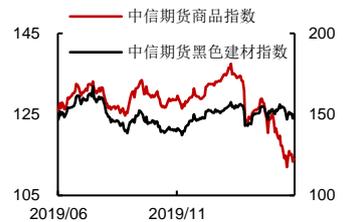


块矿溢价强势走牛，供需偏紧仍未缓解

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

总结：块矿溢价的走强主要是由于环保限产+海外铁水产量复苏+焦炭价格上升+钢厂补库共同影响所致。预计钢厂补库结束后，块矿溢价将有所回落，但在环保限产放松前，难有趋势性反转。同理，中高品粉矿溢价也有所拉大。钢厂补库结束后铁矿后市或将承压，但若铁水产量继续保持同比高增长，铁矿价格仍将大概率重新走强。



摘要：

块矿溢价或有回落，关注环保限产影响。当前主流块矿溢价的牛市主要是由于环保限产增加块矿需求+海外铁水产量复苏分担全球供给+焦炭价格上升增加主流块矿需求+钢厂补库放大波动率共同影响所致。其中钢厂补库预计最晚将于节前一周结束，届时块矿溢价将消除这一影响有所回落，但在环保限产放松前，难有趋势性反转。

铁矿结构性矛盾仍未缓解，关注铁水产量高增长持续性。同主流块矿主流相类似，中高品粉矿的溢价也相应被抬高，且钢厂补库需求同样放大了其波动率。未来一至两周钢厂很快将结束补库，铁矿价格将会承压，但若铁水产量继续保持同比高增长，铁矿价格也难以出现趋势性反转，并将大概率重新走强。

风险因素：海外铁水释放超预期（上行风险），环保限产不及预期（下行风险）。

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
从业资格号 F3051600
投询资格号 Z0015754

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

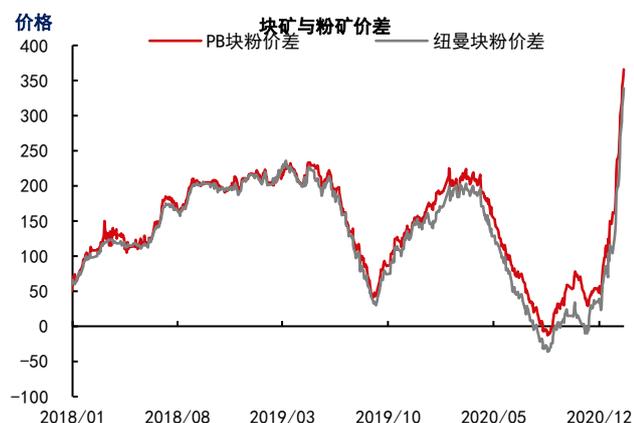
一、块矿溢价大幅拉涨

对国际化品种铁矿石来说，其种类繁多，交易手段丰富，流通性好的特性，决定了该市场从来不缺乏机会。

自 2020 年 9 月块矿溢价创下最低点后，就开启了直线拉涨走势，走下了一波很流畅的上涨行情。以 PB 块粉价差为例，2020 年 9 月 1 日，PB 块粉价差-13 元/吨，截止到 2021 年 1 月 22 日，价差已拉升至 366 元/吨，其强势已不亚于 2018 年上半年的巴西粉行情。

对铁矿石品种间价差，此类大级别牛市往往是多个因素共同驱动导致的结果，本文通过梳理块矿近期的走势原因，来窥探当前铁矿盘面震荡行情下的一些基本面变化。

图 1： 块粉价差（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 2： 球粉价差（万吨）

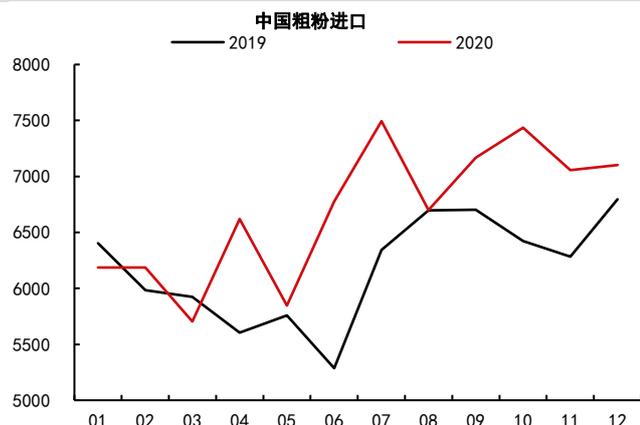


资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

二、精粉、块矿、球团进口下滑

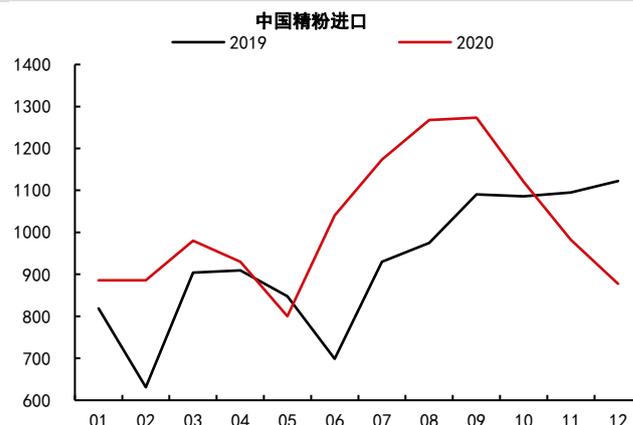
12 月份的铁矿进口并不高，分种类来看，主要是粗粉进口比较稳定，同比仍保持一定增量，但精粉、块矿和球团进口却出现了明显下滑，同比也明显转负。

图 3: 中国粗粉进口（万吨）



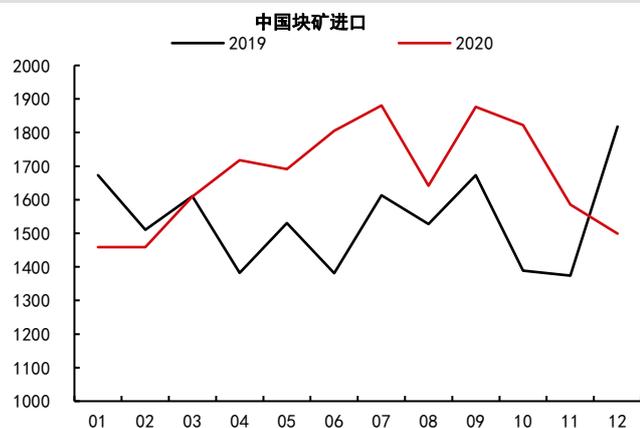
资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 4: 中国精粉进口（万吨）



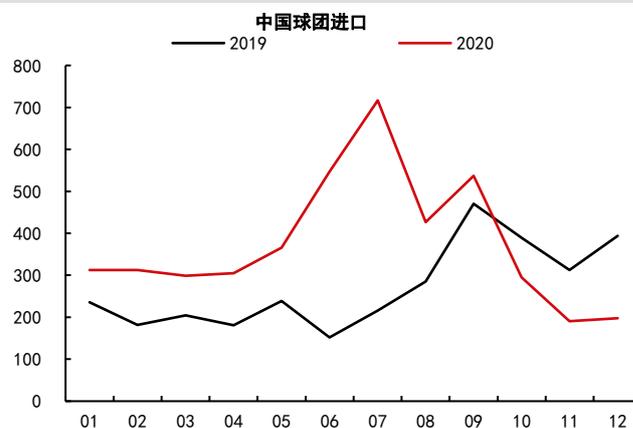
资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 5: 中国块矿进口（万吨）



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 6: 中国球团进口（万吨）



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

精粉、块矿和球团进口之所以有明显的下滑，主要是由于非主流矿进口的缩减。譬如俄罗斯、乌克兰作为前期中国铁矿进口增量贡献较大的两个国家，产品主要以精粉和球团为主，四季度我国对两个国家铁矿进口明显萎缩。

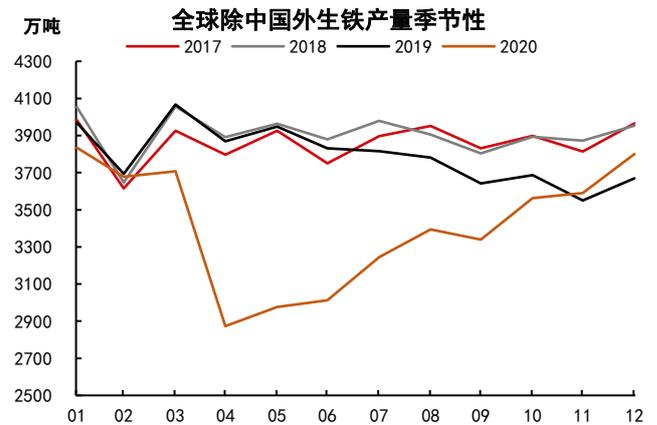
非主流矿进口下滑，主要是由于海外生铁产量的快速复苏。由于高炉技术的差异，欧美高炉球团配比多在 70%以上，日韩块矿配比较我国整体水平也略高一些。海外生铁产量的快速复苏，使得部分精粉、块矿和球团被分流到海外。进口矿卡拉拉精粉也得益于，溢价提升，不再适合参与 01 合约交割。

图 7： 全球生铁产量季节性（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

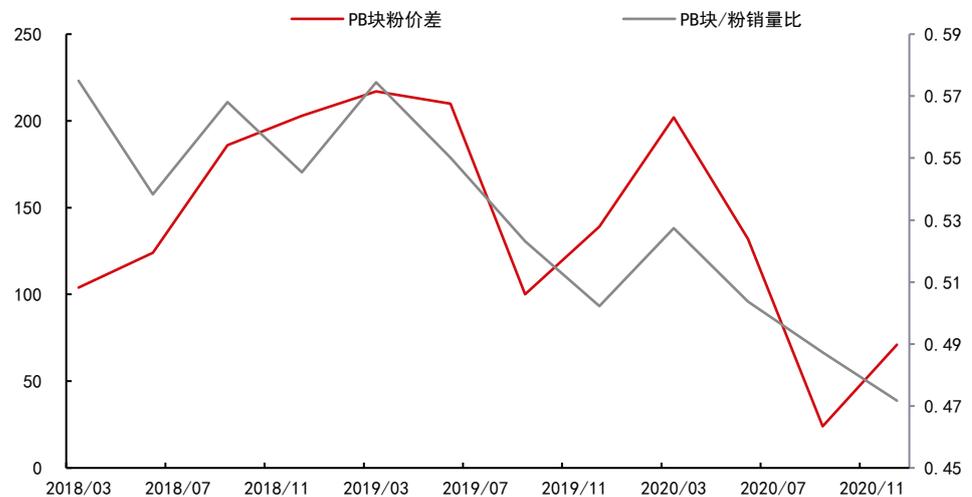
图 8： 全球除中国外生铁产量季节性（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

主流块供应也有所减少。近两年来四大矿山运营策略越来越灵活，例如 FMG 与力拓纷纷效仿淡水河谷增加自身库存调节产销节奏。除此之外，四大矿山也可以根据需求对自身产品结构作调整。通过下图我们发现，力拓近两年的块粉销量比同 PB 块粉价差相关性较高，即在 PB 块粉价差较为低迷的时候，力拓的 PB 块供应相较于 PB 粉逐渐减少。

图 9： 力拓 PB 块粉销量比



数据来源：Mysteel 公司公告 中信期货研究部

三、块矿需求增加

烧结矿是将各种粉状含铁原料，配入适量的燃料和熔剂，在烧结机里将矿粉颗粒黏结成块；球团通常是将精粉加适量的水分和粘结剂制成粘度均匀、在竖炉中制成；而块矿是由铁矿石破碎过程中产生的较大颗粒组成，一般尺寸为 6~30mm，可直接用于高炉炼铁。

环保限产可以说是影响块矿需求的重要因素，竖炉和烧结机相较于高炉污染性要强一些，近几年钢厂限产不再一刀切后，竖炉和烧结机便成了限产的重点针对对象。

2020年下半年，唐山发布了《唐山市2020-2021年秋冬季空气质量强化保障方案》，限产频频，且主要针对烧结机，邯郸、河南等地的限产也十分严格。此外，受季节性及山东金矿事故影响，矿区安全监管加严，铁精粉产量下滑，也限制了国内球团的产量供应。受国内环保趋严以及进口减少影响，烧结矿和球团供应下滑，钢厂就不得不去增加块矿的使用量。

季节性上，由于块矿含粉需要过筛，在降雨量较多的二季度会受到影响，使得块矿前期需求承压，价格低迷，而这一情况也在降雨量较少的四季度得到改善。

综上，四季度以来块矿需求得到明显改善。

四、块矿结构性矛盾

当前市场主流块矿仍以PB块和纽曼块等主流矿为主，其他块矿由于品质、产量等问题难以完全替代。

2020年是卷板大年，下半年卷板需求强劲，利润较好，且产能也在不断投放，导致卷板产量同比大增，也刺激了钢厂的补库需求。而卷板多以订单制排产，大型高炉生产为主，对铁矿的品质和供给稳定性要求也较高。此外，今年焦炭由于供给问题，价格表现强势，钢厂成本压力增大，而提高入炉铁品位可有效降低入炉焦比。因此，越来越多的大中型钢厂，为了满足旺盛的订单需求，同时抑制焦炭成本过快上升，选择了品质更为良好的主流块矿。

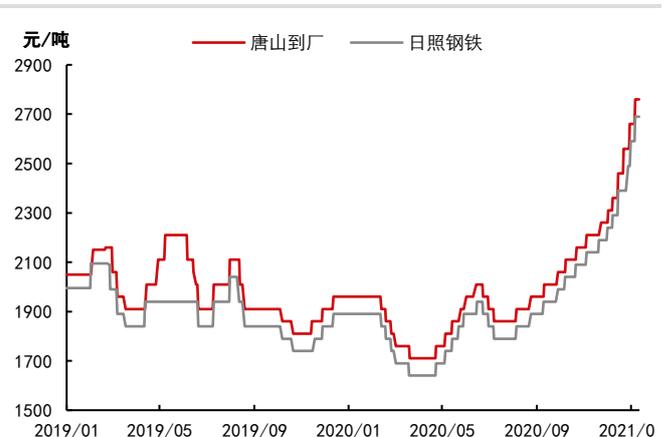
通过下图我们可以看出，在块矿中，PB块相较于其他块矿表现明显强势许多，而品质较好的罗伊山块相较于罗布河块价格又要强势些。

图 10: PB 块与非主流块价差 (元/吨)



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 11: 焦炭到厂价格 (元/吨)



资料来源: Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

五、钢厂补库放大波动率

每年春节钢厂都会为了应对春节期间物流问题在节前提前补库。由于今年钢厂铁水产量大幅提升，预计补库总量也要比往年强一些，为铁矿提供了额外的需求。

钢厂补库不仅仅增加了铁矿的总需求，支撑了铁矿的整体价格，同时也加剧了相对紧缺品种的紧缺程度，放大价格和价差的波动率。因此，当前铁矿强势的溢价也得益于旺盛的钢厂补库需求。

图 12: 钢厂进口矿总库存（万吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 13: 钢厂进口矿库存消费比



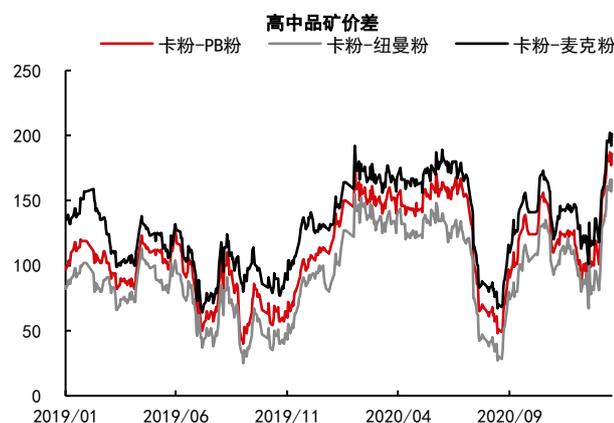
资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

六、块矿溢价走高反映了什么？

从国内供给端，说明了海外经济恢复强劲，分担了国内的非主流矿供应，因普氏价格拉升而使得国内铁矿进口增加的逻辑被迫延迟兑现。

从国内需求端，反映了随着焦炭价格的升高和大型高炉的需求增加，尽管总港口库存一直在累库，但我国铁矿的结构性偏紧格局仍未缓解。与主流块矿相对应，主流中高品粉矿的溢价也相应被抬高，而钢厂今年旺盛的补库需求更是放大了其波动率。

图 14: 高中品粉矿价差（元/吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 15: 中低品粉矿价差（元/吨）



资料来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

同主流块矿溢价相类似，钢厂很快将结束补库，预计届时铁矿价格将会承压，但若铁水产量继续保持同比高增长，铁矿港口库存将很快转头向下，铁矿价格也同样难以出现趋势性反转，并大概率将重新走强。而铁水产量后期走势，需重点关注成材利润被大幅挤压的背景下钢厂是否能及时减产，以及工信部压减钢铁产量的后续细则出台情况。

此外，以上原因共同导致了卡拉拉精粉和中高品矿溢价的提升，使其近期不再适合参与交割，目前我们看到的铁矿主力合约已转为超特粉和国产铁精粉定价。

七、总结：块矿溢价强势走牛，供需偏紧仍未缓解

四季度我国对精粉、块矿和球团的进口明显下滑，一方面是由于海外铁水产量复苏分流铁矿供应，另一方是主流矿山在前期块矿溢价低迷的影响下块矿供应有所下滑。

2020年下半年限产以及安全监管较为严格，使得烧结矿和球团供应受限，钢厂增加了块矿的需求。此外，四季度降雨的减少，也助推了块矿需求的复苏。

焦炭价格上涨以及大型高炉需求的增加，使得钢厂更加倾向于主流块矿的使用，主流块矿与非主流块的价差被拉大；而钢厂补库又提供了额外的需求，使得本就偏紧的主流块矿溢价波动率扩大。

当前主流块矿溢价的牛市主要是由于环保限产+海外铁水产量复苏+焦炭价格上升+钢厂补库共同影响所致。在这几个影响因素中，前三条短期难有明显改变，将继续支撑块矿溢价。而钢厂补库预计最晚将于节前一周结束，届时块矿溢价将消除这一影响有所回落，但在环保限产放松前，难有趋势性反转。

同主流块矿主流相类似，中高品粉矿的溢价也相应被抬高，而钢厂今年旺盛的补库需求更是放大了其波动率。未来一至两周钢厂将很快结束补库，铁矿价格预计承压，但若铁水产量继续保持同比高增长，铁矿价格也同样难以出现趋势性反转，并将大概率重新走强。

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