

投资咨询资格号：
证监许可[2012]112

黑色产业链
季度报告

2022 年 4 月 6 日

黑色研究团队

分析师：裴红彬
黑色首席分析师
期货从业资格： F0286311
投资咨询资格： Z0010786
联系电话： 0531-81678625
E-mail：
peihongbin225@163.com
客服电话： 400-618-6767
公司网址：
<http://www.luzhengqh.com>

中泰期货研究所



中泰期货服务号



季报摘要

■ 一季度主要驱动及行情回顾

■ 回顾过去三个季度的黑色市场变化，黑色先后经历了去年三季度在粗钢粗产量以及能耗双控政策下的大涨，10-11 月份地产需求回落叠加煤炭限价下的成本坍塌所引发的大跌，以及去年 12 月以来，在宏观政策稳增长和供暖季（冬奥会）限产下的反弹修复，以及俄乌战争和疫情干扰下的需求提升预期下的上涨。

■ 铁矿石在钢厂复产以及钢价逐步提升的影响下，价格震荡上行。截至 4 月初，platts62%Fe 指数达到 159.85 美元/吨，季度环比上涨 36.95 美元/吨；期货 05 收盘价格达到上涨 940 元/吨，季度环比上涨 251 元/吨（涨幅 28.06%）。

■ 二季度供需推演和行情展望

■ 伴随着粗钢去产量影响终结，钢厂需求逐步恢复，一季度矿石实际已经进入了降库周期。展望二季度，铁矿石供需形势依然利多，将延续去库并且有望加速去库。我们预计二季度全口径库存降低大约-1000 万吨，港口库存降低-1500 万吨，钢厂厂内库存增加 500 万。

■ 不过矿石的边际成本曲线末端陡峭特征，决定了矿价在高位区间的高波动。预计矿价偏多，但仍将面临较大波动。重点需要观察两点，一是钢厂利润的持续性，也就是钢材的需求能否及时得到去库。二是矿价在 150 美金以上的高位，政策压制和影响。

■ 重点策略建议和风险提示

■ 趋势策略：矿石趋势判断依然偏多，仍将面临较大波动，单边操作需谨慎。且三季度以后，伴随着供暖季限产政策以及外矿供给的逐步充裕，铁矿石有望继续恢复累库。

■ 套利策略：跨期交易逢低正套，或者高波动率下卖出价差跨市期权操作仍可重点关注。主要因为：一是矿石降库周期一般面临着现货强势，期货正套也趋向于走扩；二是，目前钢厂利润下滑，高低品价差将继续收敛，盘面对应的超特粉将表现更为坚挺。

■ 风险提示：（1）疫情影响复产节奏；（2）二季度钢材需求情况和钢厂利润变化；（2）政策压制及交割干扰因素

矿石二季度有望加速去库，矿价高波动维持正套操作

——2022 年铁矿石行情一季度回顾和二季度展望

一、一季度市场行情回顾：黑色整体上行，矿石涨幅居前

1、黑色整体行情回顾：整体价格强势，原料强于成材

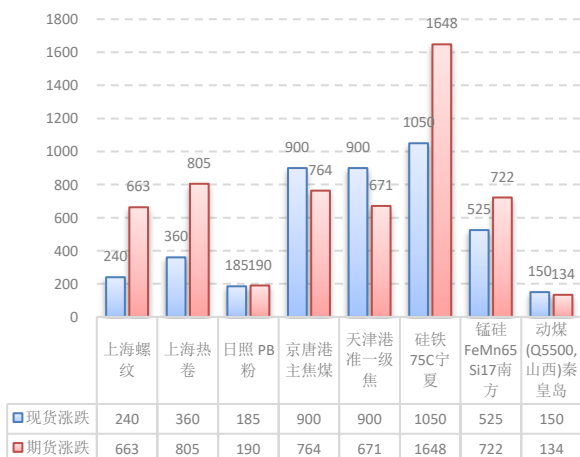
- 黑色市场先后经历了去年三季度在粗钢粗产量以及能耗双控政策下的大涨，10-11 月份地产需求回落叠加煤炭限价下的成本坍塌所引发的大跌，以及去年 12 月以来，在宏观政策稳增长和供暖季（冬奥会）限产下的反弹修复，以及俄乌战争和疫情干扰下的需求提升预期，黑色延续反弹，原料涨幅更大。

表 1：过去三个季度黑色商品整体表现及主要驱动（单位：万吨、%）

时间	黑色商品整体表现	主要驱动因素	关键词
2021 年三季度	黑色表现整体强势，但有分化。煤焦、合金大涨，螺纹次之，热卷震荡，铁矿石大跌	由于各地粗钢去产量延续，能耗双控政策趋严、拉闸限电时有发生，造成煤炭引领黑色商品继续上涨，其中铁合金、动力煤、焦煤焦炭创出历史新高。	粗钢去产量、能耗双控
2021 年四季度	10-11 月黑色巨幅下跌，动力煤跌幅超 60%，焦煤焦炭腰斩，钢价跌幅 2000；11 月份中旬后期修复修复性反弹。	国务院、发改委连续出台政策抑制煤价，使动力煤包括焦煤、焦炭价格大幅回落，钢材的成本被重新估值，同时地产等宏观需求回落，黑色商品价格大幅回落。11 月中旬后钢厂联合抵制交割，期现价差以期货反弹进行修复。	动力煤保供稳价、房地产需求回落
2022 年一季度	黑色延续反弹，原料涨幅相对较大，其中煤焦涨幅最大，铁矿石其次。	12 月政治局会议和经济工作会议定调，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，把工业稳增长摆在最重要的位置。同时，冬奥会期间有北方 2+26 等城市的 30%限产，粗钢同比减量在 2800 万吨左右。	稳增长，冬储+冬奥会限产（俄乌战争+疫情）

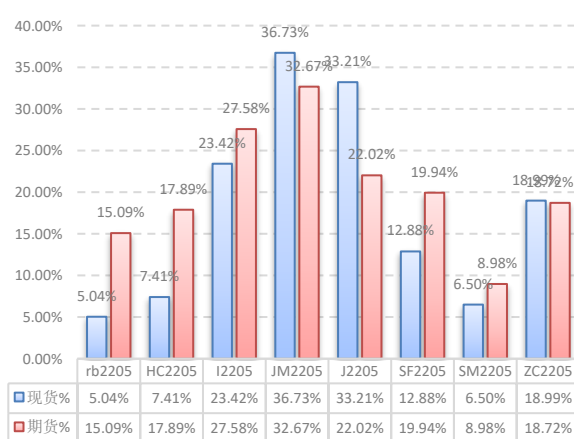
数据来源：Wind，中泰期货整理

图表 1：一季度黑色品种期现涨跌（单位：元/吨）



数据来源：Wind，中泰期货整理

图表 2：一季度黑色品种期现涨跌幅（单位：元/吨）

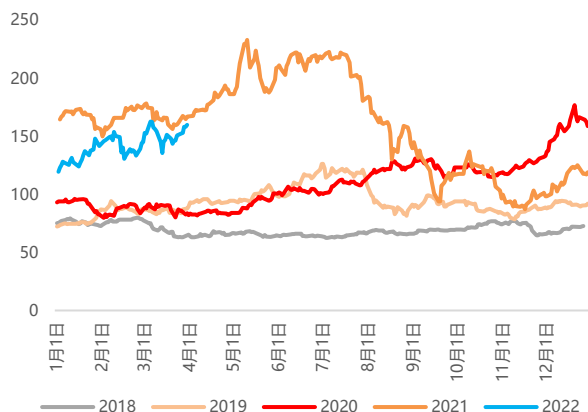


数据来源：Wind，中泰期货整理

2、铁矿石行情回顾：矿价震荡上行，指数再次突破 150 美金

- 铁矿石在钢厂复产以及钢价逐步提升的影响下，价格震荡上行。截至 4

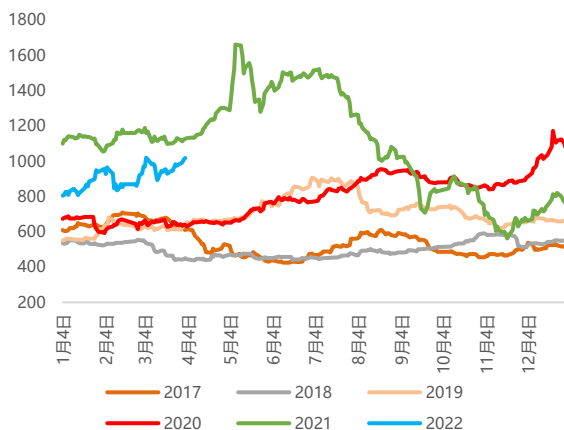
月初，日照港 pb 粉价格 1010 元/吨，季度环比上涨 205 元/吨；platts62%Fe 指数达到 159.85 美元/吨，季度环比上涨 36.95 美元/吨；期货 05 收盘价格达到上涨 940 元/吨，季度环比上涨 251 元/吨（涨幅 28.06%）。

图表 3：铁矿 62%platts 指数价格（单位：美元/吨）


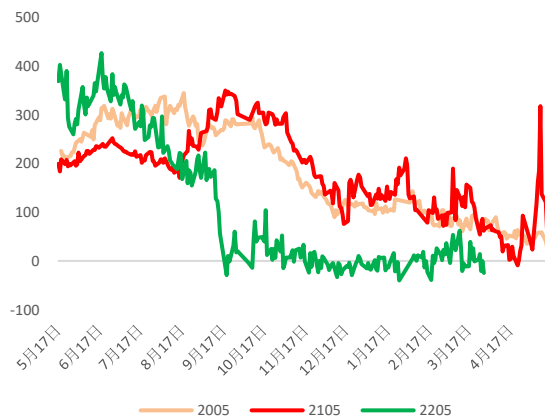
数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 4：铁矿石期货收盘价格（单位：元/吨）


数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 5：PB 粉 61.5%日照港（单位：元/吨）


数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 6：超特粉与 05 合约基差（单位：元/吨）


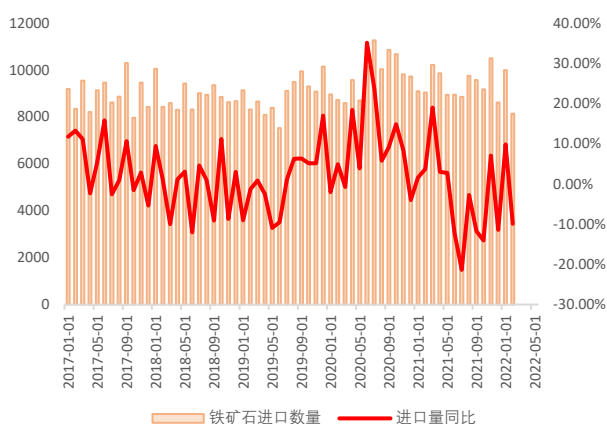
数据来源：Mysteel，中泰期货整理

二、供需形势分析：库存进入去库周期，二季度或将加速

1、供给：一季度外矿供给同比小幅回落，内矿或因冬奥会影响偏低

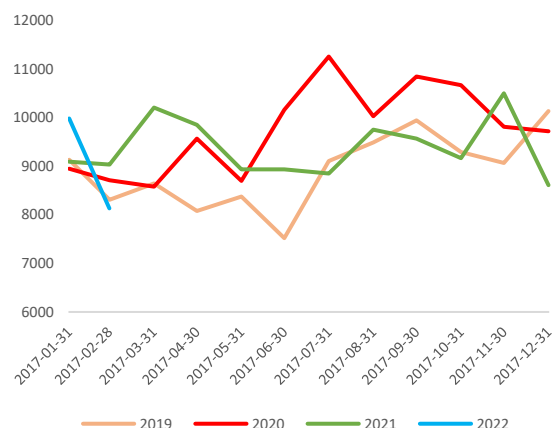
- 铁矿石全球发运和中国外矿实际到港小幅下降。全球累计发运有所减量，截至 3 月底，全球累计发运 3.338 亿吨，同比去年的 3.527 亿吨降低 1890 万吨或-5.36%。中国 45 港到港 2.63 亿吨，同比去年的 2.75 降低 1200 万吨或-4.4%。海关总署数据显示，今年 1-2 月份我国铁矿石进口总量为 18108.3 万吨，同比基本持平。

图表 7：铁矿石进口数量（单位：万吨）



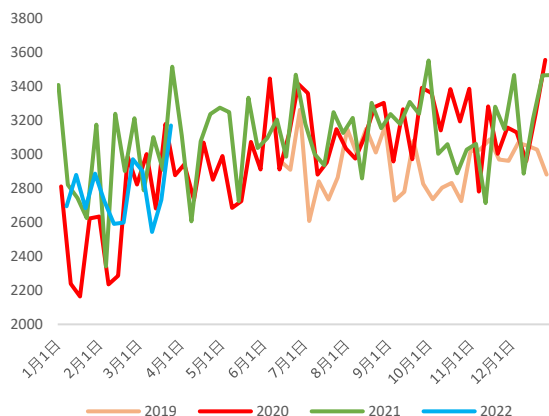
数据来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

图表 8：铁矿石进口数量季节性（单位：万吨）



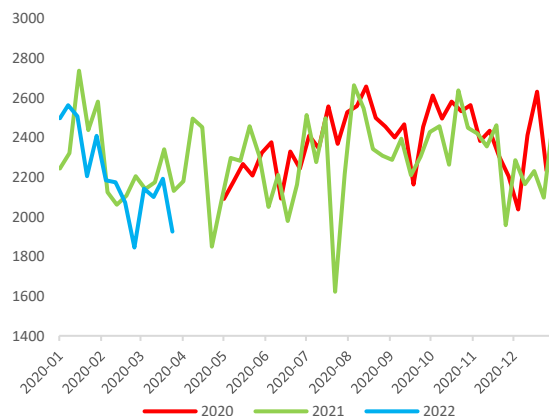
数据来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

图表 9：铁矿石全球周度发运量（单位：万吨）



数据来源：Mysteel, 中泰期货整理

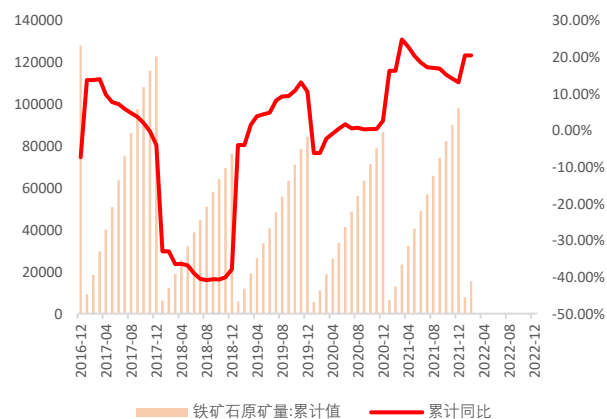
图表 10：国内 45 港铁矿周度到港量（单位：万吨）



数据来源：Mysteel, 中泰期货整理

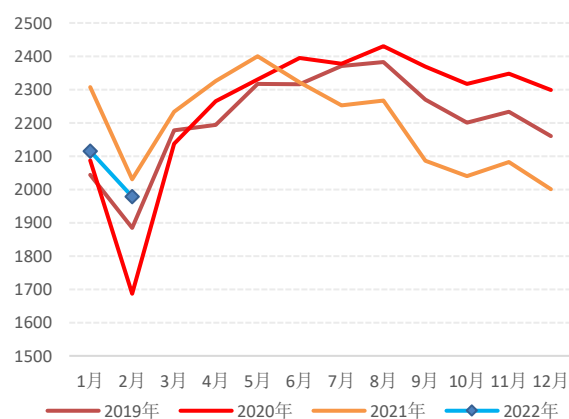
- 内矿供给原矿产量增加，但是样本数据因为冬奥会影响偏低。2022 年 1-2 月全国铁矿石原矿累计产量为 15575.7 万吨，比上年增加了 2646.5 万吨。Mysteel 统计 2 月全国 332 家铁矿山企业铁精粉产量为 1978.6，环比减 136.5，降幅 6.5%；累计同比减 244.1，降幅 5.6%。

图表 11：统计局铁矿石原矿量（单位：万吨）



数据来源：Wind, 中泰期货整理

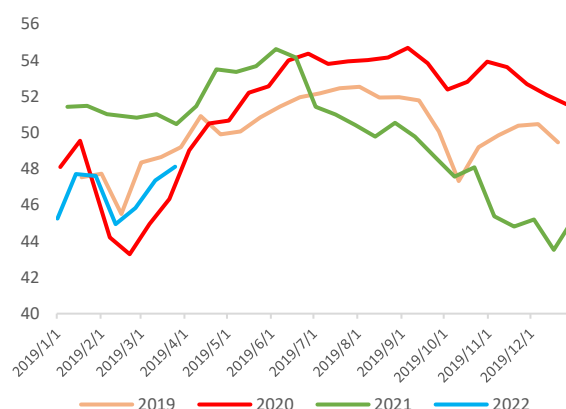
图表 12：186 家矿企精粉月度产量（单位：万吨）



数据来源：Wind, 中泰期货整理

图表 13：186 家矿企铁精粉产能利用率（单位：%）

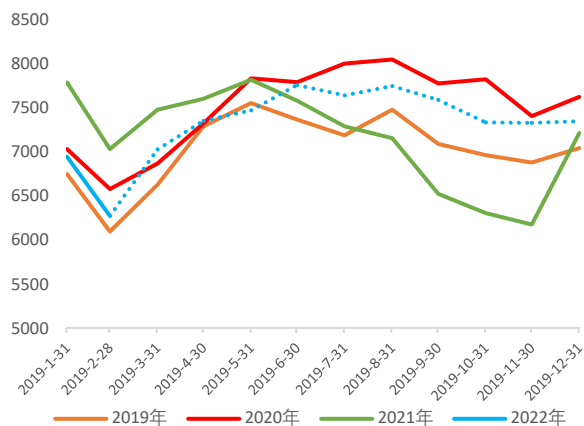

数据来源：Wind，中泰期货整理

图表 14：186 家矿企铁精粉日均产量（单位：万吨）


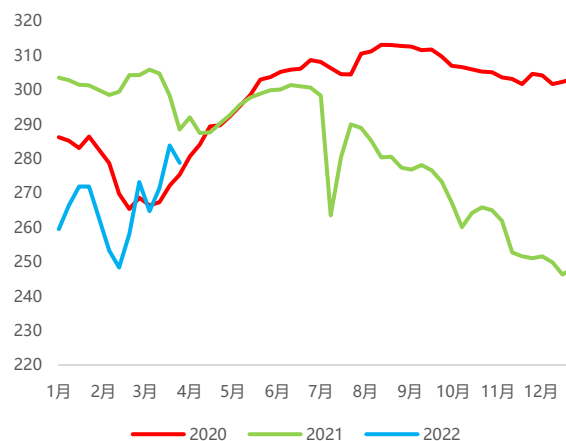
数据来源：Wind，中泰期货整理

2、需求：冬奥会压制淡季产量，三月份疫情暂时影响，后期大概率继续复产

- 进入 2022 年 1 月，钢厂完成去年的去产量任务后，钢厂略有复产，但受采暖季限产压制，复产力度并不大，随后 2 月份冬奥会前限产趋严，产量再次受到压制，产量下降，而 3 月 4 日，冬奥会结束，受冬奥会限产压制产量明显恢复，后期大概率继续复产。3 月 15 日后，疫情爆发，部分区域运输受阻，钢厂原料紧缺，钢厂复产进度短期受到压制。

图表 15：中国生铁当月产量季节性（单位：万吨）


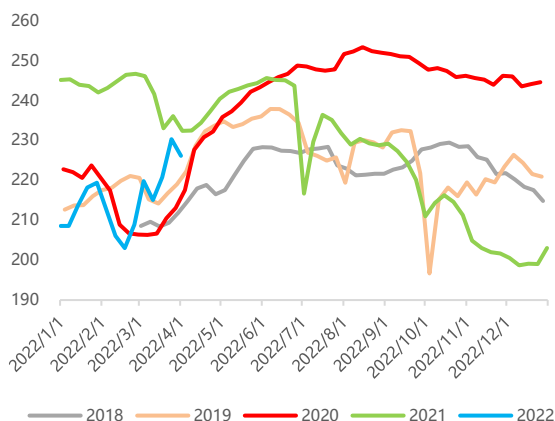
数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 16：247 家钢厂进口矿日耗（单位：万吨/天）


数据来源：Mysteel，中泰期货整理

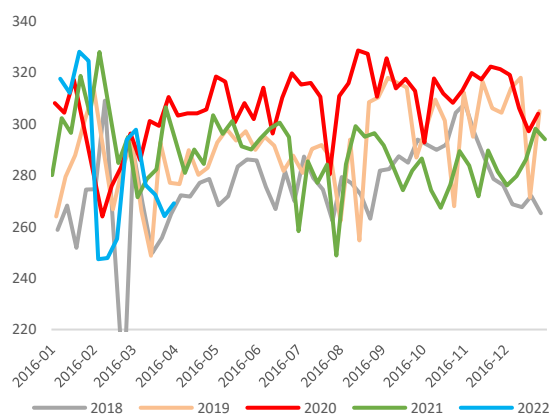
- 从数据上看，钢联统计 247 家钢厂产能利用率 85.43%，季度环比增加 9.64%，年同比降低 3.34%，日均铁水产量 230.27 万，季度环比增加 27.26 万吨，年同比降低 5.78 万吨。统计局 3 月中旬预估日均粗钢产量 265.86 万吨，较 2021 年 12 月下旬增加 2.51 万吨，年同比降低 24.41 万吨。

图表 17：247 家钢企日均铁水产量 (单位：万吨/天)



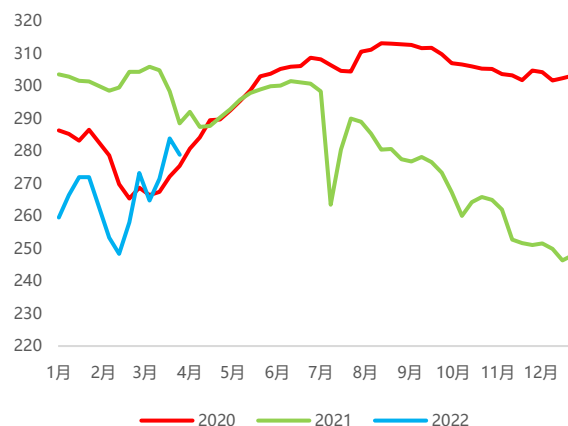
数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 19：45 港口日均疏港量 (单位：万吨/天)



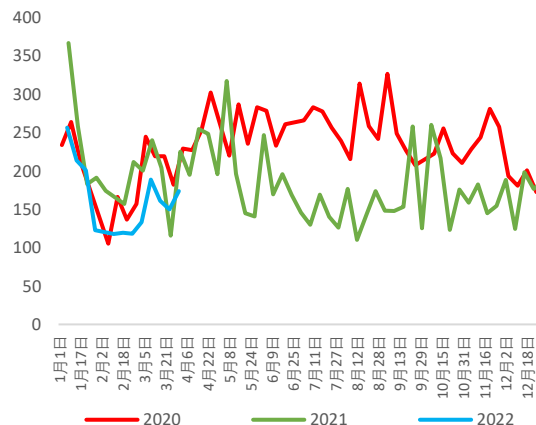
数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 18：247 家钢厂进口矿日耗 (单位：万吨/天)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 20：铁矿石合计日成交 (单位：万吨/天)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

3、库存：港口库存进入去库周期，二季度或将加速去库

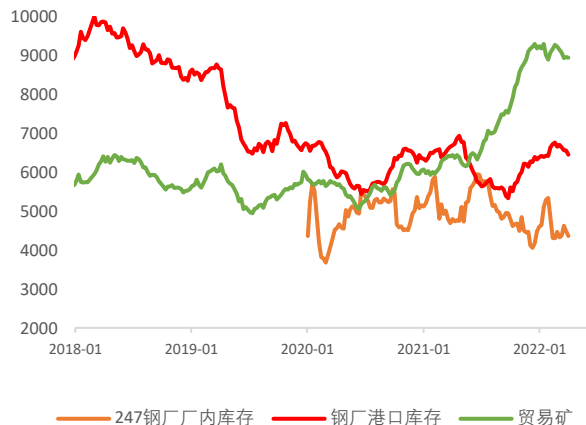
- 伴随着粗钢去产量影响终结，钢厂需求逐步恢复，一季度矿石实际已经进入了降库周期。Mysteel 统计全国钢厂+港口进口铁矿石库存总量由年初的 20225 万吨降低至 19750 万吨，环比减少-475 万吨。

图表 21：铁矿石港口+钢厂总库存 (单位：万吨)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

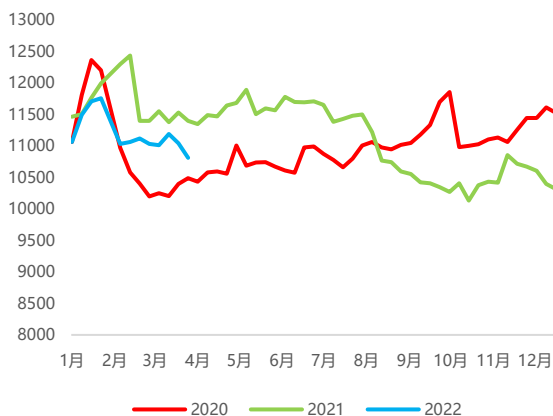
图表 22：铁矿石库存分归属 (单位：万吨)



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

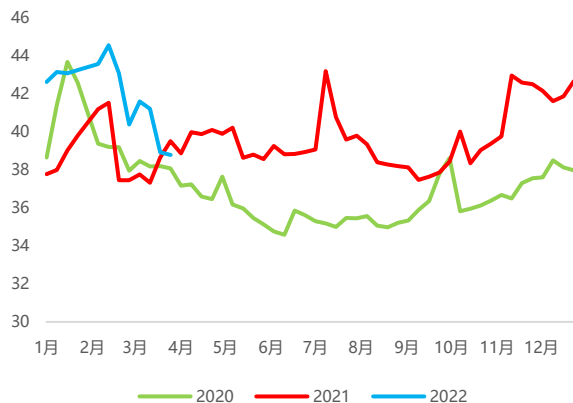
- 从库存结构来看，伴随钢厂继续复产，库存消费比有望降低，港口暂时因为疏港收到物流影响，但未来库存有望将加速向钢厂转移。

图表 23：247 家钢厂进口矿总库存（单位：万吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 24：247 家钢厂进口矿库存消费比（单位：天）

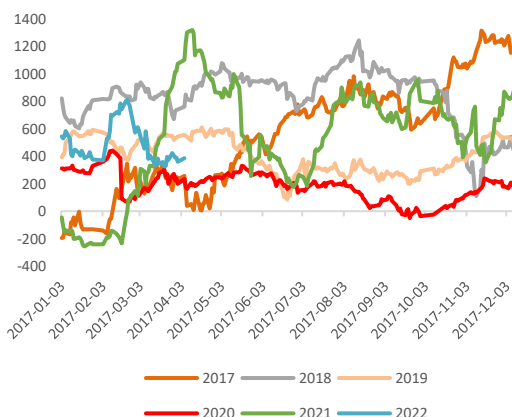


数据来源：Mysteel，中泰期货整理

4、利润：冬奥限产提升了利润，但复产后利润被压制，关注持续性

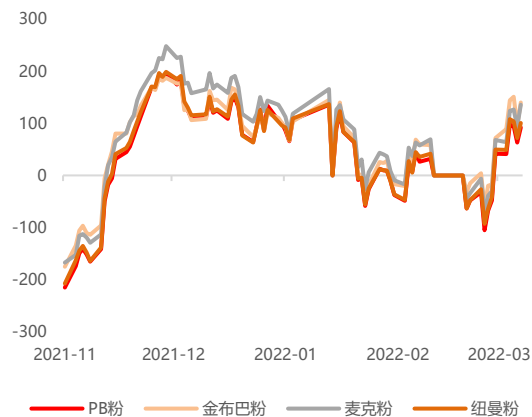
- 春节后，钢厂受冬奥会限产影响，产量再次下降，钢厂利润也略有扩张；冬奥会结束以及采暖季限产结束后，钢厂复产增加，钢厂利润再下台阶。具体看，钢联统计唐山钢坯毛利 424 元/吨，季度环比降低-139 元/吨；中国热卷毛利 449 元/吨，季度环比降低-222 元/吨；上海螺纹钢毛利（自建模型）187 元/吨，季度环比降低-512 元/吨。
- 从当下的利润水平看，钢材利润并不算高，部分成本高的区域钢厂，螺纹钢现货已经没有利润了；从结构上看，热卷供需受出口影响好于螺纹，利润也明显好于螺纹。

图表 25：唐山钢坯毛利润（单位：元/吨）

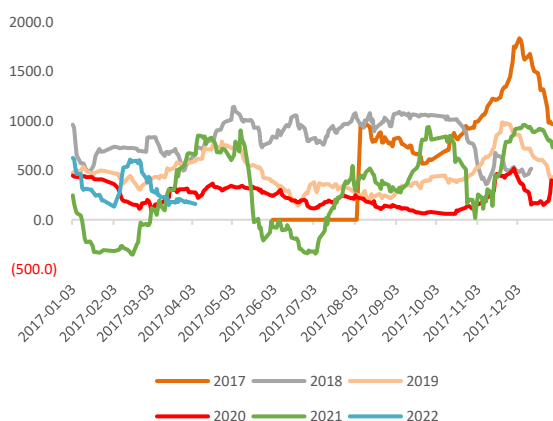


数据来源：Mysteel，中泰期货整理

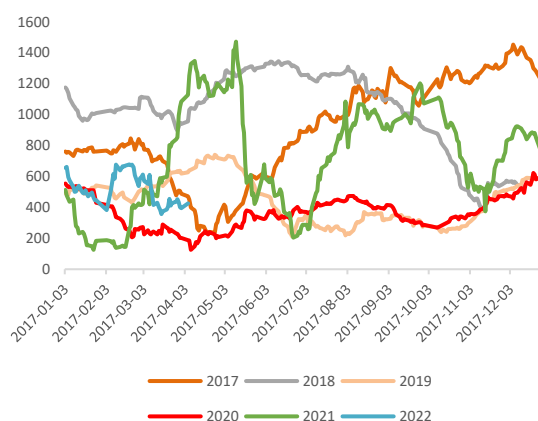
图表 26：铁矿石进口利润（一个月）（单位：元/吨）



数据来源：Mysteel，中泰期货整理

图表 27：上海螺纹毛利润模型（单位：元/吨）


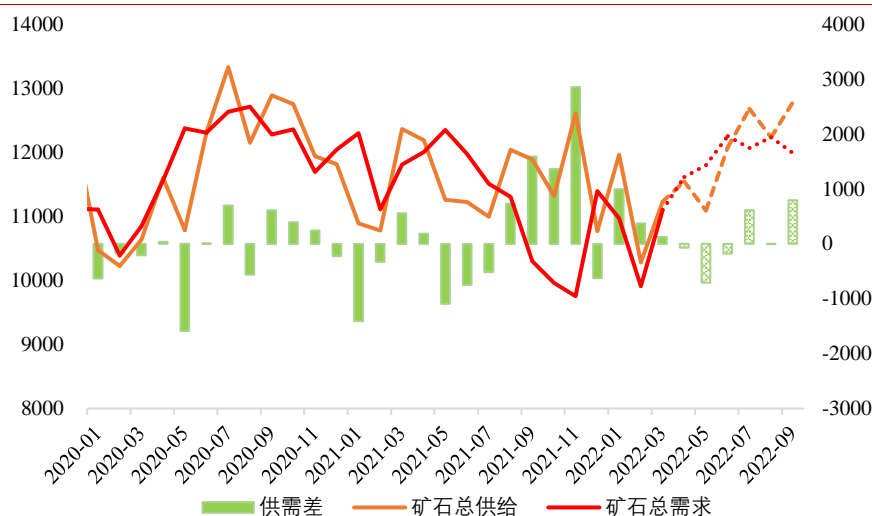
数据来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

图表 28：中国热卷毛利润（单位：元/吨）


数据来源：Wind, Mysteel, 中泰期货整理

5、二季度供需平衡推演：复产提升需求，库存有望加速降低

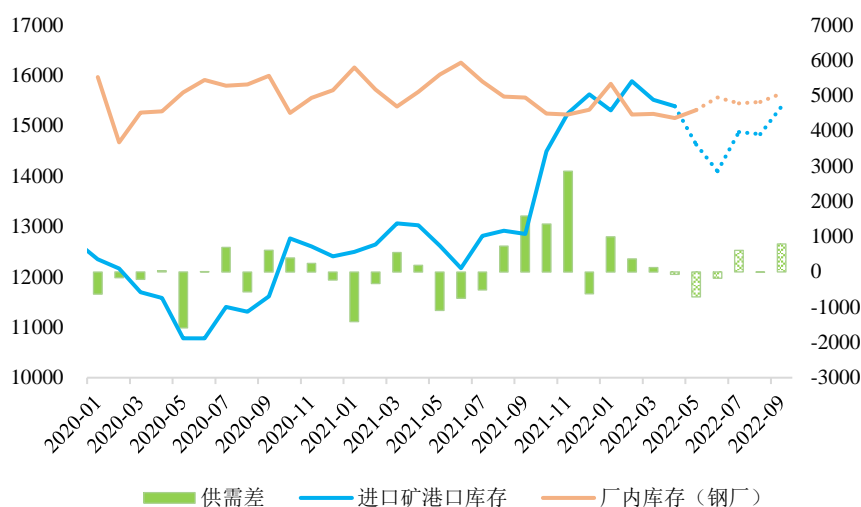
- 展望二季度，需求有望在钢厂的复产下继续提升，我们预估二季度产量接近 2021 年产量，但是难以超越，主要是复产和需求受到疫情影响，但是环比回升，且速率高于供给的增速。同时，三季度产量高于去年，但是难以超越内外需求爆发的 2020 年，且单季度供给将快速回升。

图表 29：铁矿石供需平衡表推演（单位：万吨）


数据来源：Wind, 中泰期货整理

- 从库存推演来看，二季度将延续去库，并且斜率有望伴随着钢厂率先复产加速去库，我们预计二季度全口径库存降低大约-1000 万吨，港口库存降低-1500 万吨，钢厂厂内库存增加 500 万。不过需要观察钢厂利润的持续性，也就是钢材的需求能否及时得到去库。三季度以后，伴随着供暖季限产政策以及外矿供给的逐步充裕，铁矿石有望继续恢复累库。

图表 30：铁矿石供需差和库存趋势推演（单位：万吨）



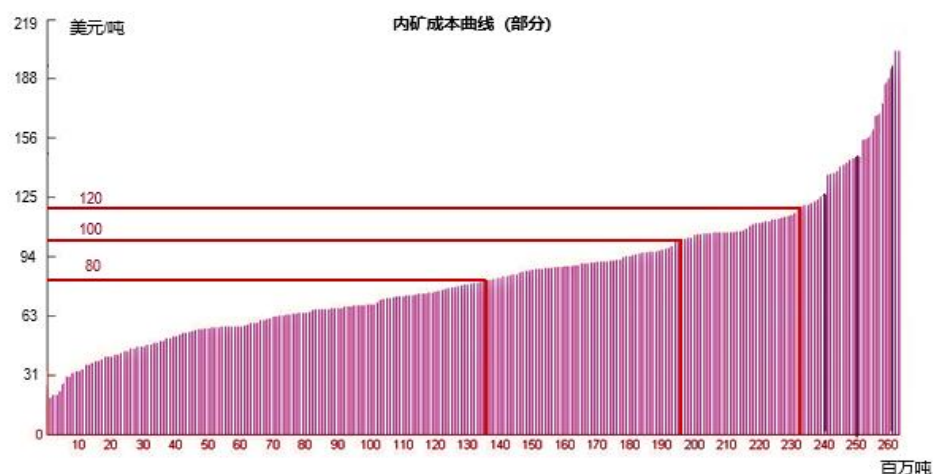
数据来源：Wind，中泰期货整理

三、二季度铁矿石行情展望和策略建议

1、行情展望

- 展望二季度，铁矿石供需形势依然利多，将延续去库并且有望加速去库。我们预计二季度全口径库存降低大约-1000 万吨，港口库存降低-1500 万吨，钢厂厂内库存增加 500 万。
- 不过矿石的边际成本曲线末端陡峭特征，决定了矿价在高位区间的高波动。预计矿价仍将面临较大波动，单边操作需谨慎。且需要观察两点，一是钢厂利润的持续性，也就是钢材的需求能否及时得到去库。二是矿价在 150 美金以上的高位，政策压制和影响。

图表 31：铁矿石内矿成本曲线末端陡峭特征（单位：元/吨）

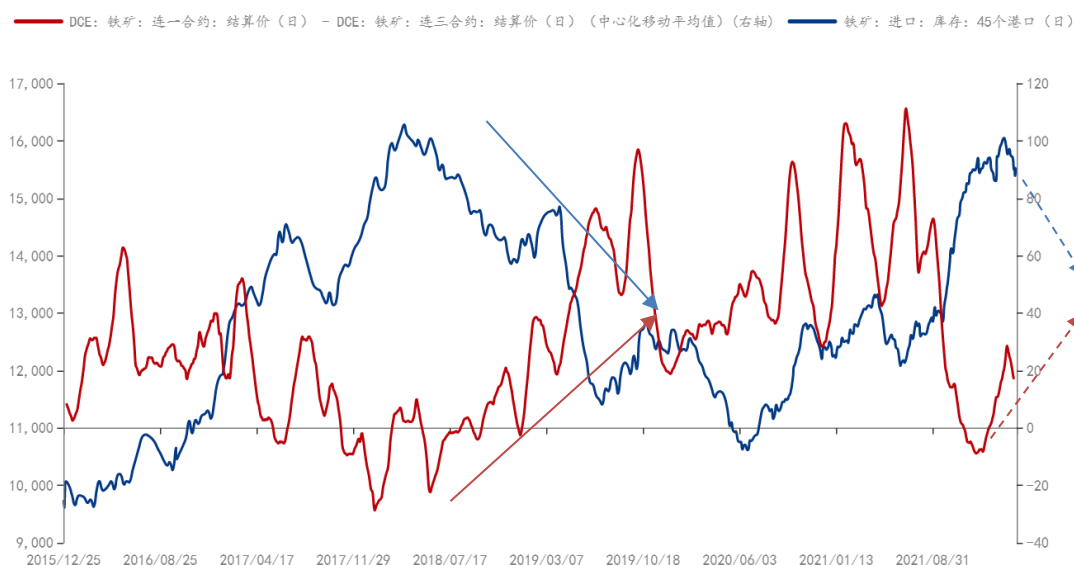


数据来源：Wind，中泰期货整理

2、策略建议

- **趋势：**矿石趋势判断依然偏多，仍将面临较大波动，单边操作需谨慎。且三季度以后，伴随着供暖季限产政策以及外矿供给的逐步充裕，铁矿石有望继续恢复累库。
- **套利：**跨期交易逢低正套，或者高波动率下卖出价差跨市期权操作仍可重点关注。主要因为：一是矿石降库周期一般面临着现货强势，期货正套也趋向于走扩；二是，目前钢厂利润下滑，高低品价差将继续收敛，盘面对应的超特粉将表现更为坚挺。

图表 32：铁矿石正套价差和库存关系（单位：万吨）



数据来源：Wind，中泰期货整理

3、风险提示及重点关注

- （1）疫情影响复产节奏；（2）二季度钢材需求情况和钢厂利润变化；（2）政策压制及交割干扰因素

免责声明：

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货投资咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。