

2023 年 12 月

永安研究

螺纹钢、热轧卷板、铁矿石

李天佑

Leeluqiao@163.com

F3048648

Z0015714

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

铁矿年报：日新月异，忧盛危明

摘要

本文对 2023 年以来铁矿石价格走势做了回顾，对价格的影响因素进行归因，并对 2024 年铁矿石行情做了展望，结论如下：

行情回顾：

一季度宏观与消费数据表现优良，铁矿石跟随大类资产持续高走，国内钢厂复产铁矿石库存快速去化，价格震荡上行。进入 4 月份随着海外银行风险事件爆发，叠加国内需求下行，铁矿石跟随钢材价格中枢下移，跌至 94 美金。6 月份以来随着政策预期好转，钢厂日均铁水下跌至 235 万吨/日后快速反弹，市场重现一季度行情走势，并延续至今，虽然受到 7 月底粗钢压减政策的扰动，但不改现实需求强劲，价格持续上扬。2023 年，铁矿石全年价格指数呈现 N 字姓走势。

供需展望：

2024 年，随着矿山新周期内新旧项目替代日趋成熟，主流矿山总发运增加 2100 万吨，非主流产量继续增加 2000 万吨，内矿在投产周期增加 600 万吨。

需求端随着美联储降息预期开启，海外整体需求或将有所抬升，考虑到国内出口数据已然非常良好，海外高炉复产将与中国出口订单互相牵制。国内需求在基建与制造业托底的情况下预计总需求同比今年微增 1%，预计 2024 年国内铁水同比将表现为持平，但不排除政策对于铁水有进一步的指引。整体上看供需或将缓慢趋于小幅宽松，不排除出现需求再次引导供给下滑的局面。

行情展望：

展望 2024 年行情，铁矿石短期供需偏紧，但长期供需预期宽松下普氏指数中枢将有所下移，由于矿山投产在低价格下偏刚性，废钢供应受价格牵制等问题存在，导致铁矿石成本曲线下移速度偏慢，主流矿山成本支撑依然夯实。在强现实基础上 24 年上半年低库存支持铁矿石高位运行，考虑到中期平衡表宽松预期，矿石价格维持高位难度较大，2024 年我们将结合矿山发运与钢厂生产节奏动态看待矿石的走势变化。

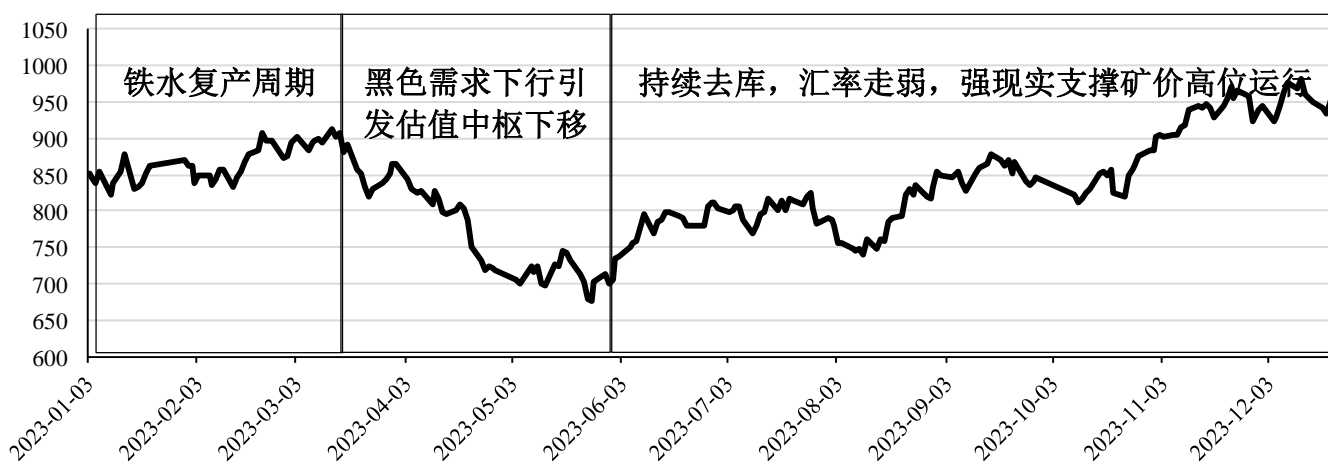
一、行情回顾：

2023 年，铁矿石走势大起大落，全年呈现 N 字型走势，铁矿石价格于 3 月中旬来到 130 美元的高点，经历了 4 月需求下行引发的估值中枢下移后，于 5 月底来到 94 美金价格低点，随着 5 月底以来的宏观预期转暖，加上铁水产量的持续强势，铁矿石价格快速拉升，下半年普氏指数重回 130 美元大关，环比上半年再创新高。

2023 年铁矿石行情分为三个阶段，一季度宏观与消费数据表现优良，铁矿石跟随大类资产持续高走，国内钢厂复产过程中快速去库，支持价格震荡上行。进入 4 月份随着海外银行风险事件的爆发，叠加国内需求下行，铁矿石跟随钢材价格中枢下移，跌至 94 美金。下半年以来，随着政策预期好转，钢厂日均铁水下跌至 235 万吨/日后快速反弹，市场重现一季度行情走势，并延续至今，虽然受到 7 月底粗钢压减政策的扰动矿价有所回落，但现实端需求持续良好，减产不及预期的情况下矿石库存持续性走低，价格持续上扬，普氏指数重回 130 美元大关。

图1：2023 年铁矿石行情的三个阶段

2023年铁矿石指数走势

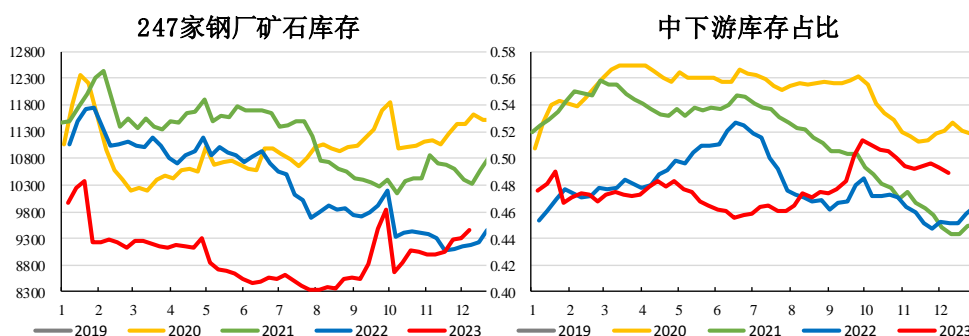


数据来源：永安期货研究院，Mysteel

2023 年铁矿石整体表现较为强势，价格波动受到了多方因素的影响：

第一，钢厂自发的低库存策略增加了铁矿石价格向上的弹性。由于 22 年来下游需求下滑明显，为了应对高库存下的销售压力，钢厂在减产的基础上控制炉料端到货，导致矿石中下游形成了良好的主动去库效应，因而复产过程中铁矿石价格弹性较大，钢厂从上半年主动去库存转为下半年被迫补库存，加工环节为高价铁矿石买单；

图2：下游从主动去库到被动补库增加价格弹性

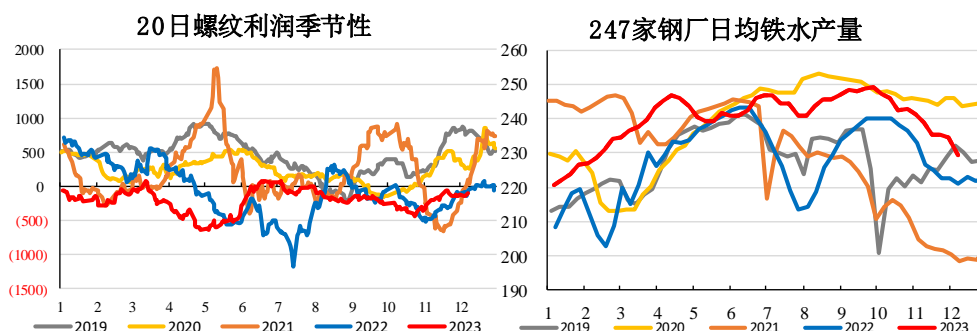


数据来源: Mysteel, 永安期货研究院

第二, 铁矿石价格与铁水走势呈高度正相关。1-3 月, 钢材去库表现良好, 钢厂积极复产, 铁水产量上升至 247 万吨/日, 矿石价格中枢不断抬高, 进入 4 月份, 随着钢材需求的下移, 钢材库存压力增大, 铁水产量下滑 10 万吨/日, 矿价回落, 5 月份宏观预期好转的情况下, 钢厂再次复产, 铁矿石在现实强劲的推升下成为本轮反弹过程中涨幅最明显的黑色品种。

第三, 利润对产业生产的指导意义弱化, 尽管今年大部分时间钢厂维持亏损状态, 下游出口的持续强势让钢厂更愿意追逐边际收益, 相较于减产引发的亏损, 保持高产量是钢厂的优先选择, 高炉铁水持续走高, 全年铁水均值同比 2022 年再创新高。

图3: 钢厂利润



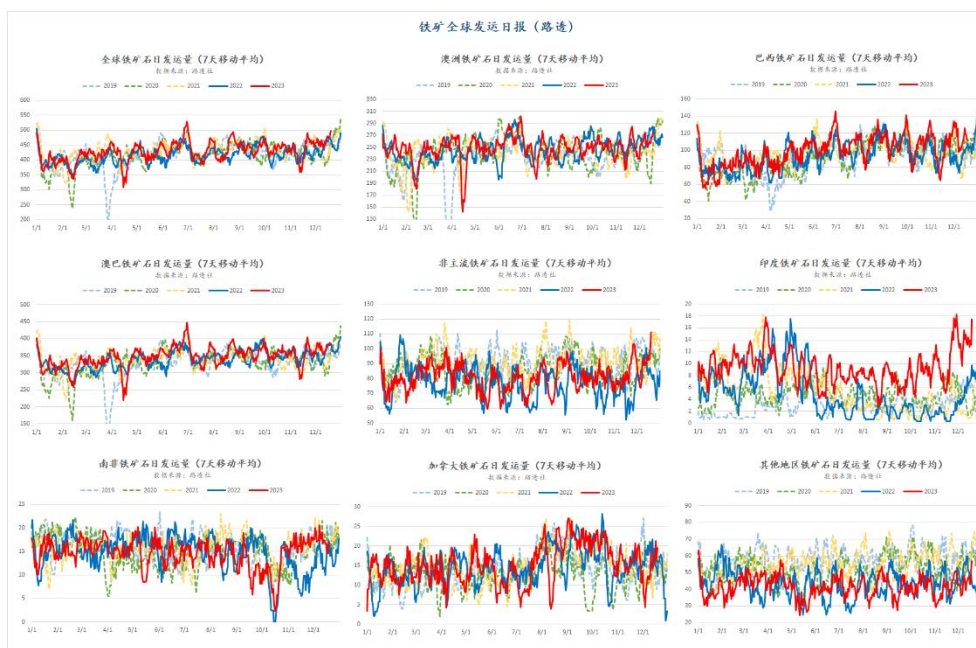
数据来源: Mysteel, 永安期货研究院

二、铁矿石新周期内的供需格局

2.1 铁矿石产能快速释放, 成本曲线下移速度仍然偏缓慢

铁矿石供应已进入增产周期, 在普氏月均价高企的背景下, 非主流矿山发运大幅抬升, 成为海运铁矿石供应的主要增量, 新周期内非主流矿山新增产能缓慢回升, 在高利润刺激下发运相当亮眼, 印度、加南大、塞拉利昂等多个矿山发运同比再创新高。除了非主流矿山发运表现亮眼, 主流矿山发运同样可圈可点, 23 年铁矿石总供应同比增加 6000 万吨。

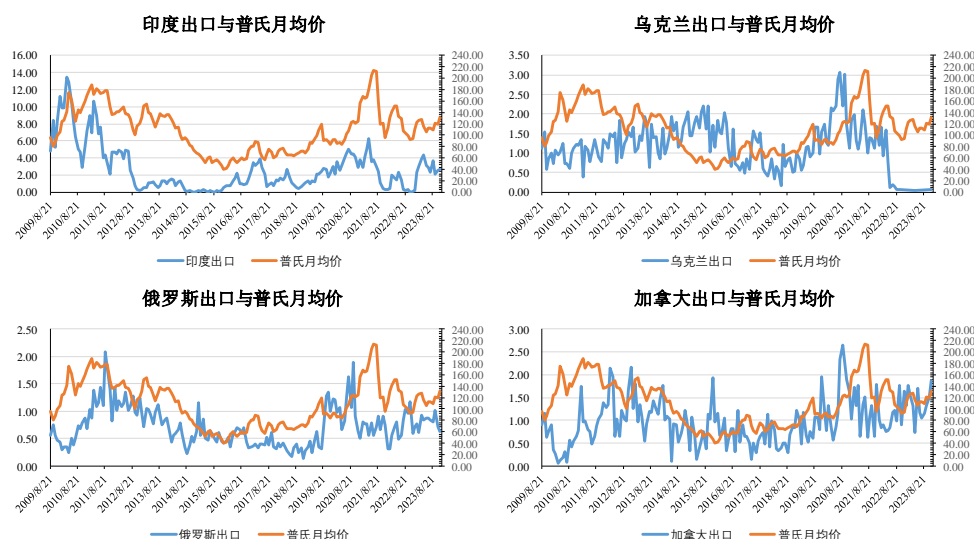
图4: 铁矿石发运表现亮眼



数据来源：永安资管，永安期货研究院，路透

由于四大矿山成本普遍比其他矿山成本低，在黑色产业需求大幅下行的过程中，铁矿石往往下跌至 80 美金就逐步开始形成支撑，新周期内澳巴非主流作为非主流的头部分，产能的投放稳步进行，CSN 等矿山均有百万吨级别的投产，相较于每年十亿以上的铁矿石总发运，总量上看投产进度较慢，但这也能进一步显示铁矿石在新周期内面临着低成本矿山的投产导致的成本曲线逐步下移，由于投产进度较慢，目前看 80 美金的矿石成本仍然具备支撑效应。另外，我们从矿价与非主流发运的视角上去看，矿价中枢下移能抑制高成本矿山的生产积极性。

图5：非主流矿山与普氏指数存在一定相关性



数据来源：Wind，永安期货研究院，Mysteel

2.2 铁矿石 2024 年供应端展望

2024 年矿石在普氏指数维稳的情况下，主流矿山产量继续爬坡，4 大矿山除 FMG 以外，其他矿山均以新旧项目替代为主。FMG 新项目稳步运行，产能将继续抬升，预估 2024 年 FMG 发运总量 2 亿吨，小幅抬升 500 万。力拓 2023 年铁矿业务各大矿区平稳达产，虽然发运阶段性受到飓风干扰，但影响有限，24 年力拓总发运预估将来到 3.33 亿吨，必和必拓顺利完成 2023 年财年产销目标，整体维持平稳生产的情况下，预估 2024 年产量 2.9 亿吨，环比持平小增。淡水河谷矿难周期后缓慢恢复，考虑到北部矿山选矿率的问题，预计 24 年总发运 3.15-3.2 亿吨。

图6：主流矿山供应预估

单位（亿吨）	2023 年	2024 年预估	变化量
VALE	3.11	3.15-3.2	0.05
力拓	3.28	3.34	0.06
必和必拓	2.85	2.9	0.05
FMG	1.96	2	0.04
合计		11.2	0.21

数据来源：公司公告，永安期货研究院，Bloomberg

非主流矿山新增产能不多，预期整体供应也将增加，矿价中枢抬升刺激了高成本矿山的生产积极性。澳巴非主流方面，MCP、CSN 等矿山均有 200-600 万吨的新产能投放，2023 年印度矿关税影响弱化后，印粉供给同比持续新高，尽管 24 年印度钢铁产能继续大规模投放，但考虑到电炉投产占比更多，且低品矿出口占据大头，预计印度国内需求增长对于出口不会有太大冲击，同比发运仍能维持 3000 万吨以上的水平。非洲塞拉利昂、宝武利比亚等矿山均有序投产，加拿大精粉仍将同比 2023 年再增 200 万吨。

图7：非主流矿山供应预估

单位（亿吨）	2023 年	2024 年预估	变化量
MCP	0	0.02	0.02
CSN	0.34	0.36	0.02
Trafigura/Mubadala JV	0.23	0.28	0.05
印度	0.34	0.34	0
非洲	0.6	0.66	0.06
乌克兰	0.15	0.18	0.03
加拿大	0.61	0.63	0.02
合计			0.2

数据来源：公司公告，永安期货研究院，Bloomberg

根据矿业协会的数据，2023 年下半年以来安监愈发严峻，内矿若能有效恢复生产，考虑到内矿的产能投放，24 年静态看内矿同比将增 500-700 万吨。

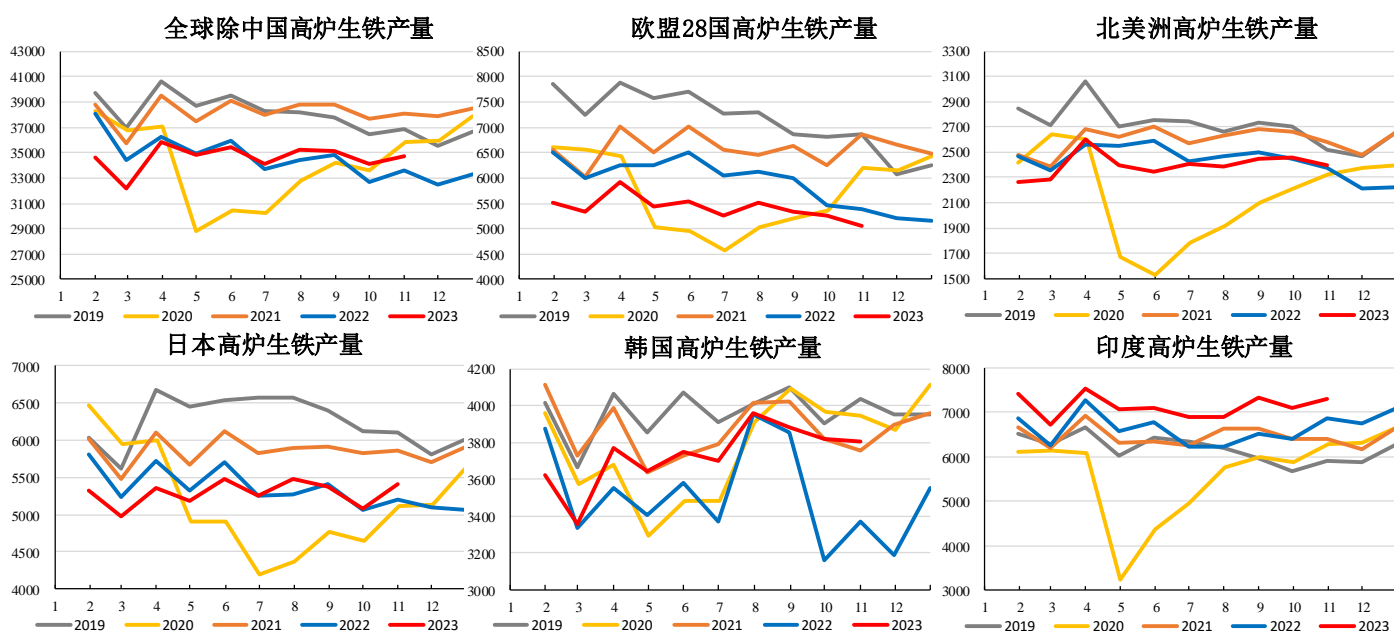
总体来看，2024 年全球铁矿石将出现一定程度增产，海运供给将同比增加 4100 万吨，内矿 600 万吨。静态看增幅有限，预期 2023 年全球铁矿石供给将在低价格区间表现为偏刚性，高价依然能刺激高供给，成本曲线下行缓慢，主流矿成本支撑依然存在。

2.3 全球铁矿石需求端展望

2.3.1 海外铁矿石需求端展望

今年以来，中国高炉铁水产量表现较强，铁矿石全年表现供需双强，我们从日均铁水产量持续高企也不难发现，但是在全球总需求变化并不大的情况下，海外高炉复产进度持续缓慢，这与国内高产量+钢材高出口有直接关系，国内钢材成本优势下海外高炉产量被遏制。2024 年东南亚与印度仍然有新产能投放，根据公开推算，东南亚+南亚预估未来仍有 2000 万吨以上产能投放，但我们依然需要考虑利润对铁矿需求的刺激效应。

图8：高出口对海外高炉具备挤出效应



数据来源：永安期货研究院，Mysteel

东南亚与南亚产能逐步投产，但如何转换为实质的产量则需要利润与需求引导，静态看，24 年美联储预期降息的背景下对海外需求存在一定的刺激效应，在买单出口不受干预的情况下，海外高炉复产与低成本出口材依然存在竞争。

2.32 国内铁矿石需求端展望

从钢材下游视角上看，今年在制造业、基建与出口三重发力的背景下，有效支撑了房地产新开工下行引发的内需坍塌，其中出口表现尤为突出，考虑到国内粗钢生产的成本优势，24 年在外需能维持的情况下，出口表现依然会相对亮眼，内需制造业企稳、基建托底的背景下，能有效托底房地产的需求下移，我们在钢材年报预计全年粗钢需求增加 1%。出口环比增量有限的情况下，国内需求的正增长来源于基建，一旦资金与项目落实不到位，需求仍存下行风险。

2023 年四季度以来，废钢累积到货同比转正，预计全年废钢到货增加 0.6%，废钢价格涨跌影响回收环节与加工环节的能动性，这或许只是废钢供给波动不规律的因素之一，资源产出主要来源于基建、制造业，市场没有很好的数据支撑，我们只能从平衡表视角对于废钢资源的产出的看法上，更倾向于废钢总量资源不缺，但是需要好的价格与好的需求刺激废钢产出，在下半年下游库存去化相对健康的情况下，钢材价格的上升给了短流程利润，废钢需求持续走高。在碳达峰、碳中和大背景下，钢铁行业推进碳中和的目标是明确的，但政策具备较大的不确定性，但从市场经济角度上看，废钢整体供给有增量，铁矿石供需预期宽松。考虑到废钢供给弹性较大，在上涨过程中废钢将成为铁元素主要边际供给增量，在下跌过程中，铁矿石将成为主要铁元素供给来源，因而铁矿石将形成底部夯实，顶部受库存预期压制的局面。24 年我们认为废钢的供应仍能与需求同步，预计废钢供应能再升 0.8%。基于对于明年需求的测算与废钢的产出变化，预计 24 年铁水平衡点在 246-248 万吨/日。

2024 年铁矿石港口库存可能与 2022 年类似，阶段性有一定的降库可能，但平衡表视角将同比累库 2000-3000 万吨，铁矿石或将走出前高后低的局面。

三、铁矿石 2024 年估值展望

3.1 绝对估值展望

从绝对估值上看，当前铁矿石在低库存下已经来到了 135 美金以上的水平，绝对估值不算低，铁矿石供需预期宽松，大方向将跟随钢材表现，旺季做预期，淡季做现实，考虑到需求端刺激表现还不突出，黑色依然摆脱不了存量需求下的产业博弈。从大的供需宽松的格局视角上看，预估 2024 年普氏均价将有所下移，普氏指数在没有高需求支撑的情况下月度级别维持高位有难度，由于低成本矿山并没有大幅度投产计划，铁矿石将很难跌破主流矿山成本，底部支撑相对夯实，铁矿石将形成上有顶下有底的格局。

图9：24 年预估供需宽松，铁矿上有顶下有底

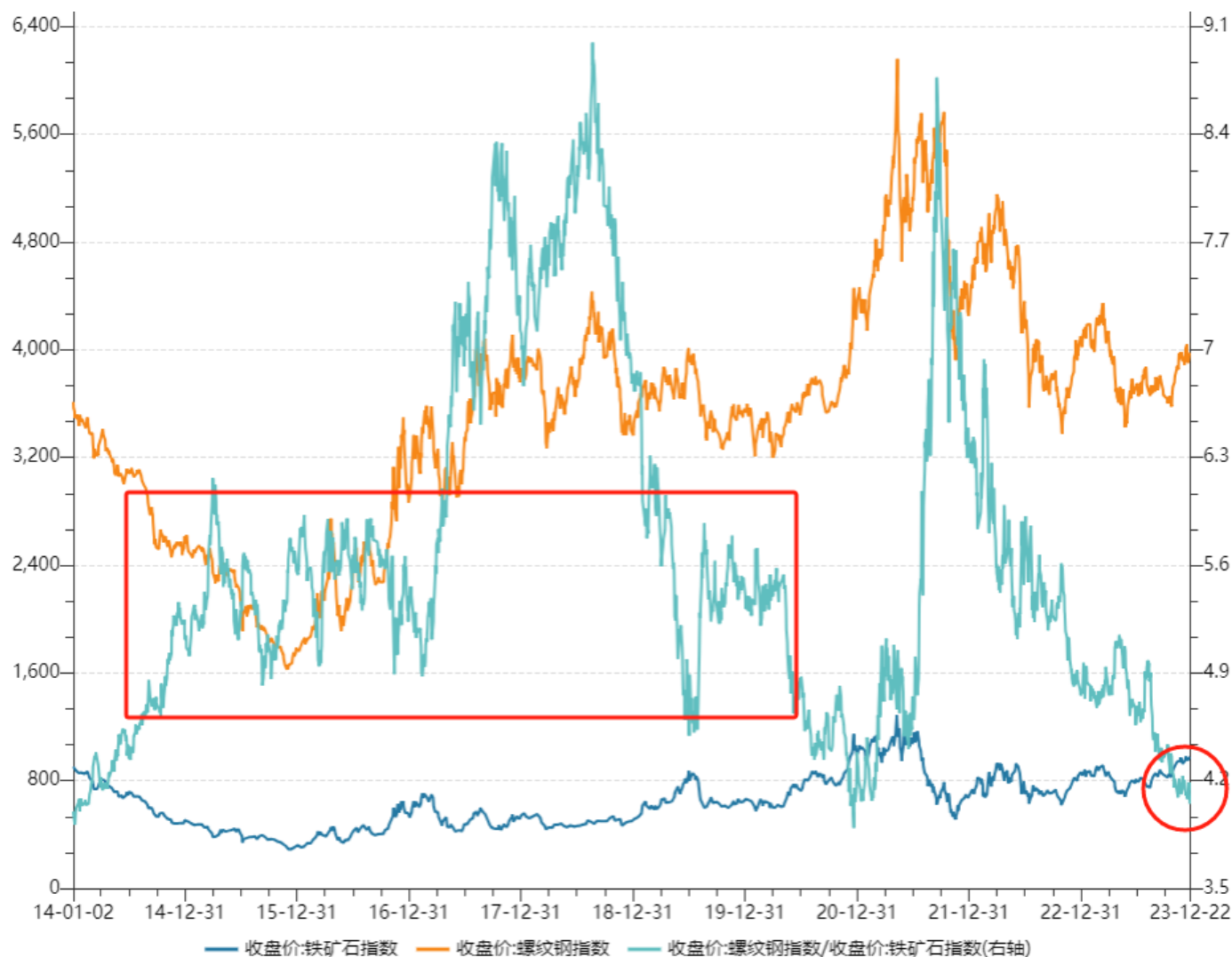


数据来源：Wind，永安期货研究院

3.2 相对估值展望

比价视角上看，铁矿石处于估值中性偏高水平，当前螺矿比走势基本上回归至 2016 年以前水平，13-14 年矿山的大规模投产，螺矿比值上升到 4-5.5 的范围波动，自 16 年供给侧改革以来螺矿比逐渐推升至 9 以上。但随着 19 年矿山矿难灾害不断导致生产不顺，螺矿比值开始逐步下行。截止 12 月 23 日，螺纹与铁矿比值为 4.09，重新回到了 14 年的波动区间。与之对应的则是，铁矿石港口库存与疏港量比值也回落到了历史中低水平，当前铁矿石估值相对偏高。

图10：螺矿比将继续维持 16 年之前的区间



数据来源：Wind

数据来源：Wind，永安期货研究院

展望 2024 年行情，铁矿石短期供需偏紧，但长期供需预期宽松下普氏指数中枢将有所下移，由于矿山投产在低价格下偏刚性，废钢受价格牵制等问题存在，导致铁矿石成本曲线下移速度偏慢，主流矿山成本支撑依然夯实。在强现实基础上 24 年上半年低库存支持铁矿石高位运行，考虑到中期平衡表宽松预期，矿石价格维持高位难度较大，2024 年我们将结合矿山发运与钢厂生产节奏动态看待矿石的走势变化。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。