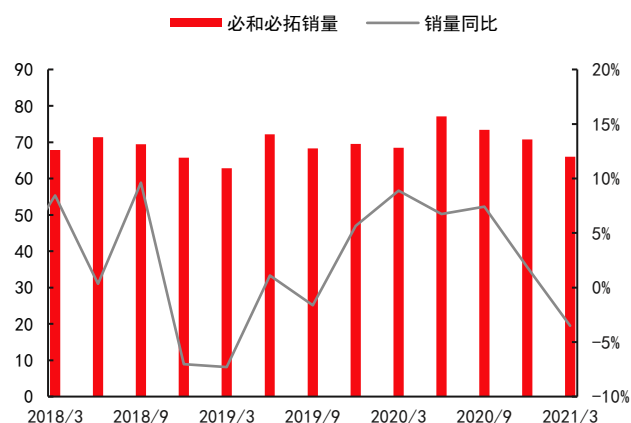
此外，新矿区 South Flank 项目进度已完成 95%，预计也将在今年年中投产。

图 6： 必和必拓产量统计（百万吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

图 7： 必和必拓销量统计（百万吨）

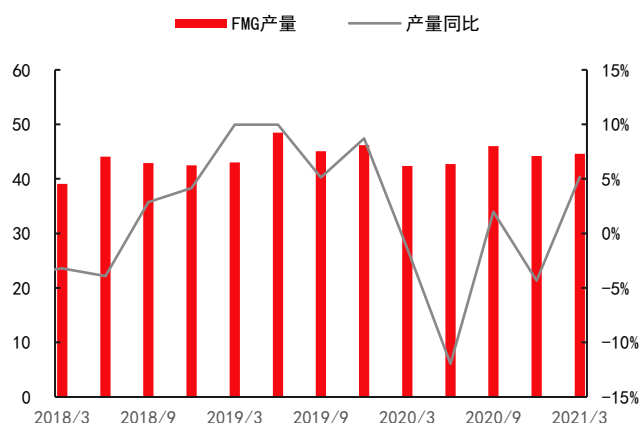


资料来源：公司公告 中信期货研究部

FMG 一季度矿山生产同样也受到了降雨的影响，但由于新矿区的投产以及强劲的运用，其产量同比增加 5.2%，发运量同比持平。

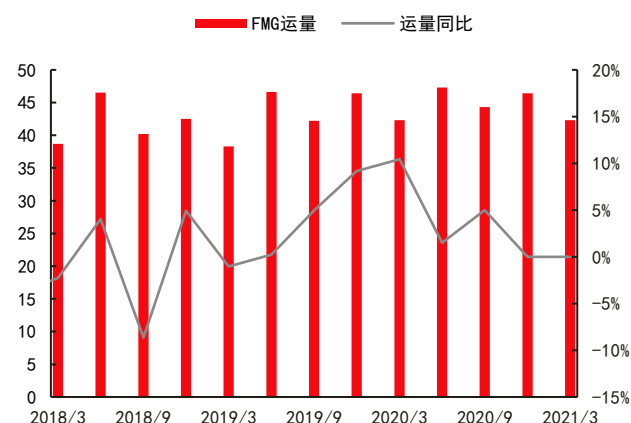
从分品种产量来看，FMG 正逐渐减少混合粉和超特粉的生产，转而增加摩卡粉与西皮尔巴拉粉的供应量。

图 8： FMG 产量统计（百万吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

图 9： FMG 运量统计（百万吨）



资料来源：公司公告 中信期货研究部

澳洲三大矿山目前均有新项目在持续推进，且均为替代项目，并不会形成新增产能。但四大矿山现有产能中仍有提升产量的空间，无论是必和必拓还是 FMG 均有采取行动提升其港口吞吐量为将来做准备。

图 10： 澳大利亚三大矿山未来计划

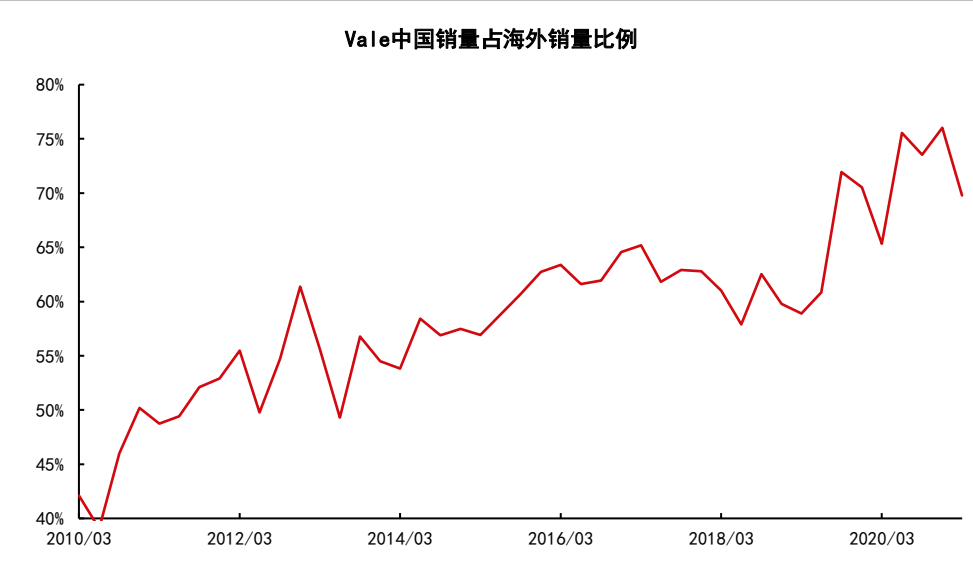
区域	项目	
力拓	Koodaideri	皮尔巴拉替代项目，预计 2021 年底投产，2022 年加速生产，届时年产能将达 4300 万吨。
必和必拓	South Flank	将替代 8000 万吨产能的杨迪矿，铁品位从 61%增加到 62%，预计 2021 年年中投产。
FMG	Eliwana 铁桥项目	预计产能 4000 万吨，帮助 FMG 维持产量，已在 2020 年 12 月首次交付第一船铁矿石。 2200 万磁铁矿项目，将于 2022 年上半年开始生产 67%铁精粉，并在 12 个月内达产。

数据来源：公司公告 中信期货研究部

二、四大矿山发往中国比例

淡水河谷一季度中国销量占其海外销量比例约 69.7%，较四季度环比下滑，但同比仍保持正增量。当前海外铁水产量已明显恢复至疫情前水平，且后续仍有望维持。预计在 2021 年淡水河谷发中国比例将有所下滑，下滑幅度预估为 5%。

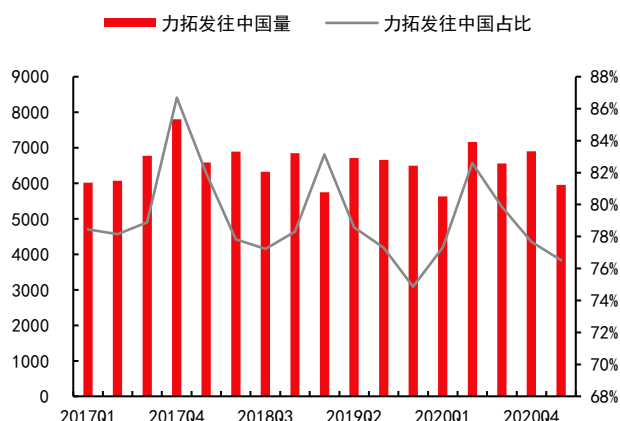
图 11： 淡水河谷中国销量占海外销量比例（%）



数据来源：我的钢铁网 公司公告 中信期货研究部

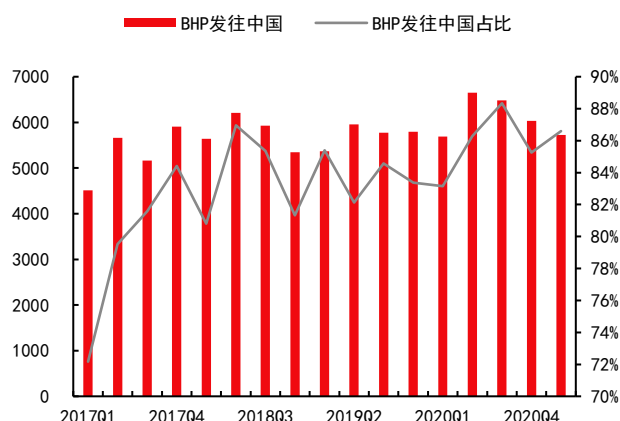
澳洲方面，根据钢联发运测算，力拓和必和必拓一季度发往中国比例分别为 76.5%和 86.6%。同理，预计随着海外铁水产量保持高位，澳洲发中国比例难再增加。

图 12： 力拓发往中国比例



资料来源：我的钢铁网 公司公告 中信期货研究部

图 13： 必和必拓发往中国比例



资料来源：我的钢铁网 公司公告 中信期货研究部

三、二季度四大矿山发运预估

根据财报，我们对四大矿山 2021 年二季度铁矿供应做出了预估。

淡水河谷今年生产运营已得到修复，在去年低基数影响下，预计二季度供应铁矿近 7600 万吨，同比增加 835 万吨。同时由于发往中国比例预计同比下滑，其发至中国预计同比增加 200 万吨。

澳洲三大矿山二季度发运预计互有增减，其中必和必拓和 FMG 前期发运较多，预计财年最后季度发运较少，分别同比减少 221 和 30 万吨，发往中国同比分别减少 300 和 100 万吨；力拓已逐渐摆脱飓风影响，当前发运仍较为稳定，预计二季度发运增加 94 万吨，但发往中国同比下滑 200 万吨。

综上，四大矿山二季度发运同比预计增加约 680 万吨，发往中国同比下降约 400 万吨。

图 14： 四大矿山二季度供应预估

单位：万吨	2021Q2	2020Q1	环比	2020Q2	同比	预计发至中国同比	财年目标
力拓皮尔巴拉	8762	7779	983	8668	94	-200	2020 年运量目标 3.25-3.4 亿吨
必和必拓	7484	6603	881	7705	-221	-300	2021 财年产量目标 2.76-2.86 亿吨
FMG	4700	4230	470	4730	-30	-100	2021 财年运量目标 1.78-1.82 亿吨
淡水河谷	7595	6557	1038	6760	835	200	2021 年产量目标 3.15-3.35 亿吨
合计	28541	25169	3372	27863	678	-400	

数据来源：公司公告 中信期货研究部

备注：假设必和必拓、淡水河谷产量=发运量

四、铁矿供需推演

尽管 2021 年四大矿山供应增量有限，但铁矿价格的暴涨刺激了非主流矿的投产，预计今年全球铁矿供给增加约 1.1 亿吨，而全球总需求增加约 1.04 亿吨，国内供需差为 600 万吨，基本持平。如果没有政策干扰，铁矿本身就已处于总量略微过剩的状态。

若限产政策严格执行，我们根据铁水限产情况对铁矿全年供需情况做了预估，则 2021 年铁矿至少过剩 3950 万吨，将面临严重的过剩格局。

图 15：国内铁矿供需平衡预估

项目	海外需求增量	全球铁矿供给增量	国内供给增量	国内铁水增量	国内需求增量	国内供需差
铁矿供需平衡测算	7050	11000	3950	2000	3350	600
				0	0	3950
				-1000	-1670	5620
				-2000	-3350	7300

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

但对于中高品矿尤其是中品澳矿而言，我们通过数据测算发现澳洲三大矿山二季度发运同比将有所下行，发往中国同比更是下降约 600 万吨。换言之，中高品矿当前供应并不会跟随价格上涨而放量，供给弹性接近于 0。但由于钢厂利润的提高，提振了中高品矿的需求，使得高低品价差大幅走扩。

今年下半年，必和必拓 South Flank 预计投产，根据第三方资讯机构了解，必和必拓届时将用 5000 万吨麦克粉（铁品位 62%）+3000 万吨块替代现有的 8000 万吨杨迪粉（铁品位 57.3%）产能。

FMG 的 Eliwana 矿区已于 2020 年 12 月开始投产，据了解，该矿区一开始主要生产低品矿（铁品位 58.5% 之下），预计 2022 财年即今年下半年开始扩大 WPF（铁品位 60.3%）的生产，产能将由 2000 万吨提升至 4000 万吨。

综上，下半年必和必拓与 FMG 预计将贡献约 3500 万吨的中品澳矿产量增量，届时或将缓解铁矿结构性矛盾。

五、总结：钢材利润引导铁矿行情，高价格下风险逐步累积

一季度淡水河谷运营逐步恢复，且今年受降雨影响较小，发运稳中有增；澳洲三大矿山产销则互有增减，四大矿山发运整体表现稳定。

二季度淡水河谷发运预计继续稳中有增，预计供应铁矿近 7600 万吨，同比增加 835 万吨。澳洲三大矿山二季度发运预计将有所下行，其中必和必拓和 FMG 前期发运较多，预计财年最后一个季度发运较少。综上，四大矿山二季度发运同比预计增加约 678 万吨，但由于海外经济的恢复抢占了部分铁矿资源，预计二季度四大矿山发往中国比例同比下滑，发运量同比下滑约 400 万吨。

当前影响铁矿行情最关键的是钢厂提产的动力以及对铁矿涨价的接受度。前期因钢厂利润扩大，刺激了钢厂的提产动力，并提振了中高品矿需求以及钢厂的补库需求，使得铁矿价格跟随成材上涨。后市若钢材利润回落，或者全国继续扩大限产范围，钢厂提产动力就会受限，对铁矿高价的接受度也将立即下滑，使得铁矿价格承压。此外，下半年 BHP 和 FMG 预计将贡献约 3500 万吨的中品澳矿增量，届时也将有助于缓解铁矿的结构矛盾。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本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所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

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会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且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。本报告不应取代个人的独立判断。本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。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

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