

研究员：丁祖超

期货从业证号：F03105917

投资咨询证号：Z0018259

☎: 021-65789252

✉dingzuchao\_qh@chinastock.com.cn

## 山东区域黑色产业链调研与后市铁矿交易逻辑

### 调研背景：

近年以来，山东省钢厂格局发生了显著变化，淄博、济南、滨州等地钢铁产能转移，兼并重组进程加快。山东省矿产资源丰富，与天然的港口优势以及强大的运输网络相结合，衍生出多家港口混矿、选矿、球团业务给山东及周边地区提供着多样化的精加工铁矿石资源。

本次考察深入山东区域黑色产业链，通过梳理黑色产业链中企业的资金流动和盈利状况，并直观感受大政方针下，产业链中各环节的下游需求和订单变量情况，以及新经济下企业布局 and 模式转型情况。基于此，进入山东地区调研市场实际情况，为后续企业采购销售经营提供指导。

调研路线：日照-淄博-日照-青岛

## 一、山东钢厂调研核心内容

山东地区 2022 年粗钢产量 7600 万吨，占全国粗钢产量 7.5%，仅次于河北粗钢产量占比 20.9%和江苏粗钢产量占比 11.5%。从国内需求端来看，2023 年国内铁元素表需周度均值在 1692 万吨，同比去年周度均值 1568 万吨，增长 7.9%。对比来看螺纹表需周度在 218.7 万吨，同比去年周度均值 213 万吨增长 2.6%，明显看得出国内非建材需求恢复力度显著好于建材需求恢复力度。分行业来看，基建、机械、家电及造船用钢需求较好，房建、汽车等终端需求较差。卷板贸易商需求较好，目前在手订单较好。

### 钢厂调研成果总结：

1、铁矿入炉成本：钢厂入炉成本较高，部分钢厂按照库存周转时间入炉成本较低，但考虑到后市继续生产采用高价矿，钢厂成本基本会增加超过 100 元/吨，这样大部分钢厂净利润基本没有。

2、钢厂利润：当前山东当前钢厂整体利润处于低位，部分控制成本较好的钢厂当前净利润在几十元，毛利在 200 左右，公司整理水平处于全国较好水平。调研钢厂现金流可以承担 300 元/吨毛利亏损，因此公司在当前钢厂盈利普遍不太好的情况下可以承受更大的价格回落风险。

3、铁矿贸易模式：钢厂铁矿石长协比例今年较去年有所下降，主要考虑到当前铁矿价格高位，进口铁矿港口利润倒挂。钢厂长协一般是定量不定价，价格结算方式多种，可以是按照普氏月度均值，也可以是到港后 1 到 2 个月普氏月度均值进行结算。

4、订单需求：钢厂当前订单需求较好，基本厂内库存都已有订单，钢厂会根据订单进行排产。目前出口不太好，东南亚和中国钢材价差相差不大，中国钢材出口无优势。

5、对于铁矿后市价格：钢厂普遍认为当前铁矿石价格太高，严重侵蚀钢厂利润。已往的传导逻辑是钢厂高利润向上游传导被打破。

图1：粗钢产量分省市占比

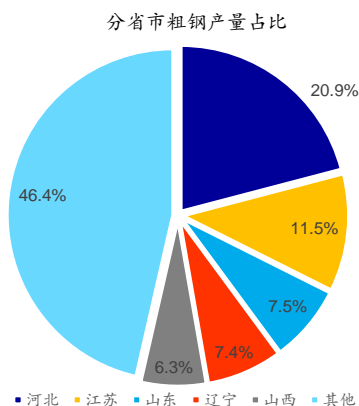
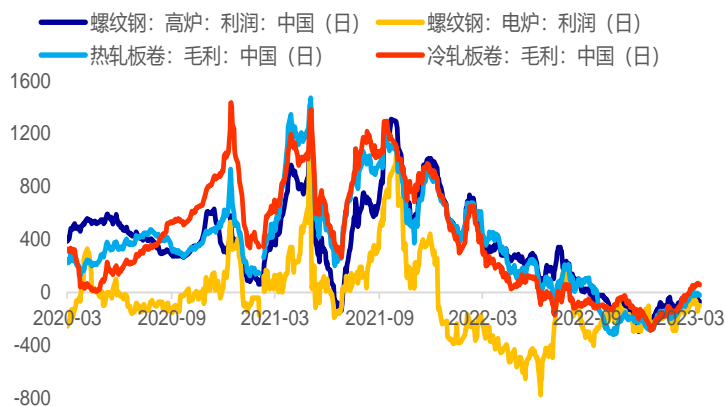


图2：钢厂利润



数据来源：银河期货、mysteel

图3：国内钢厂进口铁矿石库存

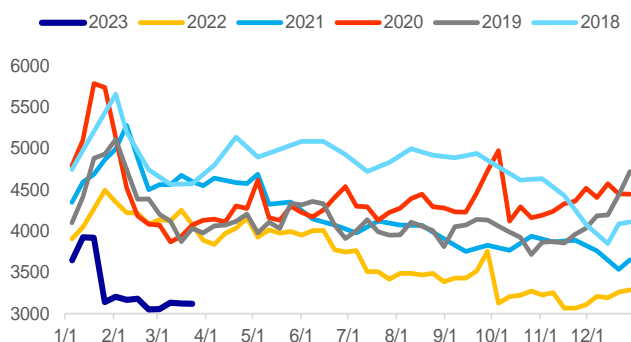
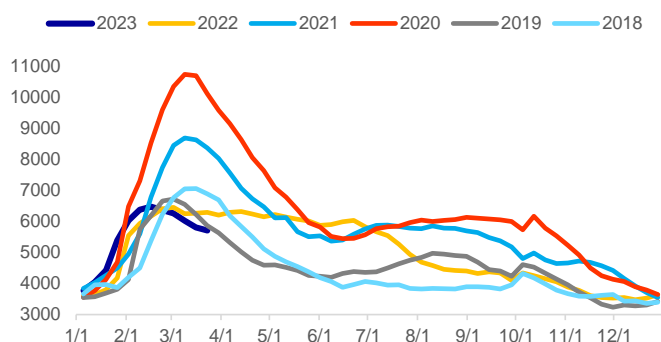


图4：全口径钢材总库存



数据来源：银河期货、mysteel

## 调研钢厂详细信息：

### 某钢厂 A

**企业情况：**公司主营产品包括热轧卷板、热轧薄板、冷成型板、酸洗薄板、镀锌薄板、型钢等，其中精品钢材占 80%以上。公司由于炼钢产能受到限制，导致目前公司炼铁产能大于炼钢产能，公司今年在政策主导下会压缩产能。

**经营情况：**公司自去年 7 月份至今钢厂大部分时间都在亏损，去年上半年大部分钢厂都在赚钱，但去年下半年把大部分利润都亏掉。当前钢厂国内净利润在 10 元/吨，出

口净利润较高在 200 元/吨。公司利润在全国处于较好水平，由于公司现金流可以承担 300 元/吨毛利亏损，因此公司在当前钢厂盈利普遍不太好的情况下可以承受更大的价格回落风险。

**公司成本：**公司目前铁矿入炉成本价 113 美元/吨（按照公司入炉品味折算，且公司铁矿库存周期在 1 个月左右，按照 1 个月前价格折算），单吨铁水成本达到 3120 元/吨。后期如果按照当前高价矿折算（按照当前矿价折算入炉成本在 129 美金），铁水成本要达到 3300 元/吨，按照当前钢材价格 4400 元/吨的出厂价公司基本不赚钱。

**贸易模式：**公司一直与力拓和 FMG 合作，去年开始和 BHP 合作。今年铁矿石长协比例在 70%，去年长协比例在 85%，主要考虑到当前铁矿价格高位，进口铁矿港口利润倒挂。公司长协是定量不定价，价格结算方式多种，可以是按照普氏月度均值，也可以是到港后 1 到 2 个月普氏月度均值进行结算。目前港口中高品矿性价比会高一点，卡粉会和 PB 粉、纽曼粉都会用。

**钢厂库存：**当前钢厂库存较低，大部分钢厂厂内库存都已有订单，公司不允许留有库存，公司当前是有订单才会排产，而且需要公司先预付款。偶尔有库存略高的情况主要是受运输问题影响所致。目前公司的钢材订单小于 10 天，订单排期若超过 10 天就会提价，低于 10 天会选择降价。

**出口：**公司产品主要出口至东亚和东南亚，受反倾销政策影响，不能直接出口到欧美，仅有部分间接出口量。目前公司出口情况不好，东南亚和中国钢材价差相差不大，中国钢材出口无优势。

**库存：**公司铁矿都是低库存，节奏主打短平；公司的钢材基本无库存，通常是先有订单再排产，当前海外矿山是供应比较宽松，并未像市场上四大矿山所说的铁矿石供不应求，今年产量会比去年高很多，很多海外资金在新加坡掉期上做多炒作。

**对后市看法：**公司认为当前铁矿石价格太虚高，按照以往的逻辑来看，应该是钢厂利润较好，提产动力较强，然后拉动对铁矿的需求。但今年是国内大商所价格跟着新加坡掉期，海外资金炒作地产政策快速好转，其实基本面根本不好。后市认为欧美经济下行，目前市场需求较差，并非市场所说的供不应求。同时中国的钢铁消费已达顶点，目

前地产和汽车增速不高，铁矿价格预计难以维持高位。

### 某钢厂 B

**生产经营情况：**公司拥有自动化料场，受产能限制影响，目前公司产能 800 万吨左右，实际产能 600 万吨。目前公司 3 座高炉全部在运营，入炉矿品位为 55%到 60%，公司高炉使用的基本全部是外矿，主要是以卡粉、纽曼粉和罗布河粉混合后入炉。

**库存：**目前场内库存有 1 万多吨，未交付订单 4.5 万吨（约为 1 个月的量），今年以来公司订单较好。

**原料采购及运输：**公司靠近日照港、岚山港、岚桥港，目前公司从港口将铁矿运输至厂区使用的是汽运。

**成本利润：**公司钢铁生产成本约 3600 元/吨，因靠近港口运输成本较低，公司利润明显高于行业平均，目前公司生产每吨港钢铁有 300 多块钱利润。

### 某铸造企业 C:

**企业情况：**公司是工信部认定的专业化铸造生铁生产企业，目前有 100 万吨面包铁产能，其中 80 万吨供向市场，20 万吨用于铸件生产，每年矿粉使用量 170 万吨，不能加废钢。近几年公司产成品出口转向内销，出口占比不到一半。

**经营情况：**公司年产量 100 万吨产能，两座分别是 450 立方米高炉和 220 立方米高炉。公司原料主要是以铁精粉为主，一年消耗量在 170 万吨左右，由于对生铁纯度要求较高，废钢基本不加，同时国内铁精粉去年整体要比海外铁精粉价格高 100 元/吨。公司钢材利润目前比大部分钢厂要好一点，因为公司的产品附加值高。

**原料采购：**铁矿方面，乌克兰精粉是首选，俄乌冲突后公司改用一部分内矿，但内矿含硫量较高，钾钠锌含量较高，如果后续俄乌冲突缓解，乌克兰精粉进口预计会放量。公司铁矿采购一般随行就市，从港口直接采购。焦炭方面，公司焦炭主要来源于安徽和

山西，其中山西距离 1000 多公里，运费需要几百，采购成本较高。

**利润：**因为产品的附加值要高，公司利润比一般钢厂要好一些。目前公司面包铁供不应求，公司炼铁订单同比去年基本持平，目前还有 4、5 万吨订单没发出来，但整体利润较薄。

**对未来市场看法：**地产下行利空整体矿价，经济不好对铸造业也会产生不利影响。

## 二、山东国内矿山企业调研核心内容

山东省矿产资源丰富，衍生出多家港口混矿、选矿、球团业务给山东及周边地区提供着多样化的精加工铁矿石资源。从全国矿山铁精粉产能来看，山东地区铁精粉产能 1180 万吨，仅低于河北和江苏。

2022 全年铁精粉累计产量 28203 万吨，同比回落 1.5% (435 万吨/考虑产能折算)。在基石计划的加速推进下，我国铁矿石有效供给能力明显提高。辽宁本溪思山岭铁矿设计年采选铁矿石 3000 万吨，年铁精粉产量 1060 万吨。项目共分为 2 期进行，目前一期建设正在进行中，一期达产后，将启动二期建设。其中一期设计生产能力年采选矿量 1500 万吨，年产铁精粉 507 万吨，铁精矿品位可达到 67%-69%。

从过去几年来看，影响国产铁精粉产量的根本原因在于国内原矿生产和铁矿价格。对于国内矿山自有原矿，新产能建设投放增加供应，但周期往往偏长，同时受国内环保政策因素抑制较多。同时当前国内矿山铁精粉库存较高，通过产能占比折算下来同比 2021 和 2020 年要高 150-200 万吨，实际产量的释放往往受价格影响较大，而主导价格的核心在于供需双弱下的紧平衡价格重心会下移。

### 国内矿山企业调研成果总结：

**国内矿山经营：**国内矿山铁精粉经营分两种，一种是通过国内原矿加工铁精粉，调研矿山原矿产能基本在 300 万吨以下，铁精粉产量在 70 万吨左右，国内原矿品味在 20% 左右。第二种是通过代加工外矿生产铁精粉，调研两家公司主要为巴西原矿代加工，进



口矿品味在 50%左右，如果进口矿品味在 48%-49%，公司会按 1.5: 1 选到 65%品位，如果是 55 品位 1.3: 1 选到 65%品位，同时部分智利秘鲁加拿大墨西哥可选到 68%品位。

**成本利润：**疫情对公司生产有一些影响，钢铁企业效益出现下滑。国内原矿开采和选矿成本合计 600-700 元/吨（其中选矿成本 100 多元/吨），球团生产成本 100 多元/吨。对比来看，非主流国家有很多矿山成本也要 80 多美金。外矿代加工企业一般按年度加工费与 VALE 共同商定，最终铁精粉销售有 VALE 决定，但终端大部分都在国内销售。

**铁精粉价格：**调研企业铁精粉一般很少卖给贸易商，大部分是以长协方式卖给钢厂（长协价按照普氏指数周度均价+升贴水方式确定）。

图5：363座矿山铁精粉产量

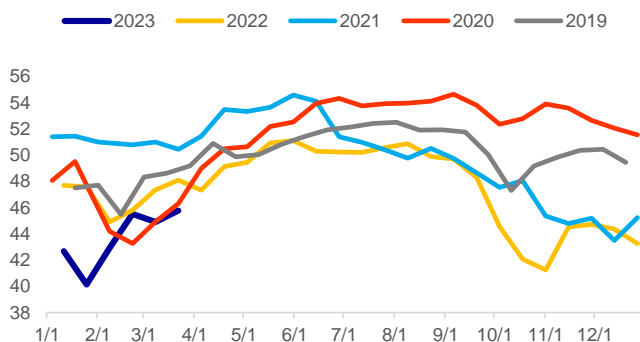
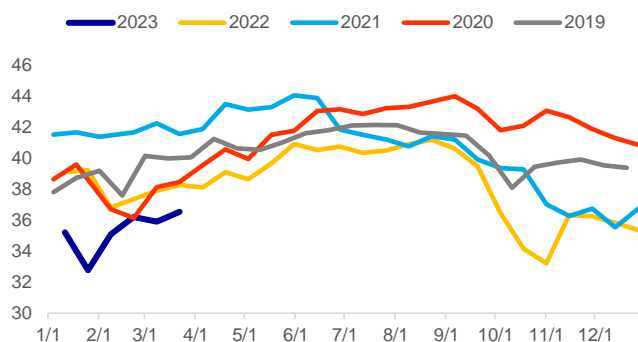


图6：266座矿山铁精粉产量



数据来源：银河期货、mysteel

图7：266座矿山铁精粉库存

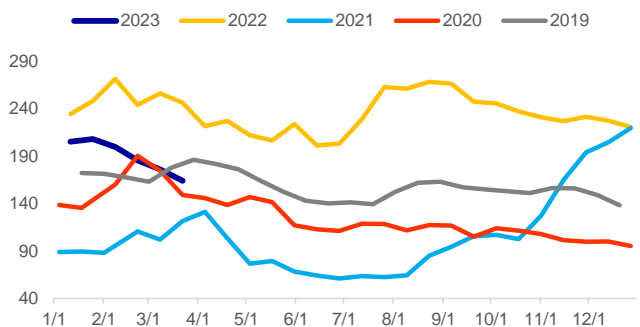
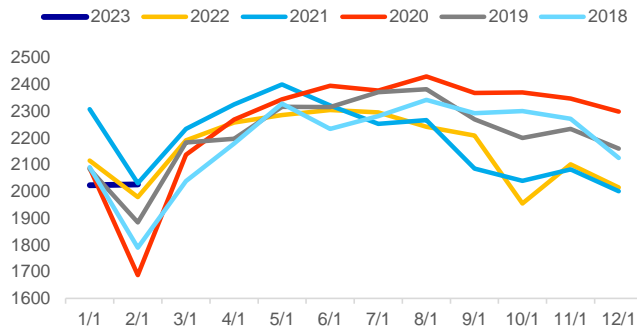


图8：国内铁精粉产量



数据来源：银河期货、mysteel

### 调研国内矿山详细信息：

#### 某国内矿山 D

公司介绍：公司拥有 120 万吨精粉产能和自己的球团设备，公司球团生产线年产能 70 多万吨。公司自有矿开采采用露天开采和地下开采并行的方式。公司处理原矿的能力接近 300 万吨，一般在 270 – 280 万吨左右。从 2014 年开始，公司原矿品味只有 20% 多，大多是贫矿，公司也会配些外矿，公司的外矿需求量约 100 万吨，外矿品味大部分为 62%，也有 50%-60%品位，50%品味以下的基本没有配过。

经营情况：公司今年球团销售一般。今年低品矿折扣较低，当前国内港口印度球团到港量较多，印度的球团增长很快，对国内球团销售产生一定冲击。公司销售客户主要在集团内部，也会辐射周边一些钢厂，占比在 30%。

铁矿采购：公司会从国外矿山买船，大部分计价方式为 CFR。如果国内港口现货便宜，也会从港口直接买现货。公司的外矿到港后，会直接汽运到公司。

成本利润：疫情对公司生产有一些影响，钢铁企业效益出现下滑。在 130 美金的矿价背景下，钢厂基本上没有利润。公司矿山开采和选矿成本合计 600-700 元/吨（其中选矿成本 100 多元/吨），球团生产成本 100 多元/吨。对比来看，非主流国家有很多矿山成本也要 80 多美金。由于公司跟主要客户钢厂合作关系紧密，即使略亏一般情况下公司不会选择停产。

对未来的看法：在国内基石计划推出后，政策上对国内矿山的扩张有一些支持计划，但公司目前没有扩产计划。公司认为中国的钢铁量目前已达到顶峰，以后国内矿业若想长远发展，要主打性价比。

#### 某国内矿山 E

公司介绍：公司有原矿产能 230-250 万吨，主要产品为铁精粉，品位为 65%。目前公司精粉自产部分不足 50 万吨，今年计划铁精粉产能 60-65 万吨，除自有矿外，也会从周边采购一些国内的原矿。由于目前港口磁铁矿较少，现在采购的外矿数量较少。



经营情况：今年公司现金流较好，即使是在 2015-2016 年一年亏 1 个亿的时候也没有停产。公司即使在亏损状态下，也会继续生产销售，因为公司的铁精粉一般很少卖给贸易商，大部分是以长协方式卖给钢厂（长协价按照普氏指数周度价格+升贴水方式确定），目前公司满产运行。

产品库存：公司在去年行情不好的时候基本是零库存，目前只有五六千吨精粉库存，市场上其他矿山的库存整体要更高，个别矿山企业由于其周围的钢厂停产导致库存高企，整体来看，目前国内矿山企业的库存仍处于较高水平。

成本利润：目前公司的自有矿全部转地下开采，地下采矿成本 90 元/吨，考虑 5 吨原矿选 1 吨铁精粉，实际铁精粉成本约 450 元/吨，加上选矿成本 100 多元/吨，以及人工运营成本，公司铁精粉的成本达 1000 元/吨。公司的自有矿主要是贫矿，有时候配一些外矿。由于选矿会产生很多废石，公司会加工成建筑材料销售，加工成本约 10 元/吨，售价 50 元/吨，利润较高。

对未来的看法：公司辅料主要用于基建，目前砂石下游需求疲软，地产开工减少。工程项目有些没有开工，即使有开工，回款也比较慢，导致无论是钢材还是建材都受到很大影响。整体来看，建筑市场需求较为疲软。

### 某国内矿山 F:

公司介绍：公司主要做外矿的代加工，单日有 1.5-2 万吨的选矿能力。代加工后的精粉主要以卖给周边钢厂为主。另外，公司也有自产矿，拥有较为丰富的钛铁矿资源，主要产品为钛精粉。公司未来每年能够开采 1000 万吨钛铁矿原矿，有 40 万吨钛精粉和 35 万吨铁精粉产能，主要以长协方式供给周边钢厂。公司主要产品是钛精粉，铁精粉是副产品。

经营情况：公司目前业务主要是替 VALE 做混矿的磁选工作，一年巴混原矿进口量在 400 万吨，铁品位平均在 50%左右，铁精粉品位在 62%以上，公司主要负责加工处理，加工费与 VALE 共同商定，最终铁精粉销售有 VALE 决定，但终端大部分都在国内销售。正常情况下，VALE 会给公司一年 300-500 万吨的量，VALE 对公司选矿指标主要在铁精

粉品味和尾矿铁品味等指标。

**成本利润：**公司钛精粉价格高，售价 2500 元/吨左右，利润较高。

**库存：**公司库存最高的时候有四五十万吨（2021 年），目前库存 20 万吨。VALE 会定期从公司将铁精粉出售，而且长时间占用公司仓库也会向公司多付一部分费用。由于巴西最近发货排期紧张，大部分排给了其他厂商，预计 4-5 月份到公司的量会减少。

### 某矿业公司 G:

**公司介绍：**公司项目直接建在港口，该港口 40 万吨大船落地比较多，70%以上是巴西矿，巴西矿优点数量大品种稳定且可选。公司是铁矿石加工厂，建成后选矿能力 500 万吨，球团年加工 400 万吨。

**经营情况：**目前公司是全外矿，内矿价格高。巴西原矿如果是 48-49 品位，公司会 1.5: 1 选到 65%品位，如果是 55 品位 1.3: 1 选到 65%品位，智利秘鲁加拿大墨西哥可选到 68%品位。

**成本利润：**公司球团厂已具备生产能力，但因市场行情原因未生产。球团生产成本主要是矿和燃料。钢厂利润低时会多买低品矿，多配焦炭和煤。目前公司全磁铁矿 140 元造球成本，褐铁矿 150 元造球成本。

**未来展望：**独立烧结厂、独立造球厂新建产能不批了，工艺差的会淘汰。目前土地比较紧张，未来港口选矿可能很快就不能批了，因为尾矿处理难度大。公司尾矿其中一半会给水泥厂。

## 三、进口铁矿贸易商观点调研总结

**海外主流澳巴发运量上半年呈现明显的季节性特征。**

由于季节性因素影响，上半年铁矿发运量均值回落基本由四大矿来贡献，从上文分

析，过去几年四大矿上半年发运量均值回落 2500 万吨，考虑 2019 年和 2020 年突发事件影响，四大矿上半年发运量均值回落 2200 万吨，本文采用均值回落 2500 万吨，均值回落同比 2022 年好转 500 万吨左右，而 2500 万吨中主要由国内港口去库 1500 万吨，海漂+压港去库 1000 万吨两者共同组成，因此单纯不考虑下游需求变化，四大矿发运量季节性变化体现在国内港口会有 1500 万吨去库。2023 年 1-2 月份进口铁矿同比增加 1300 万吨，45 港到港量增量在 1200 万吨，3-6 月份进口铁矿到港量季节性回落同比难以看到进一步增量。

此外，国内铁水产量跟下游终端需求紧密，市场化程度较高，同时受政策影响非常大，从统计数据来看季节性特征不明显跟国内实际现货运行非常吻合，因此对铁水产量分析主要基于国内钢铁产业基本面和政策面因素。

图9：进口铁矿港口总库存

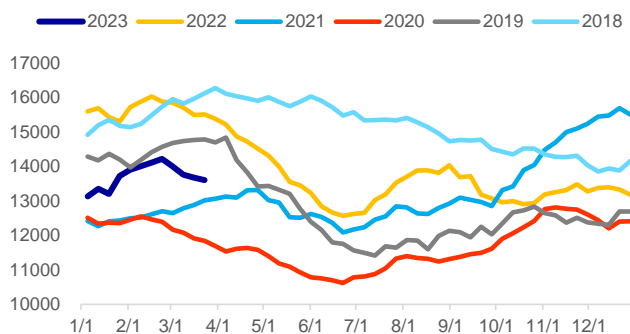
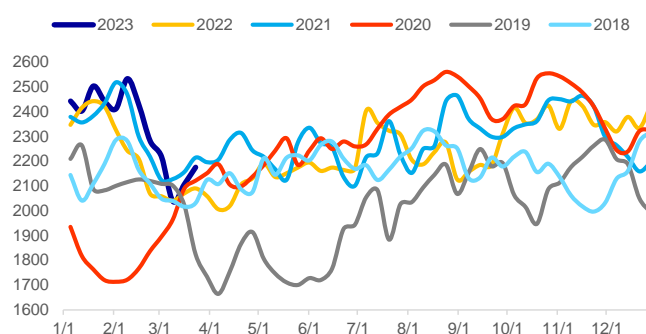


图10：进口铁矿港口到港量



数据来源：银河期货、mysteel

图11：澳巴铁矿全球发运量

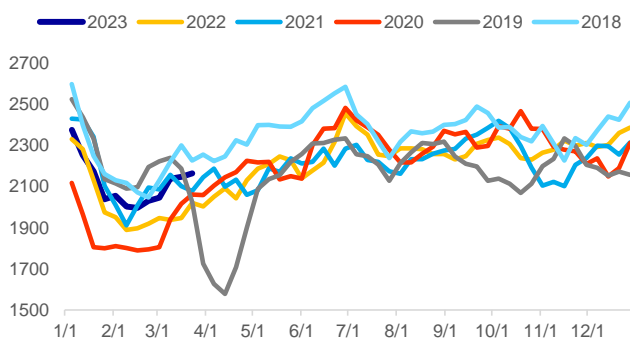
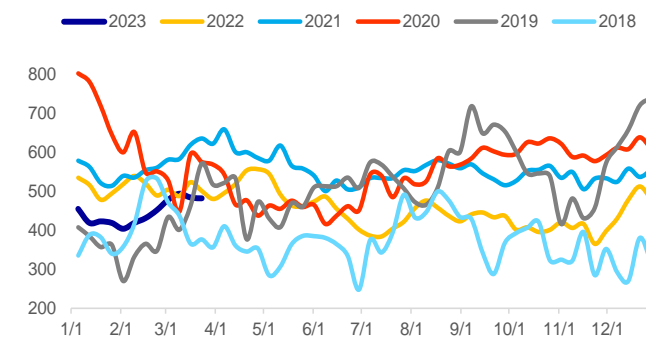


图12：澳巴铁矿全球发运量



数据来源：银河期货、mysteel

图13：进口铁矿贸易库存

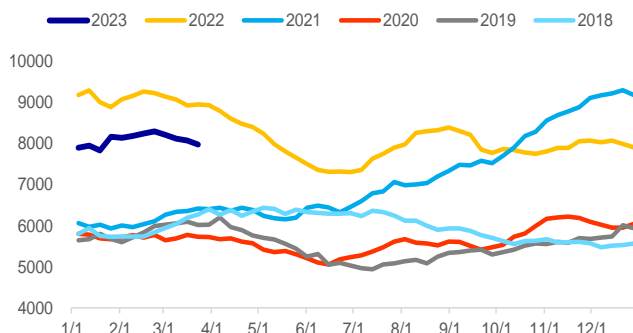
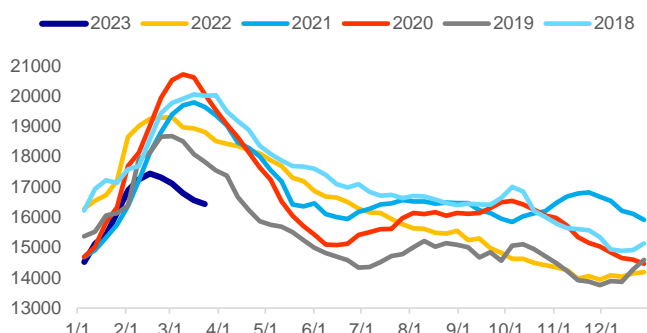


图14：全产业链铁元素库存



数据来源：银河期货、mysteel

### 论坛会议嘉宾观点分享总结：

**某贸易企业 A：**当前市场处于关键时期，近期价格的下跌可能并不完全是供需基本面的改变，当前市场铁水产量在没有限产的政策下铁水预计达到 240 万吨，铁矿的需求仍然处于高位，同时当前市场处于澳巴发运的季节性淡季，预计港口库存预计回落 2000 万吨。同时对于需求端来说预计全年会有 1000 万吨以上的需求增量，微观层面来看当前市场需求较好，螺纹表需达到 350 万吨超市场预期，预计需求持续向好有望得到延续。供应端来看，今年国内铁矿到港量预计增加 3800 万吨，四大矿增量在 1500 万吨，非主流矿增量主要在印度，年度增量预计在 1000 万吨以上。总体来看，当前铁矿市场大幅下跌之后市场不应过于悲观，价格难以看到持续下跌。

**某贸易企业 B：**目前来看钢厂日均铁水产量持续处于高位，短期难以看到下降空间，应该说铁矿的需求刚性较强，近期供需偏紧并未改变。从需求端来看，一般 3 月中旬钢材开始进入去库时间点，今年去库力度较好，从几大钢材库存数据来看，去库还是不错的。因此目前价格回调更多定义为预期的回落，不管是海外宏观风险，还是资金的短期离场，以及发改委加大政策调控力度，但从价格走势来看政策调控对价格的影响应该已经得到较大力度的消化，05 合约底部区间在 840-860 会存在较强的支撑。预计这一波调整时间在 1 到 2 周，时间不会太长。后市市场在终端需求增加，钢材较快去库以及市场

情绪回暖后价格难以进一步回落。

**某贸易企业 C:** 今年主基调是经济复苏，宏观预期有望得到延续，螺纹短期需求持续性不确定，现在市场信心还未恢复，在当前价格回落期间市场情绪面明显较差。铁矿石发运有点超预期，澳洲和非主流是主要增量，港口去库比预期的要少很多，130 美金价格估值偏高了一些，今年粗钢大概率是要平控，所以铁矿石需求全年看有上限。钢材需求地产类的需求一直比较疲软，基建偏好一点，短期旺季需求还有一定期待，钢材也不是看的很悲观，目前来看螺纹表需在 350 也是超预期的。后市观点偏震荡看，往下难跌破高炉成本，往上看钢材出口情况和地产需求恢复情况。

**某贸易企业 D:** 今年铁矿从到港数据来看供应端增量在 8%，而需求明显超市场预期在 10%左右，供需出现小幅错配。同时当前进口铁矿港口库存在下降，且铁水产量高位下港口疏港仍有增量空间。从成材需求来看，当前钢厂持续复产背景下终端需求仍能承接，在旺季时点铁矿短期基本面仍然偏强。但下半年整个市场交易主逻辑有所不同，核心点在于粗钢限产政策扰动预期较强以及海外宏观风险对海外铁矿需求和国内成材出口的抑制。

**某贸易企业 E:** 整体今年对铁矿市场不会过于悲观，但价格在 900 以上，预期政策调控会加强，同时今年铁矿基本面也不支撑价格重回高位或大幅上涨。从大的角度看，铁矿具有很强的垄断性，今年预计不会出现大幅过剩情形，四大矿山应该也会控制自己的发货节奏，因此如果铁矿价格能跌到 80 美金，那么完全可以进行大量的买。另外对于铁矿这个品种来看，单纯的基本面研究并不能很好的分析当前价格走势，受政策和情绪影响太多，短期价格波动会显著放大。

**某贸易企业 F:** 铁矿市场这两年贸易不是很好做，在价格达到 930 以后很明显价格上涨动力很弱，同时发改委对铁矿价格的调控频率较多，价格预计也很难看到大幅上涨机会。从产业角度来看，当前黑色产业链市场利润分配非常不平衡，从成材角度来看很多唐山调坯轧厂基本都是不赚钱的，因此这种利润不合理分配很难长期维持。对于后市铁矿观点，当前宏观预期有所转弱，更多可能是海外宏观，国内主要是发改委加大政策调控力度。需求端来看，如果市场对下游钢材需求不乐观，那么终端库存普遍会较低，而目前是需求超预期，终端市场很多建 1 个月以上的库存，因此总体来看对铁矿后市还



是不应太悲观。

**某贸易企业 G:** 公司主要做非主流矿贸易为主，今年也会做些澳巴主流矿但量比较少，目前公司港口库存偏高。过去几年一般不做主流矿，今年刚开始少量做，以前很多公司做印粉都赚钱，但现在不是很好做。最近一段时间印粉和超特价差较高，价格有收缩的可能性，市场可以考虑做一些套利。对于铁矿来说有时候决定价格的主要因素并不是供需，当前价格若能回到 900 以上需警惕价格高位回落风险。

**某贸易企业 H:** 公司认为过去几年市场交易大宏观逻辑较多，近三年宏观因素对价格影响占比超 50%，预计今年会逐步回归到供需主导为主。当前钢厂铁矿库存偏低，主要原因是钢厂将库存前置，港口中钢厂货权比往年要多，而且最近盘面价格持续下跌，基差反而在走扩，说明现货价格较为坚挺。公司目前库存较高有 30 万吨左右，往年大概在 20 多万吨，库存中以高品粉和精粉为主。后市对价格影响最大的还是钢材需求，当前华东建材需求较好，西北需求不太好，反而欧美在做多国内经济恢复。公司当前铁矿采购会通过新加坡掉期锁定成本。

**某贸易企业 I:** 公司主要做铁矿石的贸易和生产加工，贸易量 1000 万吨/年，生产端铁矿用量 1000 万吨/年，贸易公司的铁矿贸易和生产端分开运营。近期钢厂停产检修影响 1 万吨/天的外矿使用，若考虑内矿合计影响 2 万吨/天的量。

**铁矿采购情况:** 公司铁矿采购长协和港口现货各占一半，采购价格为发船当月的普氏月均价，今年的长协占比相比去年没有降低。公司有时候在东南亚拿矿，一般从贸易商那儿拿。近期东南亚运价上涨，租船比较困难。从马来印尼的拿货价都是 CFR 或 CNF，越南和泰国老挝有时候是 FOB。贸易端会用风险管理工具，做套保、掉期，期权等，掉期用的较少，一般都是在连铁上套保。钢厂生产用矿风险基本不转移，基本不用套保工具。

**某贸易企业 J:** 公司认为当前主力合约 05 基差较大，临近交割会有较强的收敛动力，同时当前最优交割品是 PB 粉，且预计在未来一个月时间内超特粉折扣的增加会导致 PB 与超特价差回落，但最优交割品预计不会切换。因此，短期可能会关注两个套利机会：一是 05 合约基差有望收敛，二是超特粉性价比回落（相较于 PB 粉下跌幅度不超



过 50) 但最优交割品仍是 PB 粉不发生改变。

## 四、后市铁矿投资逻辑与交易策略

从产能周期来看，全球四大矿资本开支自 2014 年高峰之后，全球矿山资本开支进入低位维持阶段，而产能端资本开支到产量释放的高点 2018 年周期大概在 5 年。2018 年四大矿产量达到最高值，四大矿资本开支从 2015 年至 2021 年一直处于低位，全球四大矿山资本支出基本维持不变，产能难有增量，过去 4 年矿山资本支出的低位预计对未来 5 年产量释放形成较大抑制，同时 2019 年至今巴西矿难、全球疫情、澳洲劳动力影响，全球四大矿铁矿产量一直大幅低于 2018 年产量高峰。未来几年再考虑非主流矿由于开发成本增加，产能有进一步退出可能，因此全球铁矿供应预计偏紧。总结来看，全球铁矿石产能增加有限，叠加考虑矿山成本增加因素，长期来看全球铁矿供应难有较大增量。

低成本优势也使得四大矿山在行业是实现较好的盈利，而非主流矿山在铁矿价格下降的周期内出现现金流亏损而减产。四大矿山的扩产带动澳巴市占率提升，2012 年 FMG 大幅增产，其他三大矿为维持市场份额被动大幅增加资本开支，四大矿山产量的增加大幅压缩了非主流矿产量，可以看出 2013 年-2018 年，非澳巴矿山产量明显下滑，增速基本维持负增长。2019 年-2021 年是非主流矿发运三年高峰期，2019 年最高增速超过 35%。

2023 年全球非主流矿产销预计难以显著好转，但 2022 年产销大幅下降除了价格因素外，还有海外全球经济衰退、地缘政治和能源成本等多方面因素，预计 2023 年会有所缓解，全球非主流矿会有 1000 万吨左右增量。澳大利亚的主流矿山几大新项目均在增产或将投产，但以替换退出产能为主，而 VALE 在产量存小幅增量，因此产能净增空间有限，预计四大矿山在 1000 万吨左右，2023 年全球铁矿产量增量在 2000 万吨左右。

图15：四大矿季度产量

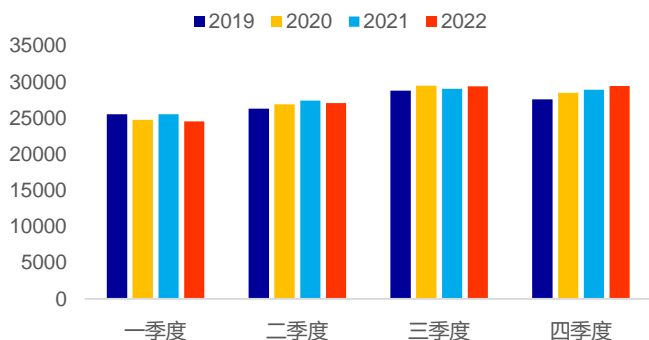
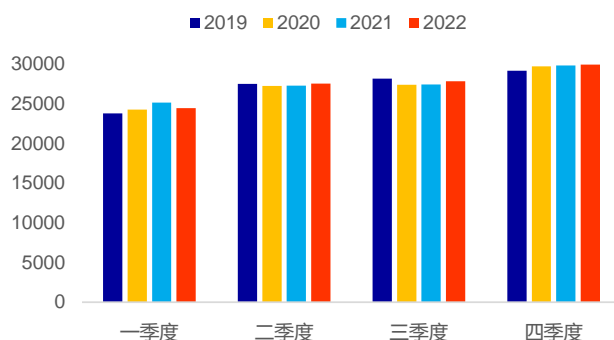


图16：四大矿季度销量



数据来源：银河期货、mysteel

图17：非澳巴发运量难以再现高峰

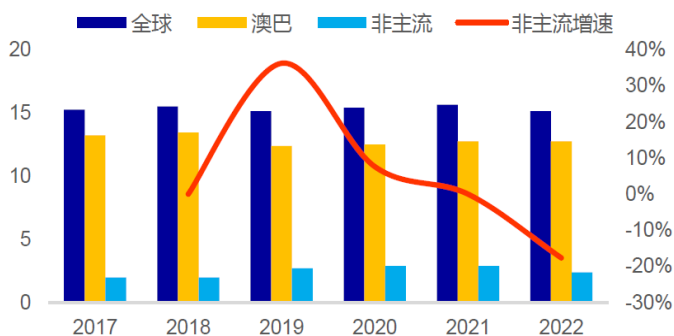
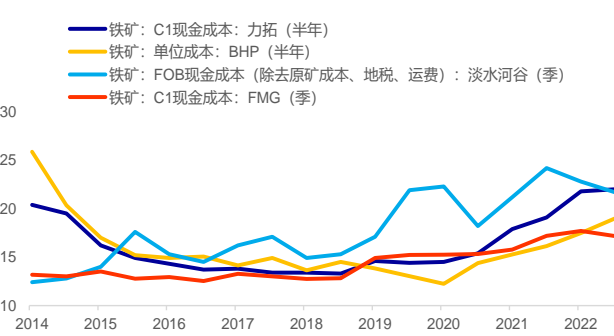


图18：四大矿现金成本



数据来源：银河期货、mysteel

**2023 年国内用钢需求基本假设和测算如下（本文测算从终端铁元素消耗和铁元素来源来推演）：**

地产：2022 年地产新开工同比回落 39.4%，施工面积同比回落 7.2%，测算下来 2022 年地产用钢需求回落 7800 万吨。展望 2023 年，上半年地产预计仍处于底部运行，由于 2022 年全年土地购置面积预计同比回落 50%以上，地产行业基本面仍然严峻，地产政策实质好转预计要等到今年下半年。2023 年上半年房企到期偿付压力依然较大，2023 年房企资金面持续改善的情况下，房企会优先偿债、其次顺应政策保交楼、最后才会补充土储拿地。预计 2023 年全年地产新开工面积同比回落 10%，施工面积同比基本持平，测算下来 2023 年地产用钢需求预计回落 1300 万吨。

基建：2022 年专项债发行前置，基建增速较高对冲地产投资下滑，全年基建增速超过 11%，拉动用钢需求达到 1600 万吨。2023 年上半年基建增速仍会较高来对冲地产下滑，2023 年专项债申报规模扩大，项目准备将更加充分，结构性缺项目问题有望缓解，同时 2023 年专项债发行前置。但 2023 年基建投资增长诉求和资金束缚的逻辑并存，从资金来源来看，狭义财政支撑有限，广义财政或接力支撑投资，在去年高基数的背景下，投资增速将有所回落，全年基建增速预计达到 7%，带动用钢需求 1200 万吨。

制造业：下游用钢需求较为分散，2022 年增量主要集中在机械用钢（通用设备、专用设备增量），2023 年机械用钢预计保持平稳，测算下来预计机械增量 900 万吨，汽车回落 50 万吨，造船增量 30 万吨。

其他：预计 2023 年同比增长 2%，用钢需求回升 300 万吨。

整体来看，2022 全年预计用钢需求同比回落 6200 万吨，其中废钢消耗量回落 5000 万吨，净进口钢坯回落 700 万吨，铁水产量回落 500 万吨。2023 年全年国内用钢需求预计增加超过 1000 万吨。

表1：国内铁元素终端需求测算

	用钢占比/2022	2022	用钢增量	2023E	用钢增量
地产	34%	-20%	-7800	-4%	-1300
基建	19%	11%	1600	7%	1200
机械	20%	5%	900	5%	900
汽车	8%	-2%	-100	-1%	-50
家电	2%	-3%	-60	-3%	-60
造船	2%	2%	30	2%	30
其他	15%	-6%	-800	2%	300
合计	100%		-6230		1020

数据来源：银河期货、Mysteel

图19：粗钢表观需求

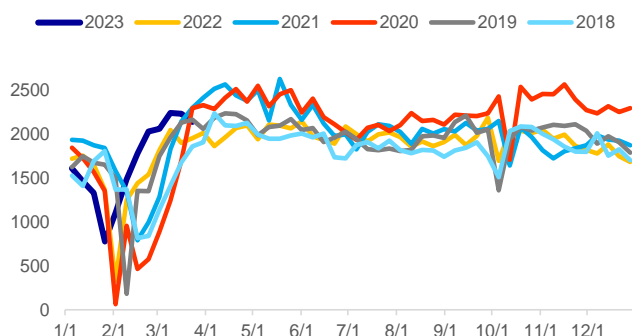
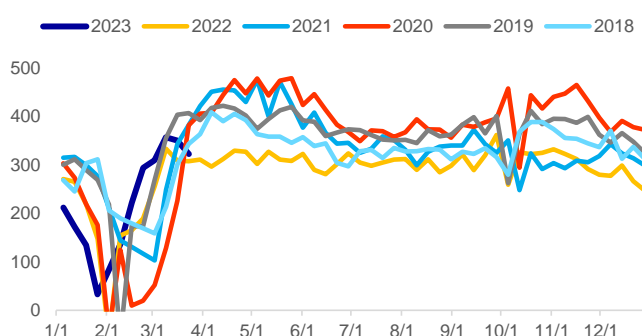


图20：螺纹表观需求



数据来源：银河期货、mysteel

### 那么对应到今年上半年供需是什么样情况：

从国内需求端来看，2023 年国内铁元素表需周度均值在 1692 万吨，同比去年周度均值 1568 万吨，增长 7.9%，钢材需求量增加近 1500 万吨。对比来看螺纹表需周度在 218.7 万吨，同比去年周度均值 213 万吨增长 2.6%，增加 150-200 万吨，明显看得出国内非建材需求恢复力度显著好于建材需求恢复力度。

### 终端需求推演：

假设今年上半年基建增量给到 900 万吨，机械增量给到 600 万吨，其他增量在 200 万吨，总增量达到 1700 万吨。同时由于今年下游钢材去库速度假设达到 2018、2019 这两年水平，那今年上半年同比去年去库大概在 1600 万吨，那么叠加年初至今 1500 万吨钢材需求，上半年需求增量达到 3100 万吨（对应当前至 6 月底铁水产量均值在 236.8 万吨）。那么地产这一部分增量要给到 1400 万吨，从统计局数据来看，地产新开工环节用钢预计难以显著好转，施工环节可能由于进度较快支撑较强用钢量需求，但从用钢需求来看，建材类消费增速 2.6% 显著低于粗钢总需求增速，因此有理由推断地产总用钢增量很难达到 1400 万吨（乐观预计在 700 万吨左右，推算当前至 6 月底铁水产量在 230 万吨），非建材表需的较快好转可能一部分原因是制造业需求较好，企业补库力度较大，短期表需的大幅恢复可能是终端库存环节的转移。

### 铁矿供需推演：

由于季节性因素影响，全球铁矿发运量呈现季节性因素，而发运量均值回落主要体现在国内港口去库 1500 万吨。同时 2023 年 1-2 月份进口铁矿同比增加 1300 万吨，年初至今 45 港到港量增量在 1200 万吨，3-6 月份进口铁矿到港量季节性回落同比难以看到增量。同时通过分析 2019 年-2022 年四年国内铁矿表需和铁水产量分歧可以推测出，2023 年同比 2022 年在高炉环节废钢添加量和高低品矿铁品位差异可以产生铁矿替代性消费量 2500 万吨，其中上半年替代性铁矿消费量在 1500 万吨左右。

2022 年 3-6 月份进口铁矿港口去库最大达到 3600 万吨，而 2023 年至今到港量增加 1200 万吨，以及上半年进口铁矿替代性消费量达到 1500 万吨，两者可以补充 2700 万吨缺口，因此在上半年铁水持平的情形下进口铁矿港口从高位预计去库 900 万吨。根据上文钢材终端需求推算当前至 6 月底铁水产量预计在 230 万吨，对应进口铁矿港口库存从高位去库 1700 万吨，上半年港口库存低点预计在 1.25 亿吨左右。整体来看，2023 年上半年难以看到超季节性去库，中长期来看铁矿供需基本面对价格难以出现新的驱动点。

**风险提示：1、废钢日耗较快回升；2、终端钢材需求持续超预期。**

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 302200000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[yhqhqgsyb@chinastock.com.cn](mailto:yhqhqgsyb@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799