

澳洲贡献发运增量，高库存贯穿始终

——四大矿山二季度展望

报告要点

结合四大矿山一季度财报，预计二季度四大矿山中澳洲三大矿山将保持矿石发运的持续增长，进而带动全球矿石发运水平在二季度增速水平维持在 3% 以上，对应二季度国内矿石资源到港水平同比增速在 7.9% 水平，国内矿石资源的供给压力不减。与此同时，国内钢企的复产仍将稳步推进，二季度矿石的总库存水平预计升降两难，整体维持在 1.98-2.0 亿吨的高位水平，因此二季度矿石价格将持续受到高库存的抑制作用。

摘要：

虽然 Vale 下半年有新投产项目计划，但 2024 年铁矿年产量目标维持 3.1 至 3.2 亿吨，较 1 月份披露的财报无变化。预计二季度发运量 6500 万吨左右，同比增长-1.5%。

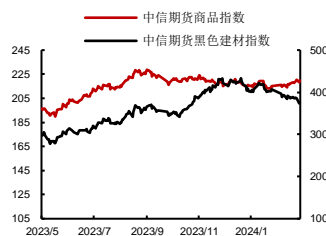
BHP2024 财年的产量目标保持不变，仍为 2.54 至 2.645 亿吨。基于实现财年目标中值水平的考量，预计二季度发运量将达到 7500 万吨以上水平，同比增长 2.3%。

2024 财年 FMG 总发运量目标维持在 1.92-1.97 亿吨不变，但由于一季度遭遇火车脱轨和天气的影响，因此 **FMG 预计发货量实际完成水平将处于该目标范围的下限**。以此测算，二季度的发运量将达到 5600 万吨以上，同比增长 18.2%，5-6 月周度发运基本皆创同期新高。

力拓 2024 年度目标保持不变，Rio 皮尔巴拉铁矿石发货量预计仍为 3.23 至 3.38 亿吨，保持较 2023 年 300 万吨的增量。预计二季度发运量将提升至 7900 万吨，环比增长 1.2%，同比增长 1.5%。

结合四大矿山一季度财报，预计二季度四大矿山中澳洲三大矿山将保持矿石发运的持续增长，进而带动全球矿石发运水平在二季度增速水平维持在 3% 以上，对应二季度国内矿石资源到港水平同比增速在 7.9% 水平，国内矿石资源的

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



黑色建材团队

研究员：

徐轲
从业资格号 F03123846
投资咨询号 Z0019914
xuke@citicsf.com

余典
从业资格号 F03122523
投资咨询号 Z0019832
yudian@citicsf.com

李亚飞
从业资格号 F03106852
投资咨询号 Z0019913
liyafei@citicsf.com

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

供给压力不减。与此同时，国内钢企的复产仍将稳步推进，预计二季度铁水日均产出恢复至 232 万吨水平，较一季度增长 4.6%，但较去年同期水平仍保持了 4.4% 的降幅。鉴于此，二季度矿石的总库存水平预计升降两难，整体维持在 1.98-2.0 亿吨的高位水平，库存同比增速逐渐提升至 15-16% 后保持该水平。因此中期需要关注矿石的库存压力，二季度矿石价格将持续受到高库存的抑制作用。

风险因素：海外矿山供给存在事故、天气、盈亏等因素扰动，钢企复产超预期，政策端利好（上行风险）；粗钢产量调控和降能耗等政策因素导致钢企铁水止增回落、高发运到港下的矿石库存压力进一步增加（下行风险）。

目 录

摘要：	1
一、 四大矿山财年目标不变，二季度发运保持增长	5
1、Vale：年度产出目标不变，二季度发运难以复制一季度高增长	5
2、BHP：产出、发运节奏正常，二季度仍有冲量预期	8
3、FMG：发运匹配目标下限，二季度发运大概率保持同期新高	10
4、Rio：一季度发运减量显著，二季度提高发运水平弥补缺口	11
二、 二季度全球发运回升，国内到港重回高位	13
三、 国内需求保持回升，政策扰动仍需关注	15
四、 二季度后期国内矿石库存压力持续凸显	17
五、 高库存对于矿价的抑制作用贯穿二季度	17
免责声明.....	19

图目录

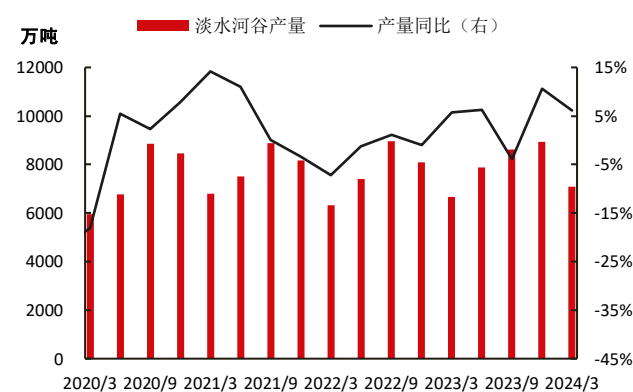
图表 1: Vale 产量（万吨）	5
图表 2: 北部 S11D 项目产量（万吨）	5
图表 3: 巴西北部矿区降雨（毫米）	6
图表 4: 马德里亚角港口矿石发运量（万吨）	6
图表 5: Vale 东南部系统产量（万吨）	6
图表 6: Vale 南部系统产量（万吨）	6
图表 7: Vale 销量（万吨）	7
图表 8: Vale 累计发运增量（万吨）	7
图表 9: Vale 年度目标完成进度（%）	8
图表 10: Vale 二季度发运量预估（万吨）	8
图表 11: BHP 产量（万吨）	8
图表 12: BHP 澳洲矿石产量（万吨）	8
图表 13: BHP 销量（万吨）	9
图表 14: BHP 澳洲矿石累计发运增量（万吨）	9
图表 15: BHP 年度目标完成进度（%）	10
图表 16: BHP 二季度发运量预估（万吨）	10
图表 17: FMG 产量（万吨）	10
图表 18: FMG 矿石发运量（万吨）	10
图表 19: FMG 年度目标完成进度（%）	11
图表 20: FMG 二季度发运量预估（万吨）	11
图表 21: Rio 澳洲产量（万吨）	12
图表 22: Rio 矿石发运量（万吨）	12
图表 23: Rio 年度目标完成进度（%）	13
图表 24: Rio 二季度发运量预估（万吨）	13
图表 25: 四大矿山二季度发运量预估（万吨）	13
图表 26: 非主流矿山累计发运增量（万吨）	13
图表 27: 南非铁矿石发运（万吨）	14
图表 28: 印度铁矿石发运（万吨）	14
图表 29: 乌克兰铁矿石发运（万吨）	14
图表 30: 非主流矿山发运预估（万吨）	14
图表 31: 全球矿山发运预估（万吨）	15
图表 32: 国内进口矿到港预估（万吨）	15
图表 33: 巴西矿石资源到港预估（万吨）	15
图表 34: 澳洲矿石资源到港预估（万吨）	15
图表 35: 螺纹、热卷生产利润（元/吨）	16
图表 36: 钢材表观需求量（万吨）	16
图表 37: 政策刺激下矿石价格表现（美元/吨）	16
图表 38: 二季度钢企检修复产影响量（万吨/天）	16
图表 39: 二季度国内铁水产量预估（万吨/天）	17
图表 40: 二季度国内样本进口矿总库存预估（万吨）	17

一、四大矿山财年目标不变，二季度发运保持增长

1、Vale：年度产出目标不变，二季度发运难以复制一季度高增长

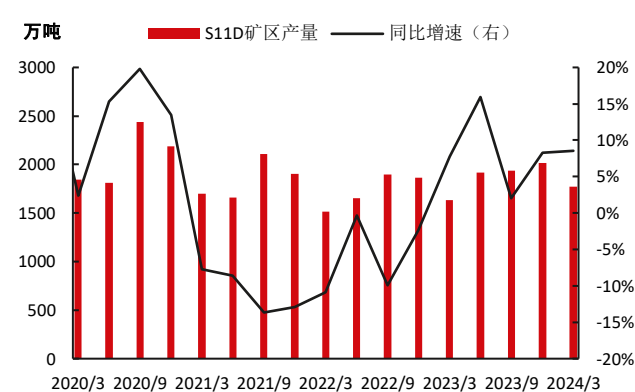
2024 年第一季度，铁矿石产量达到 7080 万吨，同比增长 406 万吨，增速 6.1%，产出的增加得益于 S11D 运营业绩提升、持续实施资产可靠性措施以及第三方采购量增长。此外，球团精粉供应量的增长，使得球团产量达到 847 万吨，同比增长 1.8%。具体来看各大主产区的生产情况：

图表1：Vale 产量（万吨）



资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

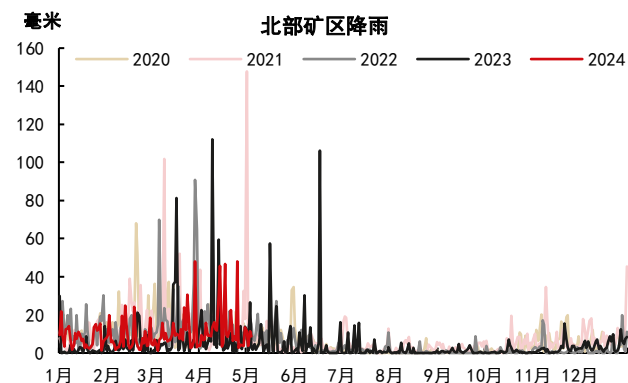
图表2：北部 S11D 项目产量（万吨）



资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

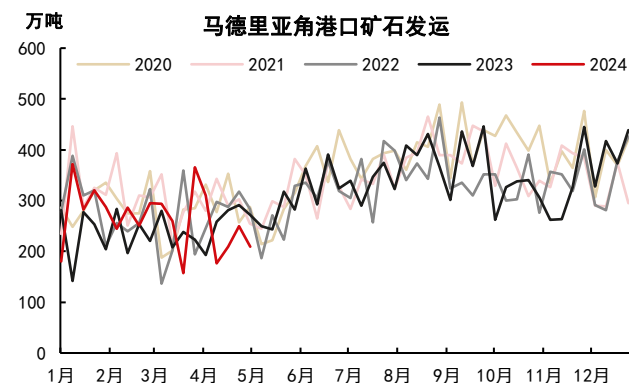
北部系统：S11D 产出创 2020 年以来同期新高，1771 万吨，同比增产 139 万吨，增速 8.5%，核心在于资本的持续投入以确保一季度矿山的正常运行，此外，**一季度北部矿区降雨平稳，未对矿石的生产带来负面影响。**公司的资本投入不仅体现在生产端，运输端亦是如此，对货物进行湿度管理，降低了港口作业带来的损耗，**一季度马德里亚角港口的发运量 3594 万吨，同比增长 550 万吨，增幅 17%。**

图表3：巴西北部矿区降雨（毫米）



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

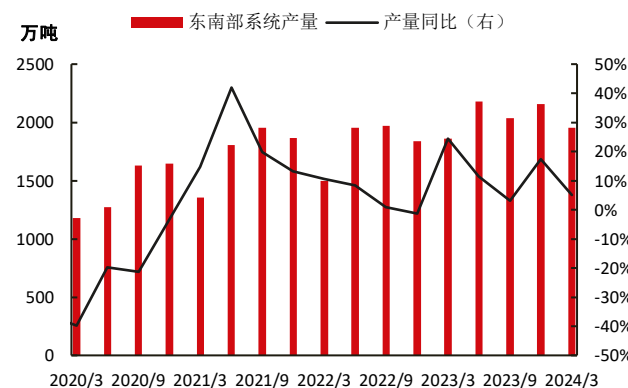
图表4：马德里亚角港口矿石发运量（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

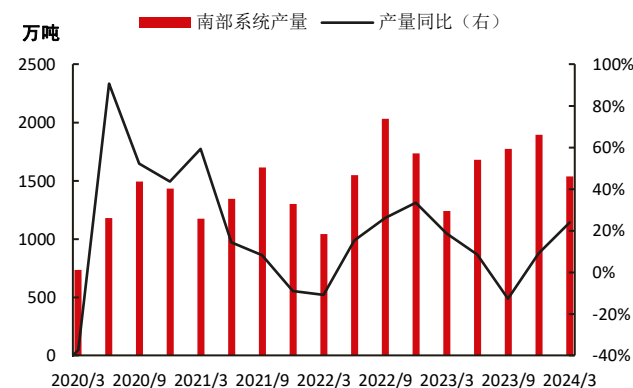
东南部系统：总产出达到 1956 万吨，同比增加 95.7 万吨，增速 5.1%，主要原因是 Brucutu 和 Timbopeba 工厂的稳健运营表现，以及更高的第三方采购量。但由于阿莱格里亚 (Alegria) 工厂通过调整产量以提高矿石加工质量，影响了总产量。

图表5：Vale 东南部系统产量（万吨）



资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

图表6：Vale 南部系统产量（万吨）



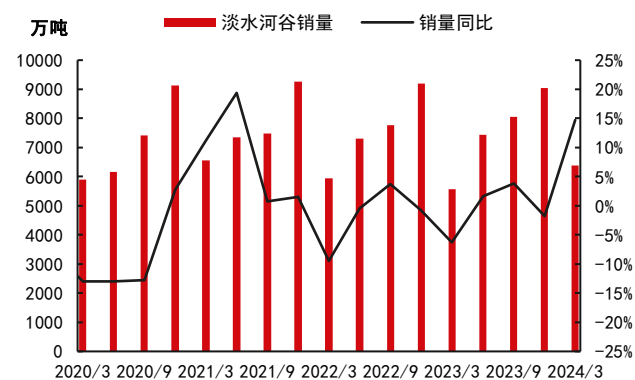
资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

南部系统：产量 1535 万吨，同比增加 290 万吨，增速 23.8%，主要原因是 Vargem Grande 和 Mutuca 的生产更加稳定，最大限度减少降雨影响的举措取得了成效，以及第三方采购量增加。

一季度铁矿石销量达到 6383 万吨，同比增长 817 万吨，增速 14.7%。对比一季度发运量来看，整体完成发运 6100 多万吨，同比增长 800 多万吨，增速超过

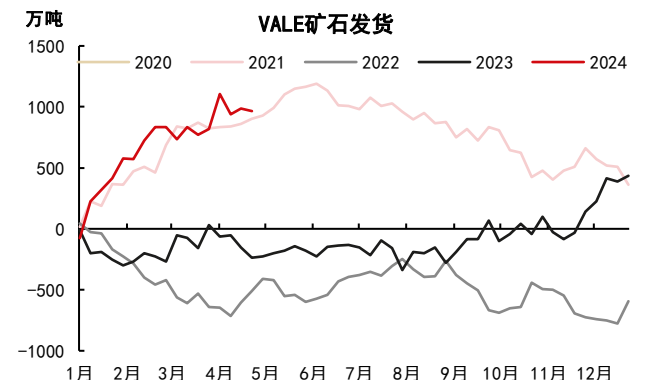
15%，基本与销量保持一致。

图表7：Vale 销量（万吨）



资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

图表8：Vale 累计发运增量（万吨）

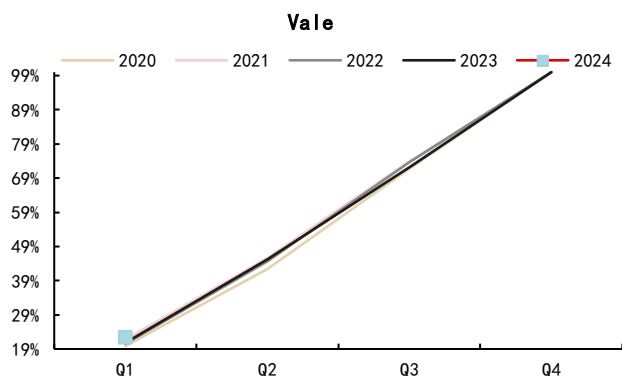


资料来源：Mysteel 中信期货研究所

淡水河谷新增产能项目主要包括 **S11D 产能扩建项目**，旨在将 S11D 的年产能提高 2000 万吨至 1.2 亿吨，但该项目的投产周期偏长，预计于 2026 年下半年完成。投产时间更近的是计划于 2024 年下半年投产的**北方系统 240 Mtpy 项目**，预计释放产能 1000 万吨。**东南部系统 Capanema 项目**预计 2025 年第一季度投产，预计将带来 1800 万吨的产能增量。

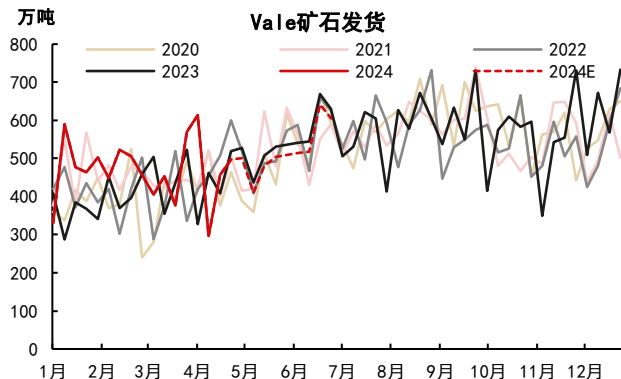
虽然下半年有新投产项目计划，但 **2024 年铁矿年产量目标维持 3.1 至 3.2 亿吨**，球团目标产量 3800 至 4200 万吨，较 1 月份披露的财报无变化。以产量目标中值测算，**一季度产出完成进度为 22.5%**，明显高出近年同期的水平。鉴于在一季度产出发运实现同比增长的背景下，淡水河谷依然在一季报中维持了与 2023 年相同的生产目标，因此预计淡水河谷后期存在控制生产发运节奏的可能，此外，二季度北部矿区仍有降雨扰动的预期，北部发运港口较长周期受强降雨扰动，共同主导淡水河谷发运水平在二季度难以保持一季度的高增长，以匹配年度目标中值测算，**预计二季度发运量 6500 万吨左右，同比增长 -1.5%**。

图表9：Vale 年度目标完成进度（%）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表10：Vale 二季度发运量预估（万吨）

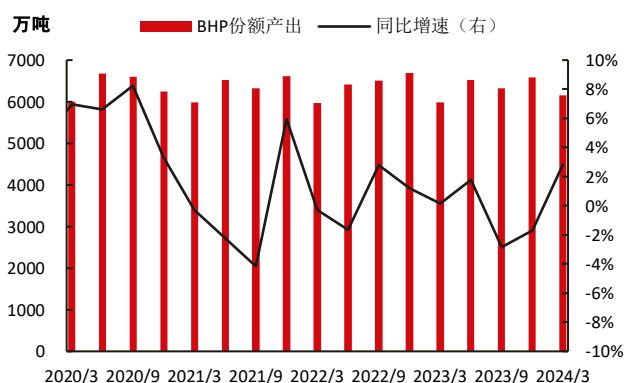


资料来源：Mysteel 中信期货研究所

2、BHP：产出、发运节奏正常，二季度仍有冲量预期

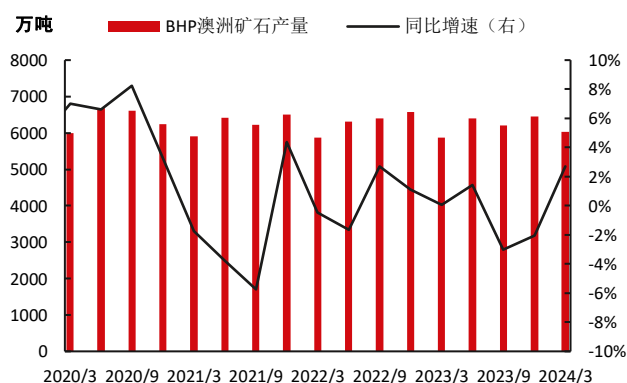
一季度铁矿石产量 6150 万吨，同比增长 3%。财年内三个季度累计产出 1.9 亿吨，同比下降 1%。受澳洲发运季节性规律扰动，一季度发运量环比 2023 年四季度下降 7%，但 BHP 仍然通过同比增产来达成财年产出目标，使得财年累计产出增速降幅收窄 1 个百分点。具体来看：

图表11：BHP 产量（万吨）



资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

图表12：BHP 澳洲矿石产量（万吨）



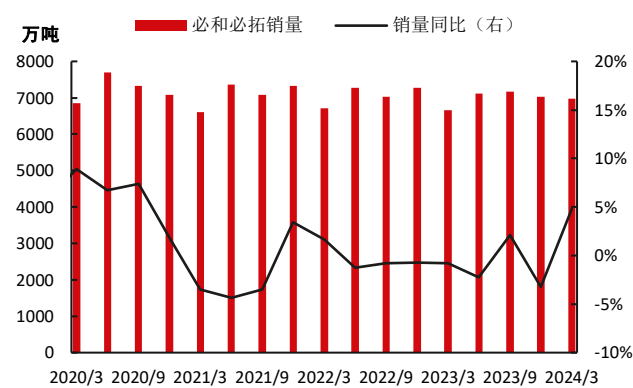
资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

WAIO：一季度西澳天气因素多变，除了飓风、降雨等季节性天气影响因素外，杨迪矿区附近发生的森林火灾，对矿区生产带来阶段性影响，以及铁路技术计划（RTP1）相关活动仍在进行中，同样对矿区的生产构成扰动。一季度澳洲矿石总产出达到 6029 万吨，环比减产 6%，同比增产 2.6%。

Samarco: 由于选矿厂产量提高，一季度产出 117 万吨，同比增加 12%，财年前三季度累计产出 370 万吨，同比增加 13%。

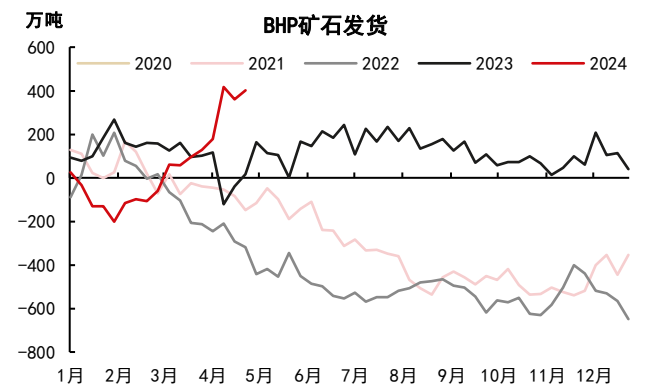
销量整体表现略强于产出，一季度 WAI0 铁矿石销售 6186 万吨，同比增长 4.4%，财年内三个季度累计销售 1.88 亿吨，同比增长 1%，Samarco 的累计销量也达到了 372 万吨，同比增长 11%。一季度 BHP 澳洲矿石发运量超过 6900 万吨，同比增长 1.9%，财年内三个季度累计发运 2.1 亿吨，基本与同期持平。

图表13：BHP 销量（万吨）



资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

图表14：BHP 澳洲矿石累计发运增量（万吨）

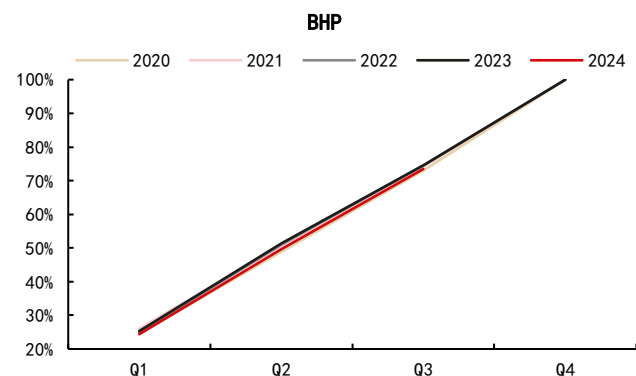


资料来源：Mysteel 中信期货研究所

项目进展方面，**南坡项目**仍将按计划于 24 财年末达到年产 8000 万吨（100% 基准）的满负荷生产。**港口脱瓶颈项目（PDP1）**已于 2023 年 12 月投产，提升工作仍将按计划于 24 财年完成。此外，截止一季度末，BHP 巴西公司通过 Renova 基金会已花费约 370 亿雷亚尔（约合 77.1 亿美元）进行了全面的修复和赔偿项目，**受溃坝事件影响地区的安置工作目前已完成约 85%**。当前，Samarco 溃坝事件谈判仍在进行中，尚未就和解金额或条款达成最终协议。

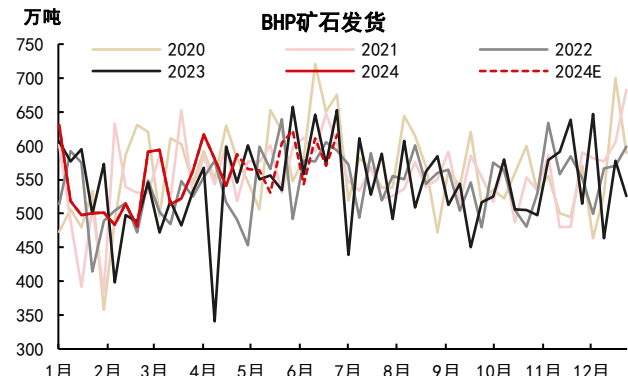
2024 财年的产量目标保持不变，仍为 2.54 至 2.645 亿吨。一季度末已完成目标中值的 73.5%，略低于近年同期水平 1 个百分点，差距并不明显。而发运水平方面，参考 2023 财年的发运量，2024 财年前三季度完成 73.8%，基本与产出完成度一致。基于实现财年目标中值水平的考量，**预计二季度发运量将达到 7500 万吨以上水平，同比增长 2.3%。**

图表15：BHP 年度目标完成进度（%）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表16：BHP 二季度发运量预估（万吨）

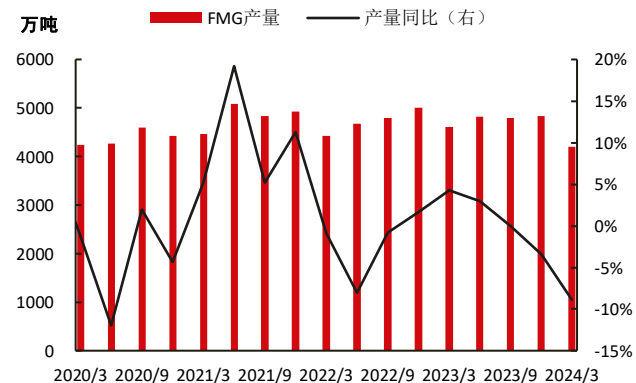


资料来源：Mysteel 中信期货研究所

3、FMG：发运匹配目标下限，二季度发运大概率保持同期新高

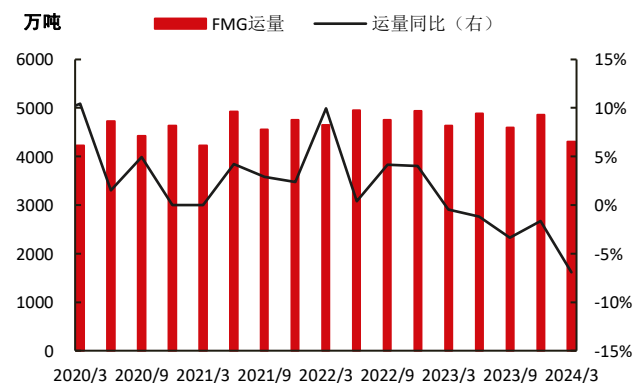
由于加蓬的贝林加项目本季度仍在勘探过程中、暂无铁矿发运，因此生产运营情况继续聚焦澳洲产区，一季度澳洲铁矿石开采、加工以及发运量分别为 4660、4240 和 4330 万吨，环比皆有 11-15%下滑，同比下滑 6-8%，下降的原因一方面在于年初的火车脱轨事故导致 FMG 发运一直处于同期偏低水平、且这一状态持续至 2 月上旬；另一方面，2 月中旬以来，先后经历了 3 次飓风扰动，导致发运进度偏慢，截止 2 月末，财年累计发运量仅完成财年目标最低值的 62%，为了弥补 1-2 月事故、天气因素对发运进度的拖累，3 月 FMG 加大发货力度，当月发运量达到 1870 万吨，创单月新高。

图表17：FMG 产量（万吨）



资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

图表18：FMG 矿石发运量（万吨）

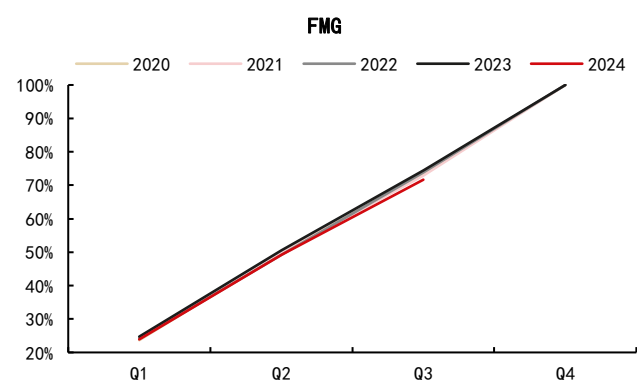


资料来源：公司官网 Mysteel 中信期货研究所

项目进展方面，一季度雨季过后，皮尔巴拉的铁矿石勘探已重新启动，重点是明迪南（Mindy South）和怀特奈特（White Knight）的钻探项目。此外，近矿勘探仍然是所罗门和奇切斯特枢纽的重点。加蓬贝林加铁矿项目勘探研究活动持续增加。迄今为止，已钻探了超过 22000 米的反循环和 4500 米的金刚石岩心，预计 2024 年贡献的发运量将在 200 万吨水平。

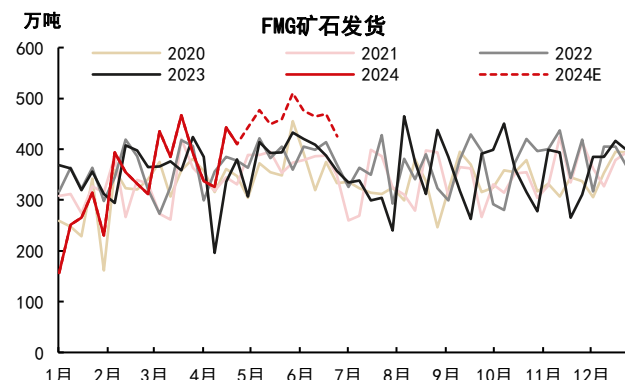
2024 财年总发运量目标维持在 1.92-1.97 亿吨不变，但由于一季度遭遇火车脱轨和天气的影响，因此 FMG 预计发货量实际完成水平将处于该目标范围的下限。以目标下限为参考，财年前三个季度完成目标进度的 71.7%，慢于近年同期水平约 2 个百分点。鉴于 3 月份 FMG 已经通过实际增加发运的行动来弥补前期减量，因此以目标下限测算，二季度的发运量将达到 5600 万吨以上，同比增长 18.2%，5-6 月周度发运基本皆创同期新高。

图表19：FMG 年度目标完成进度（%）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表20：FMG 二季度发运量预估（万吨）

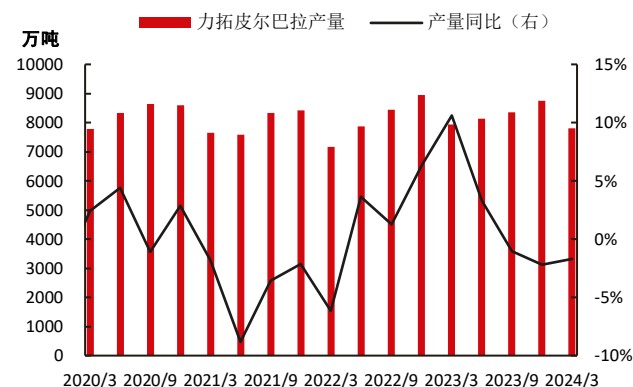


资料来源：Mysteel 中信期货研究所

4、Rio：一季度发运减量显著，二季度提高发运水平弥补缺口

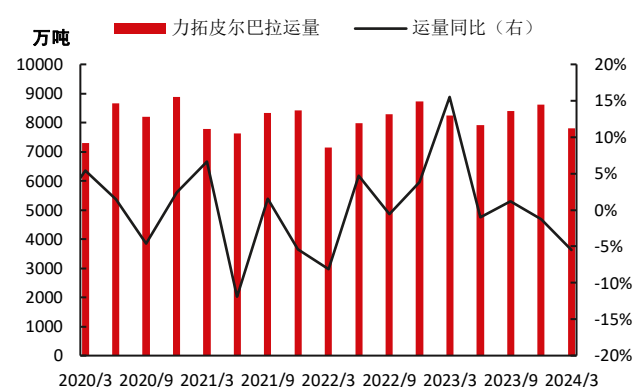
一季度澳洲皮尔巴拉矿区的产量为 7790 万吨（力拓份额为 6610 万吨），同比下降 2%，计划中的矿石损耗（主要是杨迪的损耗）被其他业务的生产率提升部分抵消。一季度发运量为 7800 万吨（力拓占 6610 万吨），同比下降幅度超过产量，达到-5%， 在于 2 月中旬以来的持续的飓风扰动。

图表21: Rio 澳洲产量（万吨）



资料来源: 公司官网 Mysteel 中信期货研究所

图表22: Rio 矿石发运量（万吨）



资料来源: 公司官网 Mysteel 中信期货研究所

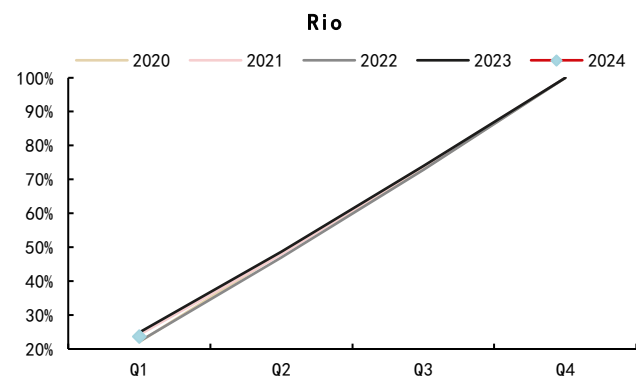
除了澳洲外，力拓在加拿大的公司一季度精粉以及球团合计产出达到 445 万吨（力拓份额为 261 万吨），相较澳洲矿区产出以及发运的下降，加拿大精粉以及球团产出实现 3.4% 增长。且一季度发运量为 452 万吨，增速高达 24.7%。核心在于加拿大矿区铁路和港口运营稳定性提高，以及铁矿装载效率提升。

项目进展方面，西坡项目（Western Range）矿山建设现已完成 50% 以上、第一批矿石仍按计划于 2025 年开采。此外，继续推进下一批皮尔巴拉矿山替代研究，包括 Hope Downs1（Hope Downs2 和 Bedded Hilltop）、Brockman4（Brockman Syncline1）、Greater Nammuldi 和 West Angelas 项目。Rhodes Ridge 预可行性研究（PFS）继续取得进展，包括资源评估活动。预可行性研究的初始产能目标为每年 4000 万吨，待相关批准后预计将于 2025 年底完成。随后将进行可行性研究。预计将在 2030 年前开采出第一批矿石。

力拓在几内亚的西芒杜项目预计将于 2025 年首次投产，并在 30 个月内提升至每年 6000 万吨的年产能（力拓所占份额为每年 2700 万吨）。矿区的土方工程进展顺利，包括完成了 18 公里机场通道的清理工作。初级破碎机的施工建设也已开始。

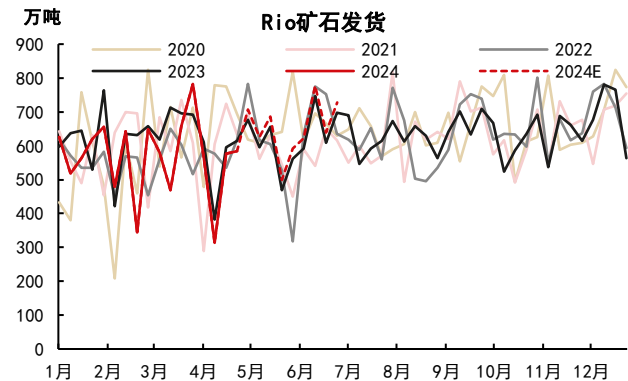
2024 年度目标保持不变，皮尔巴拉铁矿石发货量预计仍为 3.23 至 3.38 亿吨，保持较 2023 年 300 万吨的增量。然而一季度的实际发运量不增反降，此举无疑增加接下来三个季度发运增量的预期，鉴于一季度的同比减量在 450 万吨，则在接下来三个季度合计需要实现 750 万吨的发运增量，压力并不明显，预计二季度发运量将提升至 7900 万吨，环比增长 1.2%，同比增长 1.5%。

图表23：Rio 年度目标完成进度（%）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

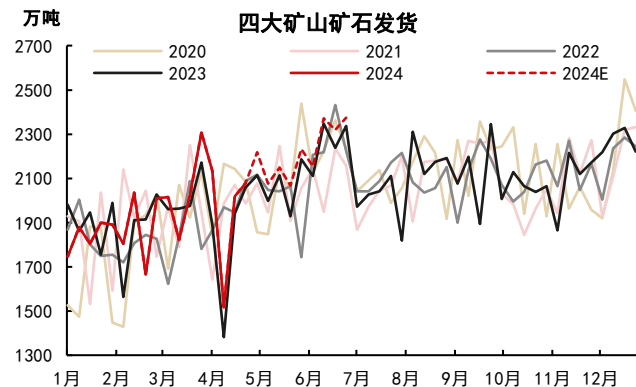
图表24：Rio 二季度发运量预估（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

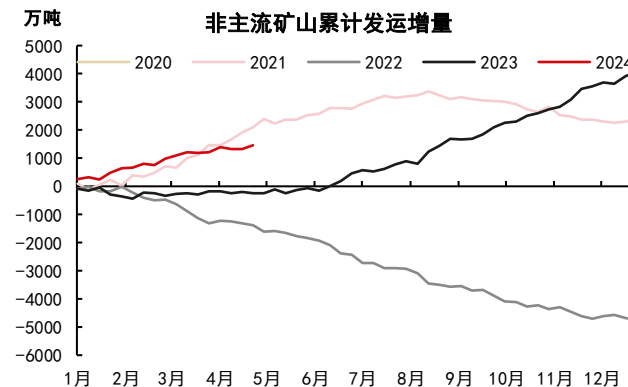
综合四大矿山二季度的发运预期，二季度合计发运将达到 2.7 亿吨，同比增速 4%，其中 FMG 贡献显著。

图表25：四大矿山二季度发运量预估（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表26：非主流矿山累计发运增量（万吨）



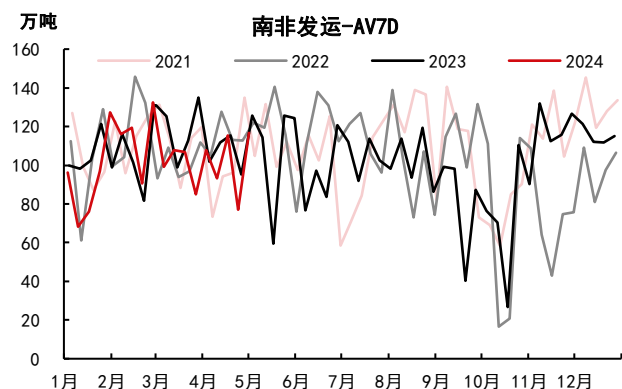
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

二、 二季度全球发运回升，国内到港重回高位

一季度非主流矿山整体发运情况好于四大矿山，合计发运 1.2 亿吨，增速超过 10%，占全球矿石发运的比重为 33%，在四大矿山发运不佳的情况下，非主流矿石继续贡献增量，其中以南非、印度、乌克兰增量较为明显。非主流发运增量，一方面得益于年初 140 美金高矿价的支撑，另一方面，巴西、南非仍有矿山项目增产，俄乌局势缓和同样利好乌克兰发运的恢复。后期来看，预计二季度非主流矿山难以保持一季度的优势，除了四大矿山发运增量和冲量挤占非主流矿山发运

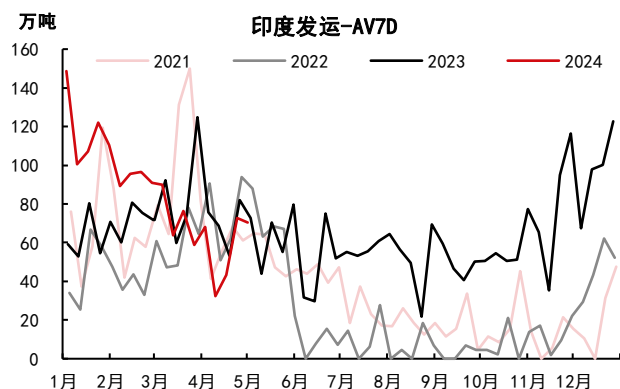
量外，澳洲、瑞典矿山 2024 年减产合计在 800 万吨，将对冲其他非主流矿山的增量，此外，矿石价目前整体运行在 120 美元下方，对于年初的 140 美元，将导致理论上 3000-4000 万吨产能因亏损而退出，鉴于此，预计二季度非主流矿山发运水平将维持在 1.2 亿吨水平，环比一季度发运水平略有下降，同比增速将明显下滑至 1%左右，重回 2023 年增加发运前的水平。

图表27：南非铁矿石发运（万吨）



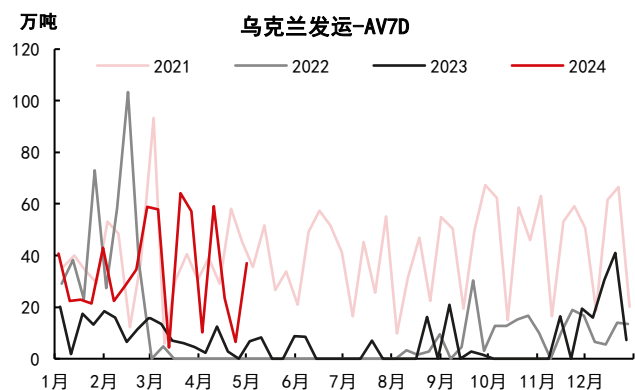
资料来源：路透 中信期货研究所

图表28：印度铁矿石发运（万吨）



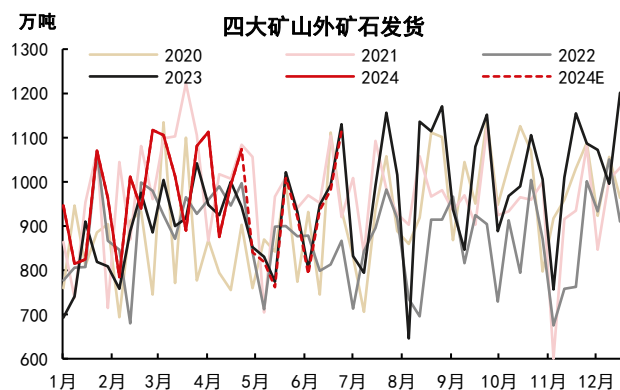
资料来源：路透 中信期货研究所

图表29：乌克兰铁矿石发运（万吨）



资料来源：路透 中信期货研究所

图表30：非主流矿山发运预估（万吨）

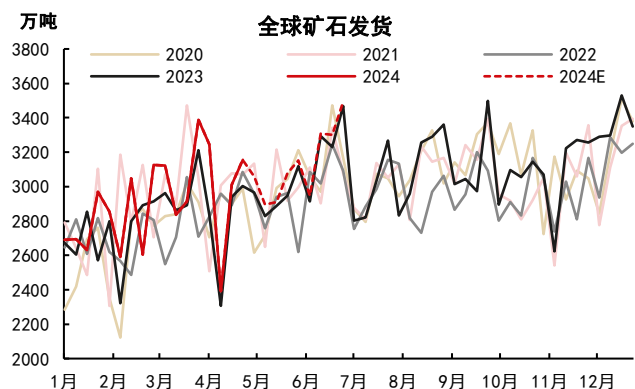


资料来源：Mysteel 中信期货研究所

综合四大矿山与非主流矿山的二季度发运预估，预计二季度全球矿石发运水平接近 4 亿吨水平，同比增长 3.1%，同比增速水平基本与一季度持平，但从结构上来看，四大矿山将成为贡献发运增量的主力。结合矿山发运中国的比例与船期，预计二季度国内矿石到港量将维持在 3 亿吨以上水平，同比增长 7.9%。得益于

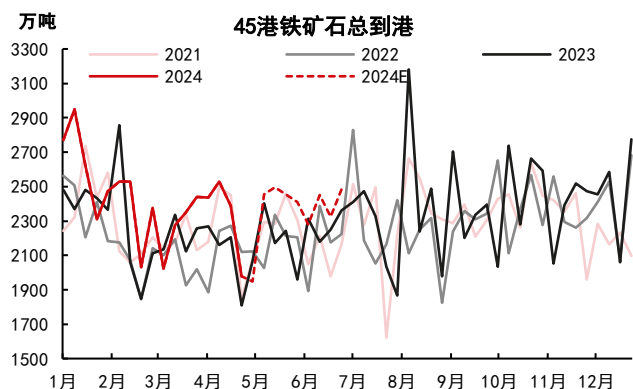
3-4 月份巴西矿石的高发运水平, 预计巴西矿石资源二季度到港量将超过 5500 万吨, 同比增长 17%, 增速水平远高于其他国家。同时随着澳洲主流矿山发运的持续回升, 预计澳洲整体二季度到港量将超过 2.1 亿吨, 增速恢复至 6% 以上。

图表31：全球矿山发运预估（万吨）



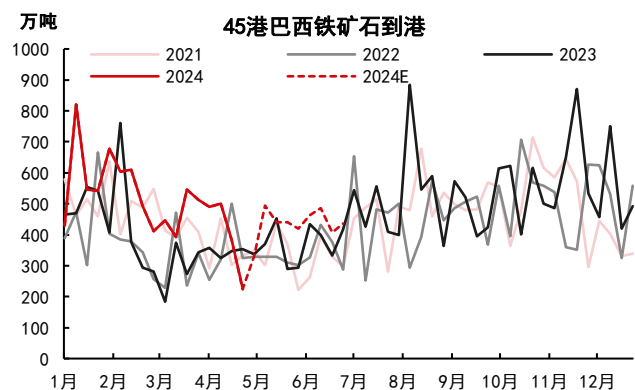
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表32：国内进口矿到港预估（万吨）



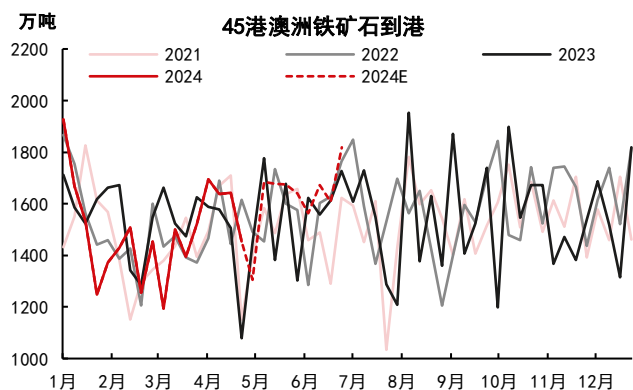
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表33：巴西矿石资源到港预估（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表34：澳洲矿石资源到港预估（万吨）



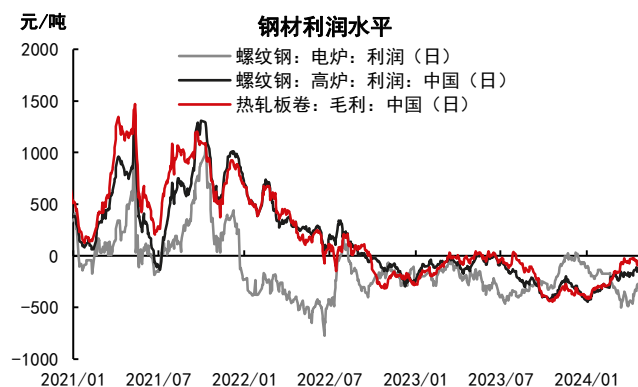
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

三、国内需求保持回升，政策扰动仍需关注

在二季度到港水平维持高位的背景下, 国内矿石需求端同样迎来阶段性的改善。一季度黑色金属板块的整体下行过程中, 再现了原料价格弹性强于成品材的特征, 其结果是钢企的炼钢利润一季度悄然回升, 以螺纹、热卷为例, 利润改善的空间在 250-350 元/吨, 利润改善叠加需求端边际向好, 钢企复产动力充足, 4 月铁水的日均产出从 223 万吨水平持续恢复至 230 万吨水平, 显著提升矿石需求。

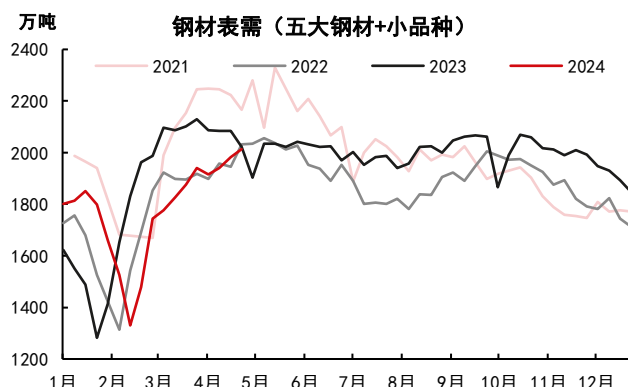
后期来看，一方面，政策端继续给予行业终端需求向好的预期，结合钢企的检修复产计划，二季度整体铁水产出保持回升的势头不变；但另一方面，在经历4月份的价格反弹后，钢厂利润再度呈现压缩，叠加进入传统淡季的影响，预计铁水进一步增产的空间以及节奏难以复制4月份的水平，尤其是在进入5月中下旬后，预计钢企复产的力度将明显转弱。同时鉴于政策层面，仍有关于“降能耗”、“粗钢产出调控”的预期，因此不排除政策的出台导致铁水增产不及预期情况的发生。在暂不考虑政策影响，预计二季度铁水日均产出恢复至232万吨水平，环比一季度均值提升4.6%，但较去年同期仍有4.4%的减产空间。

图表35：螺纹、热卷生产利润（元/吨）



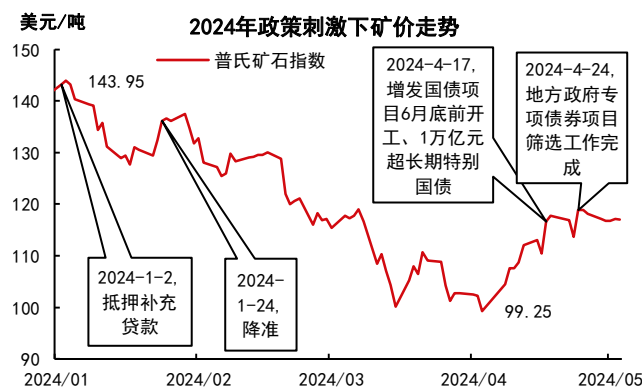
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表36：钢材表观需求量（万吨）



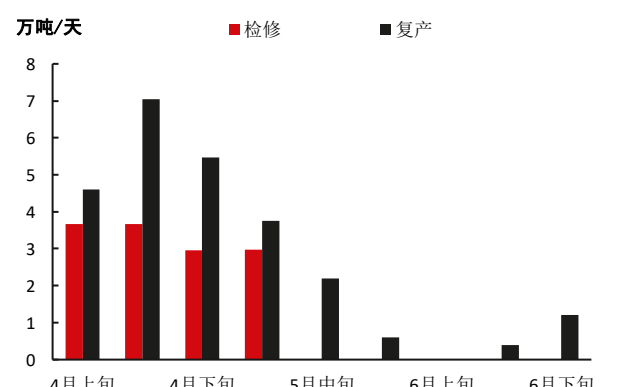
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表37：政策刺激下矿石价格表现（美元/吨）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表38：二季度钢企检修复产影响量（万吨/天）

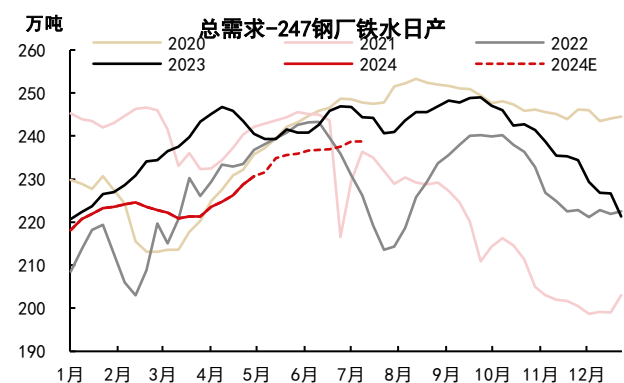


资料来源：Mysteel SMM 中信期货研究所

四、 二季度后期国内矿石库存压力持续凸显

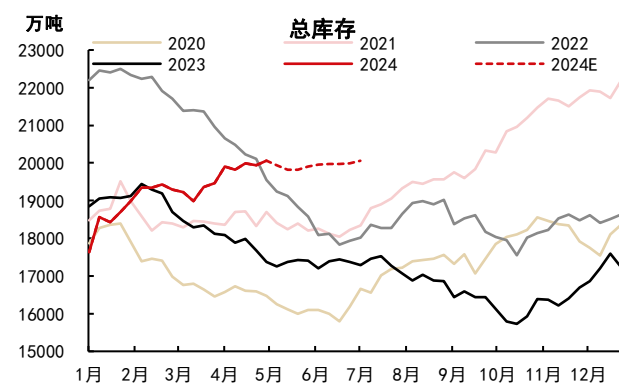
得益于4月份矿石的供给节奏受到扰动呈现阶段性发运、到港大幅下滑，以及国内钢企复产稳稳抬升矿石的需求，期间矿石的整体库存水平呈现较为明显的增库放缓，根据测算4月国内样本进口矿总库存维持在1.99-2.0亿吨水平，变化不明显，此前一季度这一库存水平从1.76亿吨攀升至1.94亿吨。后期来看，4月供给的缺口，将在5-6月得到回补，同时铁水的产出保持稳健回升，在此供需格局的作用下，矿石去库仍然难觅，但库存进一步攀升的概率同样偏低，大概率总库存水平继续在1.98-2.0亿吨区间横向运行，则在二季度的后半段周期中，矿石库存将持续处于近5年同期高位，由于缺乏去库动力，库存的同期增速将保持在15-16%水平。

图表39： 二季度国内铁水产量预估（万吨/天）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表40： 二季度国内样本进口矿总库存预估（万吨）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

五、 高库存对于矿价的抑制作用贯穿二季度

综上，结合四大矿山一季度财报，预计二季度四大矿山中澳洲三大矿山将保持矿石发运的持续增长，进而带动全球矿石发运水平在二季度增速水平维持在3%以上，对应二季度国内矿石资源到港水平同比增速在7.9%水平，国内矿石资源的供给压力不减。与此同时，国内钢企的复产仍将稳步推进，预计二季度铁水日均产出恢复至232万吨水平，较一季度增长4.6%，但较去年同期水平仍保持了4.4%的降幅。鉴于此，二季度矿石的总库存水平预计升降两难，整体维持在1.98-2.0亿吨的高位水平，库存同比增速逐渐提升至15-16%后保持该水平。因此中期需要关注矿石的库存压力，二季度矿石价格将持续受到高库存的抑制作用。

风险因素：海外矿山供给存在事故、天气、盈亏等因素扰动，钢企复产超预期，政策端利好（上行风险）；粗钢产量调控和降能耗等政策因素导致钢企铁水止增回落、高发运到港下的矿石库存压力进一步增加（下行风险）。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>