

2021Q2 海外矿山季度运营总结：缺口峰值已经过去



走势评级：铁矿石：看跌
报告日期：2021 年 08 月 02 日

许惠敏 资深分析师(黑色产业)
从业资格号：F3081016
投资咨询号：Z0016073
Tel: 8621-63325888-1595
Email: huimin.xu@orientfutures.com

★ 2021H1 供应总结：上半年供应增量年化 8300W

2021 年上半年，全球铁矿石发货量同比增加 8300 万吨。其中，澳洲三大矿山发货量同比下降 2100 万吨，除三大矿之外的其他澳矿年化发货量增加 5300 万吨；Vale 年化发货量增加 4000 万吨，除 Vale 外其他巴西矿山年化发货下降近 1000 万吨；印度矿年化发货增加 1600 万吨，除印度外其他非主流矿山年化发货量下降 2150 万吨；国产矿产量年化增加 2600 万吨。2021H2，假设海外铁水维持满产，对应可发运到中国量下半年环比增加 7700 万吨，同比增加 640 万吨。铁矿石将结束连续三年的缺口格局，转向趋势性下跌。

★ 需求：粗钢产量平控落地，矿价跌势提前打开

7 月份开始，钢厂“产量平控”政策逐步落地，引发铁矿石远期、现货和盘面重挫。由于此次调控目标值为“粗钢产量”，而非“铁水产量”，我们需要对不同条件下的铁水减量进行情景分析。截止 7 月末，已经明确执行“产量平控”的省份涉及粗钢减产量 2000-3000 万吨。在粗钢下半年减量 3000W 的条件下，若废钢比例由 12%下降至 10%，则对应铁水日均产量同比下降 13 万吨/天，环比下降约 10 万吨/天（全部为统计局口径）；但若废钢比例下降至 5%（自产废钢系数），在 2000-3000 万吨粗钢减量假设下，完全可以通过降低废钢完成粗钢减产，而不需要涉及铁水量。

需要注意的是，当前铁矿石抛压更多源自钢厂和贸易商的集中去库存。考虑“产量平控”考核时点为 7-12 月份整体。部分钢厂存在淡季时减少产量，旺季时增加产量的动态调节动机。趋势性空单需要配合绝对库存量和钢厂库存节奏。

★ 风险提示：

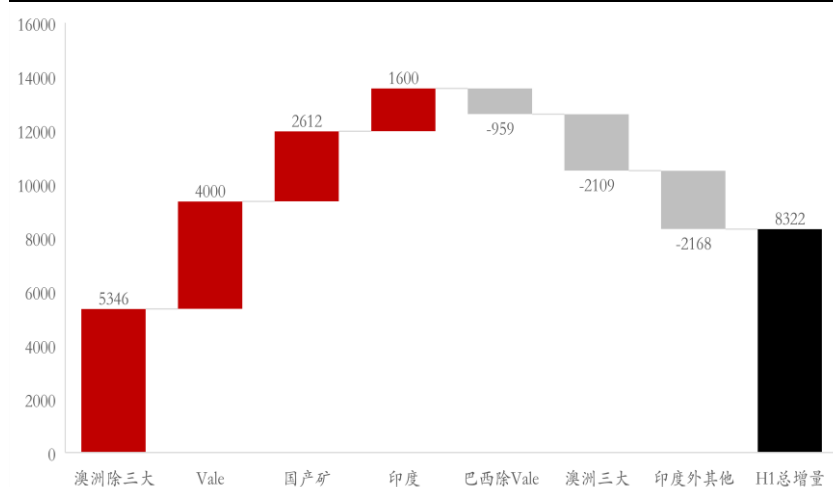
海外需求变化，钢铁控产量政策变化。

1、2021H1 发货汇总：上半年供应增量年化 8300W

7 月中旬以来，包括四大矿山在内的主要铁矿石企业发布 2021Q2 生产运行报告。其中，Vale、BHP、Rio 和 FMG 在 2021Q2 分别发货 7490 万吨、7371 万吨、7360 万吨和 4930 万吨，同比分别增长 21.7%、-4.3%、-15.1%和 4.2%。

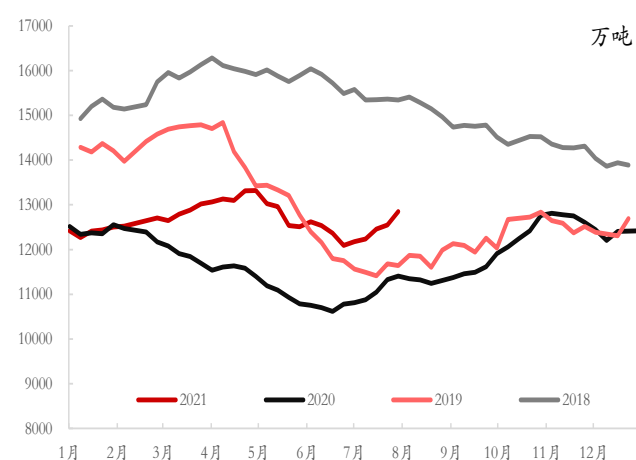
全球来看，2021 年上半年，全球铁矿石发货量同比增加 8300 万吨，略高于 Q1 季度年化增量。其中，澳洲三大矿山发货量同比下降 2100 万吨，除三大矿之外的其他澳矿年化发货量增加 5300 万吨；Vale 年化发货量增加 4000 万吨，除 Vale 外其他巴西矿山年化发货下降近 1000 万吨；非主流矿中，印度矿年化发货增加 1600 万吨，除印度外其他非主流矿山年化发货量减少 2150 万吨；国产矿产量年化增加 2600 万吨。

图表 1：2021H1 铁矿供应增量（年化处理）



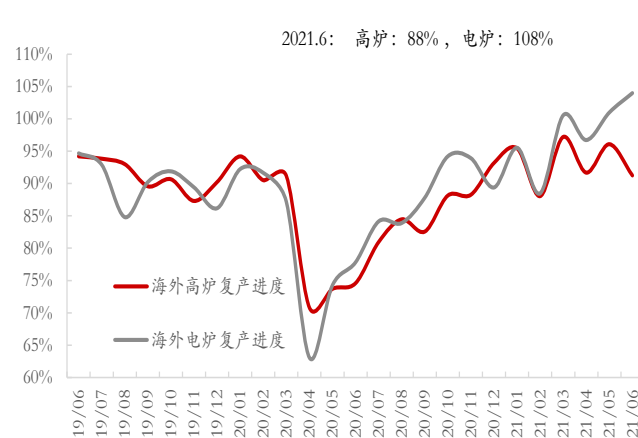
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 2：国内港口铁矿石库存季节性



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 3：海外钢厂产量维持高位

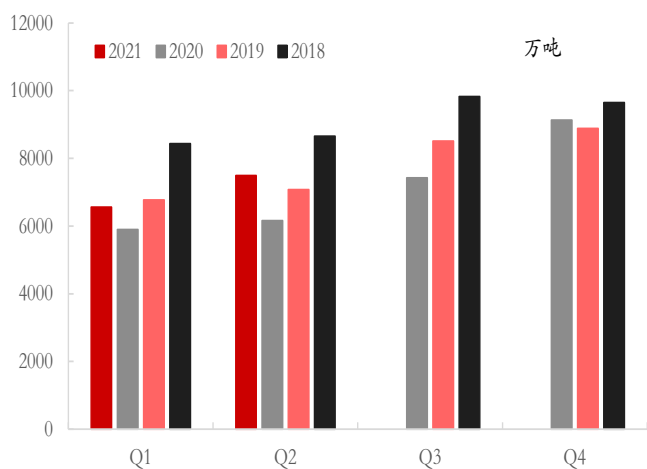


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

2、Vale：基本满足 3.15 亿吨年度发货目标，Brucutu 矿区复产再度推迟

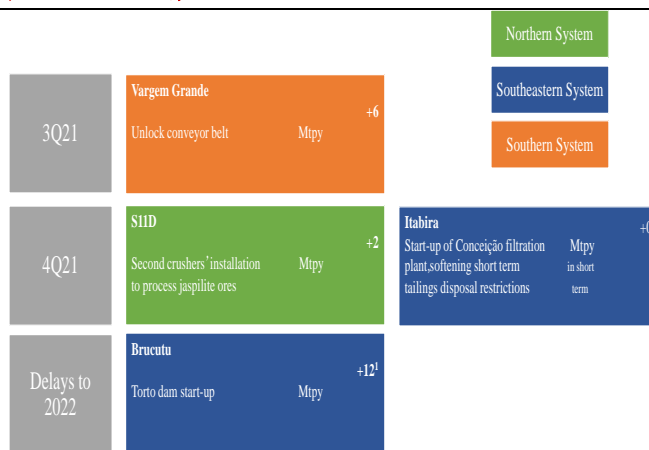
Vale 公告显示，2021Q2，公司共发货 7490 万吨，同比增加 21.7%。2021 年上半年，Vale 发货分别达到 6560 万吨和 7490 万吨，按照上半年发货比例 42-45%左右推算，Vale 全年发货量预计能达到 3.1 亿吨以上，基本能够实现 3.15 亿吨-3.35 亿吨的年度发货量目标值。根据 Vale 发货季节性，下半年 Vale 发货总量预计环比上半年增加 3000 万吨。同时，Vale 宣布，原计划 2021Q4 复产的 Brucutu 的 Torto dam 推迟至 2022 年复产。该复产计划推迟并不会影响 2021 年产量，但 2022 年 Vale 能否恢复其此前宣称的 4 亿吨产能值得持续关注。

图表 4：Vale 季度发货量



资料来源：Vale，东证衍生品研究院

图表 5：Vale 复产规划



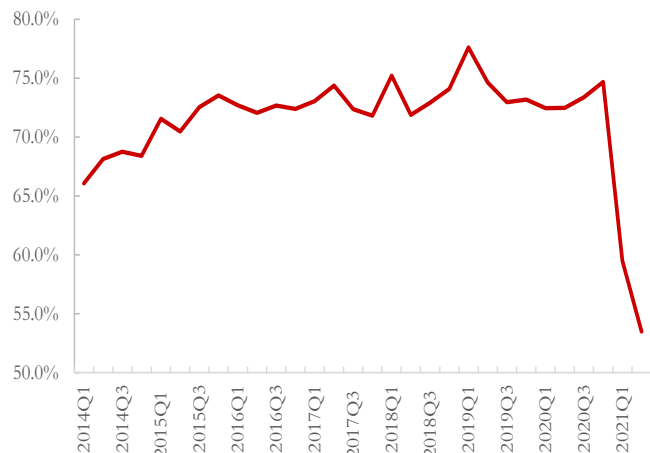
资料来源：Vale，东证衍生品研究院

3、力拓：2021H1 发货量同比下降 960 万吨

受疫情、开采矿区替换和港口检修等影响，力拓上半年发货量持续不及预期。其中，2021Q2 发货量仅 7360 万吨，同比下降 1300 万吨。力拓发货量预估维持在 3.25 亿吨-3.4 亿吨的下限，但考虑上半年发货明显低于进度，力拓年度发货量预计较前一年下降 1000 万吨至 3.2 亿吨。

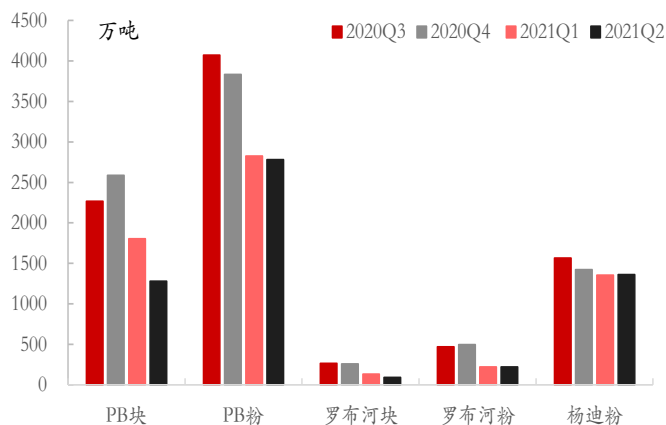
从分品种结构上看，受开采矿区替换影响，力拓 PB 粉+PB 块品种结构性减量严峻。2021H1，力拓 PB 粉+PB 块产量占比由此前稳定的 70%-75% 大幅下降至 50% 左右。PB 粉单品种产量降幅年化 3000 万吨。这也是造成 PB-超特粉价差突破 400 元/吨历史高点的原因之一。

图表 6: PB 粉+PB 块产量占有所有产量比例



资料来源：力拓，东证衍生品研究院

图表 7: 力拓分品种产量



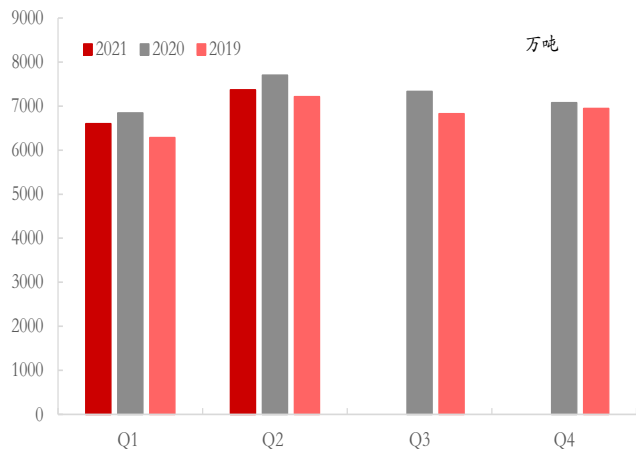
资料来源：力拓，东证衍生品研究院

4、BHP+FMG：2021 财年表现平稳，2022 财年发货略增

BHP 表现基本符合预期，2021Q2 发货量 7371 万吨，同比小幅下降 4.2%。BHP 调整其 2021 年发货目标至 2.84 亿吨，并小幅下调其 2022 年年度发货目标至 2.78-2.88 亿吨。BHP 目前新矿山仅有用以替代替换杨迪矿区的 South Flank 项目，该项目今年 5 月份已经顺利投产。预计 BHP 年度发货量符合其计划值，整体变化不大。

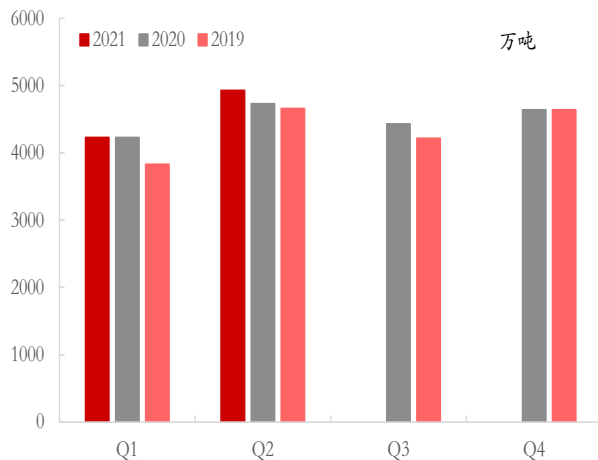
FMG 同样表现符合预期，其 2021Q2 发货量 4930 万吨，同比小幅增加 4.2%。2021 年，FMG 发货量约 1.82 亿吨，2022 年发货目标值小幅提高至 1.80-1.85 亿吨。新项目 Iron Bridge 投产时间依然维持在 2022 年年底。

图表 8: BHP 季度发货量



资料来源：BHP，东证衍生品研究院

图表 9: FMG 季度发货量

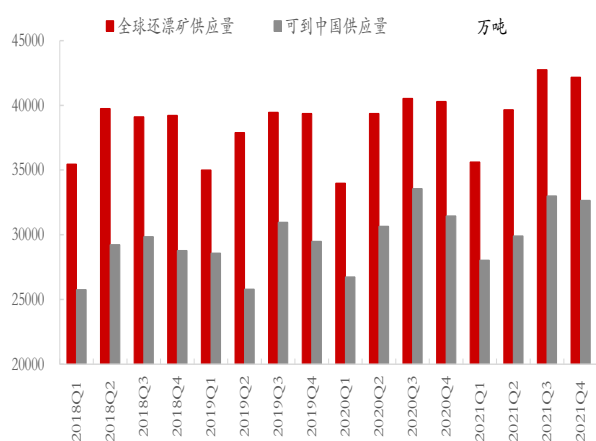


资料来源：FMG，东证衍生品研究院

5、需求：粗钢产量平控落地，矿价跌势提前打开

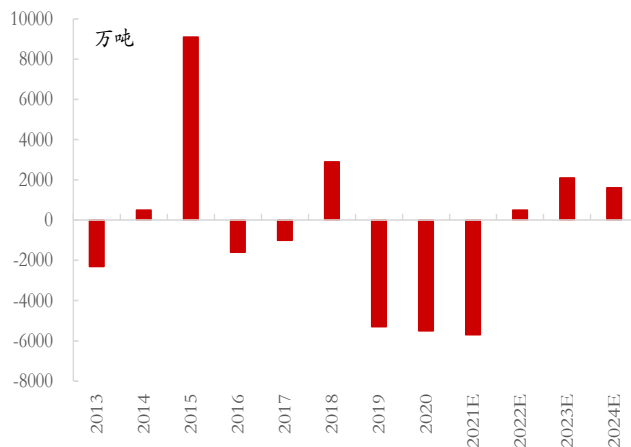
整体来看，上半年主要澳洲矿山发货量不及预期，导致整体供应增速略低于去年年底1-1.2 亿吨预估值。但随着发货量下半年季节性回升，供应端总量将转向宽松。我们维持铁矿石半年报观点，随着整体供需走向宽松，矿价 2021H2 将由缺口转向过剩。2021H2，假设海外铁水维持满产，对应可发运到中国量下半年环比增加 7700 万吨，同比增加 640 万吨。铁矿石将结束连续三年的缺口格局，转向趋势性下跌。

图表 10：2021H2 可到中国发货量环比增加 7700W



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 11：铁矿石长期平衡表 (2013-2024E)

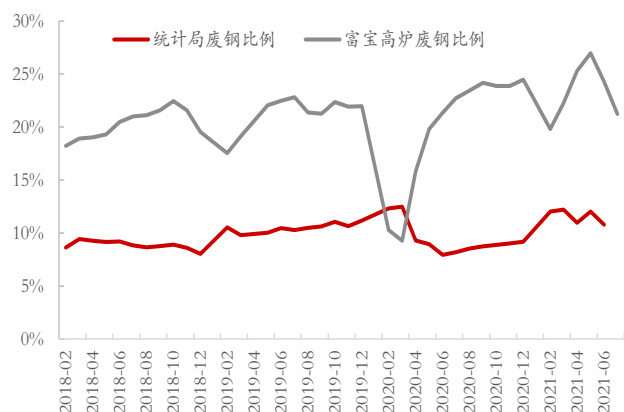


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

7 月份开始，钢厂“产量平控”政策逐步落地，引发铁矿石远期、现货和盘面重挫。由于此次调控目标值为“粗钢产量”，而非“铁水产量”，钢厂在减产过程中究竟是减废钢还是减铁水对于铁矿石需求影响较大。因此，我们需要对不同条件下的铁水减量进行情景分析。

国内钢厂废钢使用比例并没有非常统一的系数指标，根据富宝资讯，长流程钢厂废钢比例约 20%。但统计局数据测算后，废钢系数仅在 10%左右。考虑富宝样本有限，我们采用统计局（剔除电炉产量）废钢系数。

图表 12: 统计局废钢系数与富宝废钢系数对比



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院 (截至 2021/6)

根据统计局数据, 2021 年以来全国钢厂平均废钢系数 12%, 钢厂自产废钢比例 5%。在不同粗钢减产目标下, 对不同废钢系数下的铁水减量进行敏感性测试。截止 7 月末, 已经明确执行“产量平控”的省份包括: 山东、江苏、广西、福建、宝武系等, 涉及粗钢环比减产量 2000-3000 万吨。

若废钢比例由 12% 下降至 10%, 则对应铁水日均产量同比下降 13 万吨/天, 环比下降约 10 万吨/天 (全部为统计局口径)。根据钢联 247 口径, 铁水数据下降 10 万吨/天, 对应下半年 247 口径铁水量预估为 229 万吨/天, 环比上半年下降 4.2%, 同比去年下降 7.5%; 但若废钢比例下降至 5% (自产废钢系数), 在 2000-3000 万吨粗钢减量假设下, 完全可以通过降低废钢完成粗钢减产, 而不需要涉及铁水量。

图表 13: 统计局废钢系数与富宝废钢系数对比

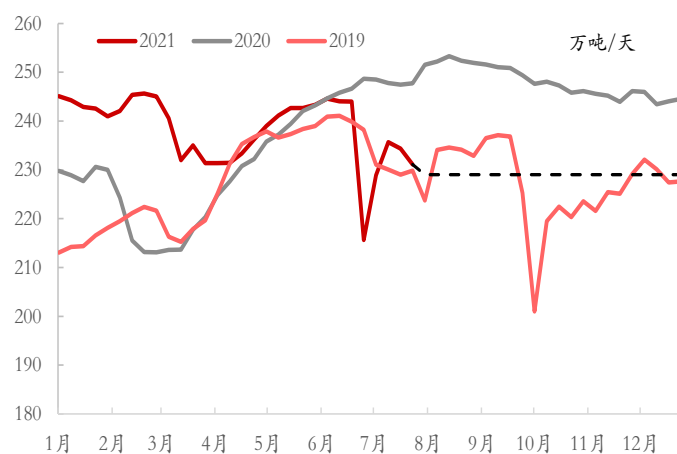
粗钢减产目标值		-1000	-2000	-3000	-4000	-5000	-6000
2020.1-6	49901	49901	49901	49901	49901	49901	49901
2020.7-12	55399	55399	55399	55399	55399	55399	55399
2020年	105300	105300	105300	105300	105300	105300	105300
2021.1-6		56333	56333	56333	56333	56333	56333
2021.7-12		55333	54333	53333	52333	51333	50333
同比	-6432	-66	-1066	-2066	-3066	-4066	-5066
日均粗钢	-36	0	-6	-11	-17	-23	-28
废钢减到10%对应铁水		-3	-8	-13	-18	-23	-28
废钢减到5%对应铁水		-	-	-	-5	-11	-16
环比	-7366	-1000	-2000	-3000	-4000	-5000	-6000
日均粗钢	-41	-6	-11	-17	-22	-28	-33
废钢减到10%对应铁水		0	-5	-10	-15	-20	-25
废钢减到5%对应铁水		-	-	-	-3	-8	-13

资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

因此，考虑下半年铁矿石可到中国发货量环比回升 7700 万吨，需求端环比下降，铁矿石供需平衡转弱是大概率事件。但具体累库幅度，需要取决于“产量平控”的执行范围和钢厂最终的原料选择。

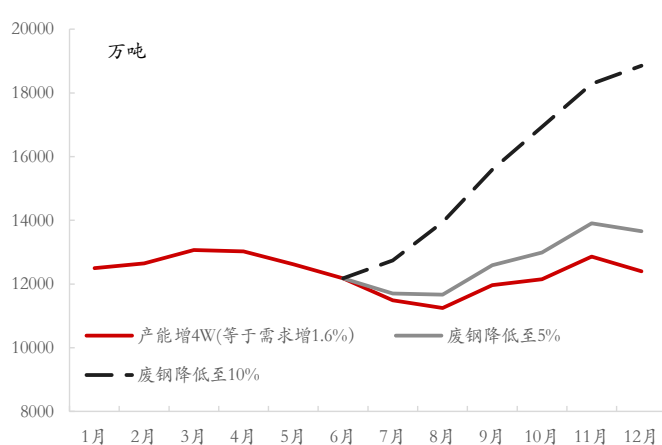
需要注意的是，当前铁矿石抛压更多源自钢厂和贸易商的集中去库存。考虑“产量平控”本身考核时点在于 7-12 月份。微观调研来看，部分钢厂存在淡季时减少产量，旺季时增加产量的动态调节意愿。随着终端需求季节性走强，钢厂成材库存消化，原料端在 8-9 月份或存在阶段性补库动能。趋势性空单需要配备绝对库存和钢厂库存节奏。

图表 14：产量降 3000W，废钢 10%对应 247 铁水量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院（截至 2021/1/26）

图表 15：“产量平控下”，铁矿石库存预估



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

6、风险提示

海外需求变化，钢铁控产量政策变化。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司，注册资本金 23 亿元人民币，员工近 600 人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所和上海国际能源交易中心会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地，在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、南宁、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有 33 家营业部，并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有 134 个证券 IB 分支网点，未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自 2008 年成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持市场化、国际化、集团化的发展道路，打造以衍生品风险管理为核心，具有研究和技术两大核心竞争力，为客户提供综合财富管理平台的一流衍生品服务商。

分析师承诺

许惠敏

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼22楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com