



一个消息扭转基本面,关注正套机会

2024 年 4 月 23 日

锰硅专题报告

报告要点:

硅锰由澳矿断供的事件性驱动走出历史性行情,涨幅已有 20% 但多头趋势仍在,原因是这波涨势的结束需要看到高价刺激澳矿以外增发、趋势的反转则需澳矿自身恢复,目前两者均未出现。策略上,我们非常看好由商品结构修正带来的正套机会。

就事件来说,澳大利亚热带气旋导致矿商南 32 暂停作业,恢复时间超预期长达一年,其体量占全球供给的 10%,即使对冲全球需求下滑后仍有确定性缺口,对应中国进口量损失 30 万吨/月,因而一个消息扭转了基本面。

情景推演后,量的短缺一定需要高价去刺激高成本产能释放,我们估算认为锰矿不存在产能瓶颈,但主流矿供给弹性不足、需要依赖加纳和非主流放量。国内澳矿库存将在 8 月后见底,但锰矿总库存尚足够,以库存比拟 2019 年矿价对应硅锰阻力在 7500-8000 左右。

风险点:消费爆发,供给扰动

创元研究

创元研究黑色组

研究员:陶锐

邮箱:taor@cyqh.com.cn

投资咨询资格号:Z0018217

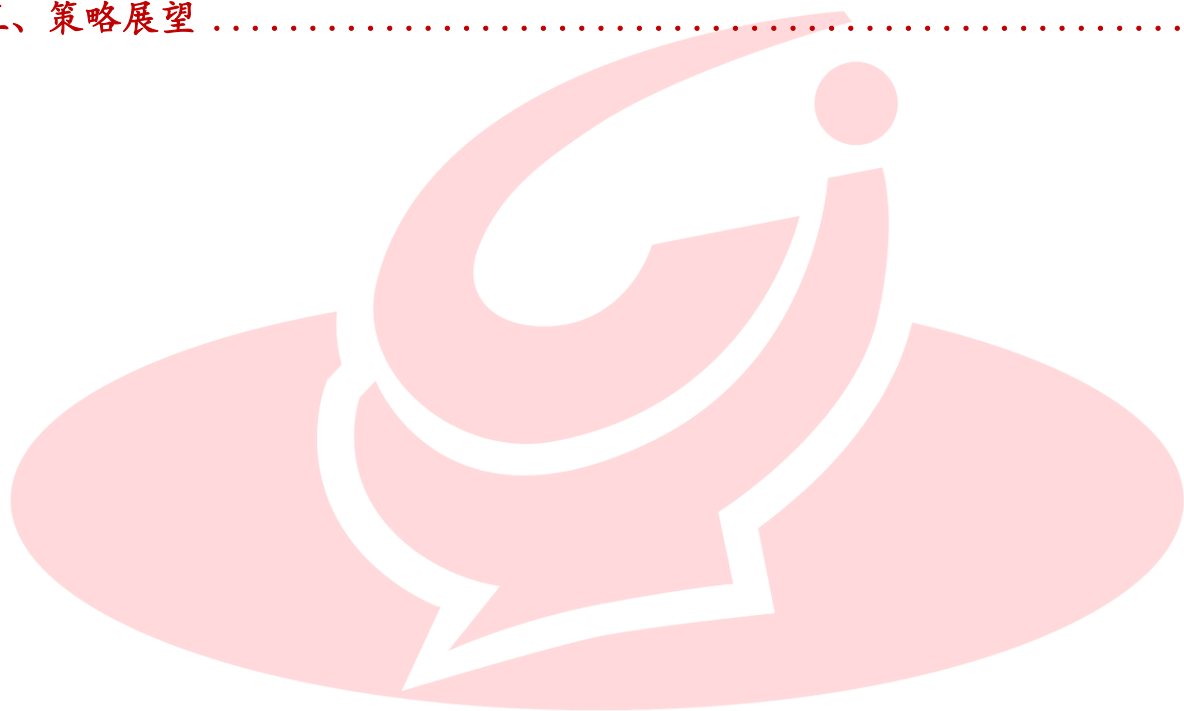
报告联系人:杨依纯

邮箱:Yangyc@cyqh.com.cn

期货从业资格号:F03097640

目录

一、行情回顾	3
二、事件回顾	4
三、影响评估	5
四、情景推演	8
五、策略展望	10



一、行情回顾

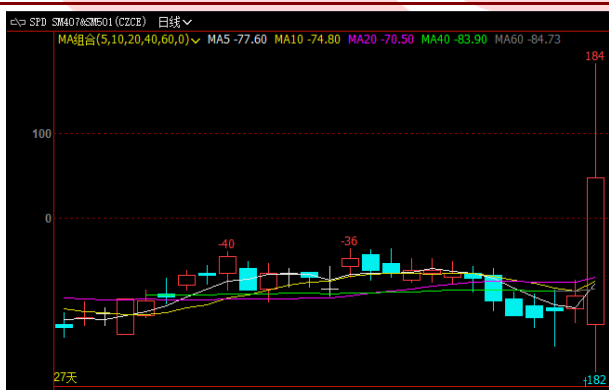
硅锰走出历史性行情。本轮上涨可分为两段，第一段在 6100 见底反弹到 6500 是跟涨黑色，尤其作为原料跟随铁水复产节奏。而第二段涨幅累计已有 20%脱离了正常基本面，是具备事件性的独立驱动，就指澳矿断供风波，节奏上周一到周三之前合约普涨，双硅价差大扩，但周四开始硅锰月差才有所反应，目前尚未完全转 BACK。

图 1 锰硅 2409 合约叠加螺纹钢加权日线图



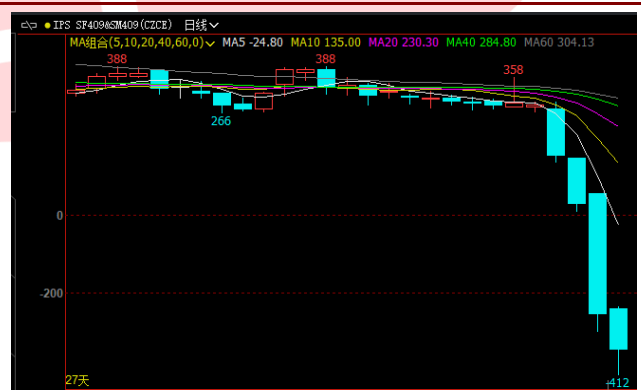
资料来源：文华财经,创元研究

图 2 锰硅 407-锰硅 501 月差日线图



资料来源：文华财经,创元研究

图 3 硅铁 409-锰硅 409 价差日线图



资料来源：文华财经,创元研究

二、事件回顾

起因发生早在3月下旬时至澳大利亚雨季，热带气旋梅根攻击了北领地的格鲁特岛，先是一艘载有锰矿的散货船撞击了码头，后是当地道路被毁且一小镇人员大量受困。

当地矿商南32在3/18号宣布暂停作业，在后续评估中确认矿坑发生了洪水、矿坑与加工厂之间的关键路桥被毁、码头和港口基础设施也有结构性损坏。市场本来认为影响有限是短期行为，因为首先是气旋强度只有三级都、其他矿产受到影响有限，其次是即使受损预估1-2个月也能恢复，但事件的实际爆发跟盘面表现一致就是在4/22南32发布季报称码头运营和出口销售预计在25年Q1开始，长达一年导致影响短期变长期、一个消息完全扭转基本面。

图4 南32季报截图

澳洲锰业（占股60%）

南32股	9M YTD23	9M 24年	年	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24 相对 3Q23	3Q24 vs 2Q24
锰矿产量 (kwmt)	2,676	2,324	(13%)	832	789	645	(22%)	(18%)
锰矿的销售量 (千瓦吨)	2,395	2,573	7%	743	924	709	(4%)	(23%)

由于受到热带气旋“梅根”的影响，我们暂停了业务，截至2024年3月的九个月内，澳大利亚锰矿的可销售产量下降了13%（352kwmt）至2,324 kwmt。

2024年3月16日至17日，热带气旋梅根严重影响了格罗特岛的作业，并带来681毫米的创纪录降雨量和20年来第二强阵风。

恶劣天气系统导致格罗特岛各地普遍洪水泛滥，严重破坏了重要基础设施，包括码头和港口基础设施以及连接Western Leases矿区北部矿坑和加工厂的运输公路桥。

业务恢复工作的重点是重建关键服务和对目标矿坑进行脱水。

码头和运输道路桥梁基础设施的修复工程正在进行中。这些研究将为最终的时间表和资本成本提供信息。根据我们的初步进度估算，我们预计在25财年第三季度重新开始码头运营和出口销售。

正在评估替代航运方案，以减轻码头停运的影响。这些方案可在码头修复前建立部分矿石出口能力。

一旦恢复计划取得充分进展，将提供进一步的细节和预计的基本建设费用。澳大利亚锰矿公司的指导意见仍然被撤回。

澳大利亚锰业拥有财产损失和业务中断保险。我们正与我们的保险公司合作，以评估热带气旋梅根的影响和预期的保险回收。

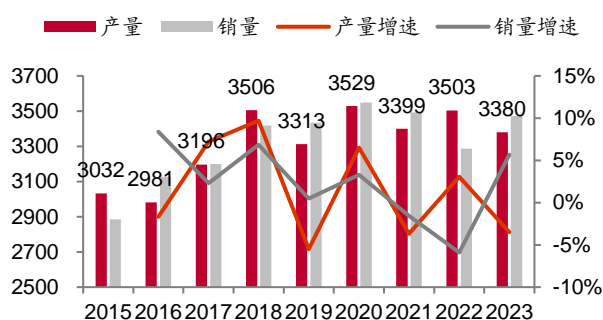
资料来源：公司官网，创元研究

三、影响评估

第一，破坏之大是因为澳大利亚八成的锰矿产于格鲁特岛，这个岛面积很小且在海中间被气旋正面袭击，全岛仅一千余人口主要业务就是锰矿，因此恢复高度依赖南 32，而本次矿、内陆、港口全部受损所以恢复需要时间。

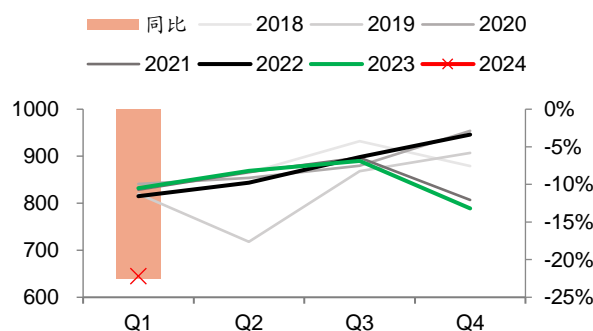
第二，该矿的体量问题，格鲁特岛矿业公司(GEMCO)由南 32 和英美资源各自占股 60%、40%，折百股权年产量历史在 550-583 万吨、24-25 财年目标是 567 万吨已经取消。产成品是低成本高品位氧化矿，靠近亚洲出口市场运距短且运费低。

图 5 GEMCO 锰矿年产销量（千吨）



资料来源：公司官网，创元研究

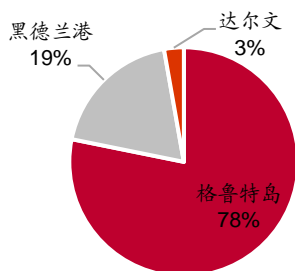
图 6 GEMCO 锰矿月产量（千吨）



资料来源：公司官网，创元研究

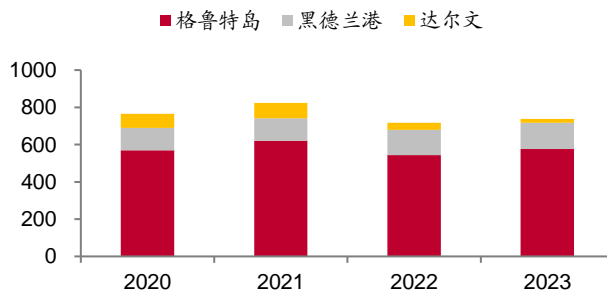
23 年全球锰矿产量约 5458 万吨，澳大利亚产量相对稳定在 750 万吨上下占比 13%，该矿又占澳大利亚的近八成，所以占全球供给的 10% 体量较大。澳大利亚年合计发运量 720-820 万吨，6-7 成发往中国，75% 以上为格鲁特岛发出，影响发中国量 $567 \times (60 \sim 70\%) / 12 = 28 \sim 33$ 万吨/月。

图 7 2023 年锰矿发运比例（万吨）



资料来源：SMM, 创元研究

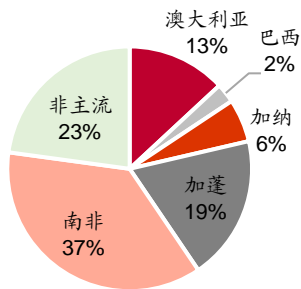
图 8 澳矿分港口年度发运量（万吨）



资料来源：SMM, 创元研究

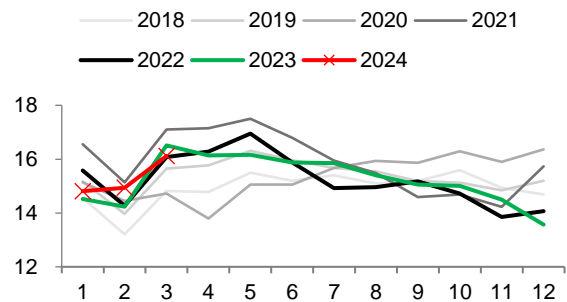
第三，结合需求锰的主要下游是粗钢，全球粗钢产量在 21 年见顶今年一季度相对 21 年减了 6%，但这次澳矿减产一年即 10%，对冲需求下滑后全球仍有确定缺口，约 4%即 220 万吨。

图 9 2023 年锰矿产量分布（千吨）



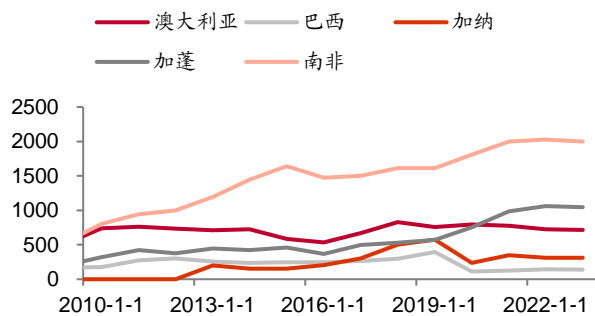
资料来源：Mysteel, 创元研究

图 10 全球粗钢月产量（万吨）



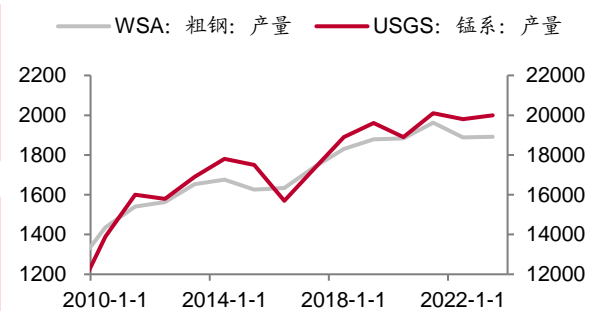
资料来源：Mysteel, 创元研究

图 11 主流锰矿年产量（万湿吨）



资料来源：Mysteel, 创元研究

图 12 锰矿及粗钢全球年产量（千干吨）



资料来源：Mysteel, 创元研究

由此说明第四，量的短缺一定需要高价去刺激高成本产能释放，我们估算认为锰矿不存在产能瓶颈，但主流矿供给弹性不足、需要依赖加纳和非主流流量。

首先，澳矿自身无法补充。澳大利亚锰矿区主要有三个，分别在不同区域目前只有格鲁特岛受到影响，其中 OMM 旗下的矿山面临枯竭已经停产，PML 加工厂年产量 160 万吨，相对 23 年发运量 140 万吨来说可补体量非常有限。

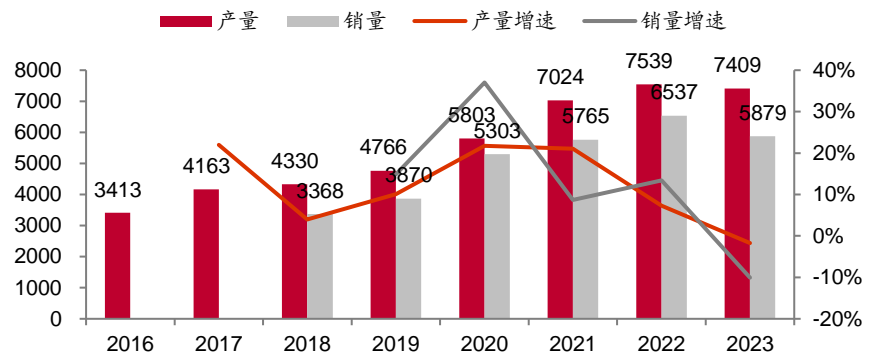
表 1: 澳大利亚主要锰矿山汇总

澳大利亚主要锰矿山汇总				
港口	集团	公司	矿山	位置
格鲁特岛	South32	GEMCO	Groote Eylandt	北领地卡奔塔利亚湾中岛屿
黑德兰港	天元锰业	PML	Woodie Woodie	西部的皮尔巴拉地区
达尔文	OMH	OMM	Bootu Creek	北部地区藤南特克利克

资料来源: 创元研究

其次, 巴西因 VALE 停产待售可补量有限, 近几年南非和加蓬持续扩产所以短期可补空间不足。COMILOG 虽在扩产计划中, 远期计划是 2026 年开始生产和运输 850 万吨锰矿石, 在高品位矿石中占有约 40% 的市场份额, 长期年产能超过 1000 万吨, 但 2024 年的目标产能超 800 万吨、外运量 700-770 万吨, 较 2023 年产量只能增 60 万吨、外运量增 182 万吨。

图 13 Comilog 锰矿年产销量



资料来源: 公司官网, 创元研究

真正具备高弹性的是加纳和非主流矿, 两者相对 19 年有合计 620 万吨的增产空间、国内进口也有合计 362 万吨的空间, 不管产量还是进口都够弥补澳矿损失量。

表 2: 全球锰矿产量 (万湿吨)

	全球锰矿产量							
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	MAX	MAX-2023
澳大利亚	829	757	793	776	724	714	829	114
巴西	298	395	112	123	142	141	395	255
加纳	504	574	236	348	313	311	574	263
加蓬	530	570	752	986	1,061	1,045	1,061	16

南非	1,611	1,611	1,806	2,000	2,028	2,000	2,028	28
非主流	1,540	1,607	1,543	1,273	1,107	1,247	1,607	360
主流	3,771	3,908	3,699	4,234	4,267	4,212	4,267	56
全球	5,311	5,515	5,242	5,507	5,375	5,458	5,515	56

资料来源：创元研究

表 3: 中国锰矿进口量 (万吨)

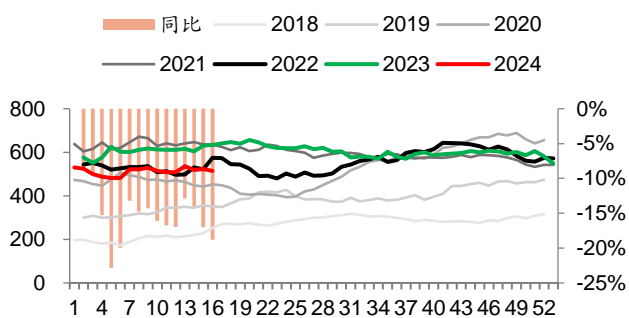
锰矿进口量								
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	MAX	MAX-2023
总量	2,760	3,419	3,106	3,003	2,993	3,135	3,419	284
澳大利亚	520	519	531	542	421	524	542	18
巴西	184	296	286	152	89	124	296	172
加纳	347	508	185	247	270	315	508	192
加蓬	252	362	446	425	513	486	513	28
南非	1,126	1,342	1,348	1,397	1,469	1,463	1,469	7
非主流	330	393	311	240	231	223	393	170
除澳大利亚	2,240	2,900	2,576	2,461	2,572	2,611	2,900	290

资料来源：创元研究

四、情景推演

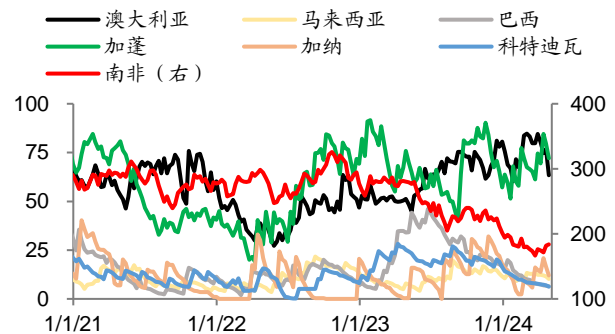
对应国内，国内总库存够用但澳矿库存不够。首先国内澳矿库存 118 万吨，按 30 万吨/月折算仅够用 4 个月，即澳矿断供至 8 月以后库存将见底，直接影响 09 合约。其次锰矿总库存目前港口 515 万吨，假设全球缺口 220 万吨全部去在国内即降到 300 万吨，库存只是回到 2019 年水平，当时半碳酸矿价天津港 50、钦州港 55。

图 14 锰矿港口库存合计 (万吨)



资料来源：Mysteel, 创元研究

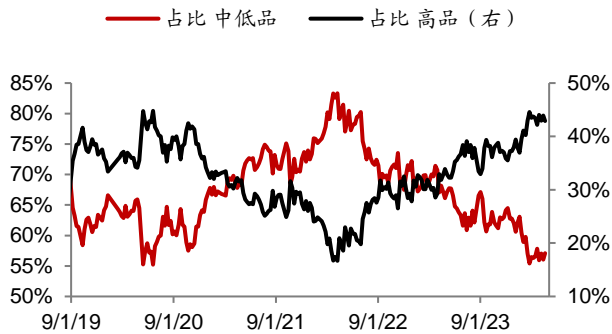
图 15 天津港分国家锰矿库存 (万吨)



资料来源：Mysteel, 创元研究

由此将会催生高低品矛盾，但今年特点是中低品库存集中度高，所以高低品价差会向上修复，短期结果是矿价联袂上涨，后期参考历史极值高低品价差最大 20，折干吨后锰矿成本价差 1600*最低配矿比 0.25 为 400。

图 16 天津港品味库存结构（万吨）



资料来源：Mysteel, SMM, 创元研究

图 17 现货矿品种成本价差（元/吨）



资料来源：Mysteel, 创元研究

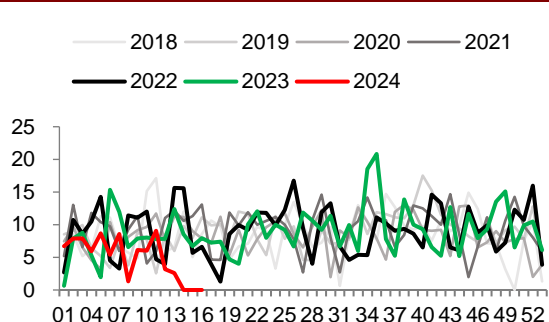
价格问题，既然没有产能瓶颈且国内总库存也够用，我们认为价格是有顶的，按库存推演的 19 年矿价去算，50-55 元/吨度的南非半碳酸加上 400 元/吨的高低品价差，对应阻力在 7500-8000 左右。

	2024/4/25	2024/4/24	日涨幅	2024/4/18	周涨幅	2024/3/26	月涨幅
硅锰现货报价：内蒙古	6,520	6,250	4%	5,900	11%	5,850	11%
硅锰现货报价：广西	6,600	6,400	3%	6,020	10%	6,020	10%
南非锰块：Mn37Fe5：天津港	44	41	9%	37	20%	33	32%
南非锰块：Mn38Fe5：钦州港	41	39	5%	36	14%	33	23%
宁夏硅锰成本	6,638	6,372	4%	6032	10%	5709	16%
广西硅锰成本	7,040	6,919	2%	6736	5%	6599	7%
矿价 50				高低品价差			
宁夏硅锰成本	7035			400	7435		
广西硅锰成本	7587			400	7987		
矿价 55							
宁夏硅锰成本	7474			400	7874		
广西硅锰成本	7891			400	8291		

五、策略展望

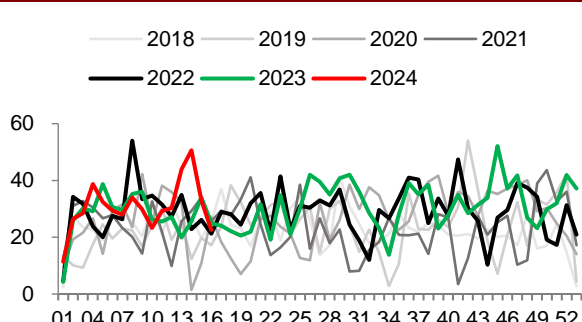
我们认为这波涨势的结束需要看到高价刺激澳矿以外增发，盘面仍处于高升水锁现货流动性阶段，趋势的反转则需澳矿自身恢复，目前两者尚未出现，所以多头趋势尚在。行情演绎的关键在于高价对供给弹性的刺激作用，理论 50 元以上矿价有增产意愿，但本轮涨价过快，虽然盘面给出高升水预期但现实兑现需要时间，07 合约之前依然是硬缺口。操作上，单边风险加剧，原因在于太过依赖一家消息且多头拥挤，一旦提前恢复对于高价来说即黑天鹅，我们非常看好正套，主要基于商品结构修正带来的机会。

图 18 澳大利亚锰矿发运量（万吨）



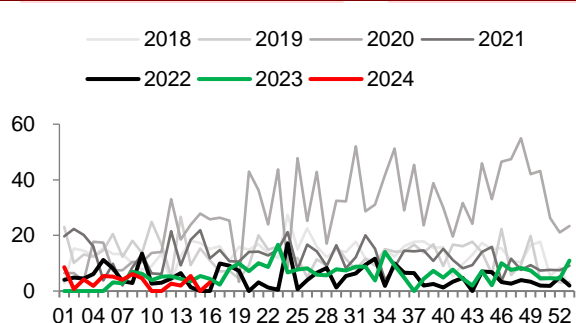
资料来源：Mysteel, Wind, 创元研究

图 19 南非锰矿发运量（万吨）



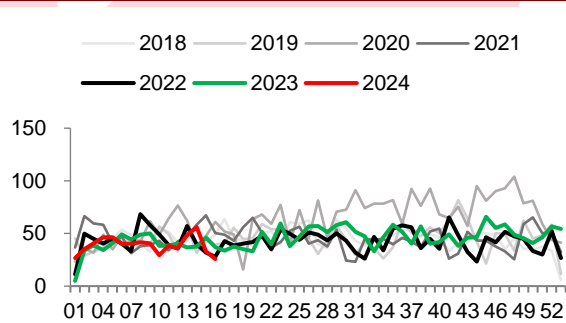
资料来源：Mysteel, Wind, 创元研究

图 20 除澳非锰矿发运量（万吨）



资料来源：Mysteel, Wind, 创元研究

图 21 全球锰矿发运量（万吨）



资料来源：Mysteel, Wind, 创元研究

创元研究团队介绍：

许红萍，创元期货研究院院长，10 年以上期货研究经验，5 年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获 2013 年上海期货交易所铝优秀分析师、2014 年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组：

何焱，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

创元有色金属组：

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

田向东，铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

李玉芬，致力于铝上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

创元黑色建材组：

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

徐艺丹，钢矿期货研究员，天津大学金融硕士，专注铁矿及钢材基本面，善于发掘黑色金属产业链行情逻辑演绎。（从业资格号：F3083695；投资咨询证号：Z0019206）

杨依纯，致力于工业硅、锰硅、以及硅铁的上下游产业链分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

韩涵，乌克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

创元能源化工组：

高赵，能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析 PE、PP 等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F30564463；投资咨询证号：Z0016216）

常城，橡胶与 PTA 期货研究员，东南大学国际商务硕士，致力于橡胶、PTA 产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

金芸立，原油期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注原油基本面的研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

白 虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注液化天然气上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，有七年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

再依努尔·麦麦提艾力，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化CTA研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803）

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

创元投资咨询团队介绍：

刘钊含，创元期货投资咨询总部负责人、股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，拥有多年券商从业经验。专注于股指期货的研究，善于从宏观基本面出发对股指进行大势研判，把握行业和风格轮动。（从业资格号：F3050233；投资咨询证号：Z0015686）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。



分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香泰公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)