



2024 年 11 月 01 日

整体供给依然宽松，国内累库驱动犹存

——四大矿山 2024 年三季度报解读

张广硕

投资咨询从业资格号：Z0020198

zhangguangshuo025993@gtjas.com

马亮

投资咨询从业资格号：Z0012837

maliang015104@gtjas.com

报告导读：

根据海外铁矿石四大矿山公布的 2024 年第三季度运营报告显示，四大矿山该季度产（运）量合计（headline numbers）为 2.87 亿吨，同比增长 3.1%，其中，淡水河谷单季度产量突破 9000 万吨；力拓依然是本季度同比产量增幅最小的矿山，同比增长不到 1%；对于必和必拓和福德士河来说，上季度冲量结束后，FY25 财年的第一个季度环比均出现不同程度的下降，但好在同比仍然实现一定增量。

巴西方面，淡水河谷的表现在今年可谓格外亮眼。Vargem Grande 也于 9 月份提前投产，预计公司四季度产量或将延续强势表现。另外，随着北部系统增量的进一步兑现，公司之前面临的结构性问题也有望进一步改善。澳大利亚方面，必和必拓与福德士河在进入新的财年后，之前的冲量趋势显著回落，但在港口物流设施项目（必和必拓）和铁桥矿区项目（福德士河）顺利投产并进入产能爬坡的帮助下，两家矿山在 FY25 财年的第一个季度还是取得了一定的产运同比增量；但反观力拓，其前皮尔巴拉前三季度累计产量已低于去年同期，好在其运量已完成全年运量指导区间下沿的 75%。

展望未来，考虑到淡水河谷 Vargem Grande 矿区产能恢复项目投产后带来的南部系统增量，必和必拓和福德士河的港口物流项目和铁桥项目进入产能爬坡阶段所带来的产运增量，以及力拓年底可能出现的冲量趋势，预计四季度主流矿整体仍能实现稳中有增的表现。

目录

1. 四大矿山 2024 自然年三季度运营情况概览..... 3

2. 四大矿山季报重点内容解读..... 4

 2.1 淡水河谷（Vale）——Vargem Grande 投产，产量与质量双双改善..... 4

 2.1.1 整体情况概述..... 4

 2.1.2 运营情况详细介绍..... 5

 2.2 力拓（Rio Tinto）——产能置换尚未落地，SP10 品类占比持续提升..... 8

 2.2.1 整体情况概述..... 8

 2.2.2 运营情况详细介绍..... 8

 2.3 必和必拓（BHP）——港口物流项目与南坡持续发力，Q3 产量同比持续增长..... 10

 2.3.1 整体情况概述..... 10

 2.3.2 运营情况详细介绍..... 10

 2.4 福德士河（Fortescue）——FY25 开局表现良好，发运量创同季历史新高..... 12

 2.4.1 整体情况概述..... 12

 2.4.2 运营情况详细介绍..... 12

3. 总结：未来增量预期仍存，预计四季度产运重心靠后..... 14

(正文)

1. 四大矿山 2024 自然年三季度运营情况概览

根据海外铁矿石四大矿山公布的 2024 年第三季度运营报告显示, 四大矿山该季度产(运)量合计(headline numbers)为 2.87 亿吨, 同比增长 3.1%, 其中淡水河谷单季度产量突破 9000 万吨, 录得三季度最大同比增幅。力拓依然是本季度同比产量增幅最小的矿山, 同比增长不到 1%, 前三季度累计同比下降 1.0%。对于必和必拓和福德士河来说, 上季度冲量结束后, FY25 财年的第一个季度环比均出现不同程度的下降, 但好在同比表现较为稳定, 并未出现超出预期的同比减量。

表 1: 四大矿山 3Q24 产量(发运量)表现

公司名称(单位:万吨)	3Q24	3Q23	2Q24	同比	环比	9M24	9M23	同比
淡水河谷 - 铁矿产量	9097.1	8623.8	8059.8	5.5%	12.9%	24239.5	23175.5	4.6%
力拓 - 皮尔巴拉矿区全部产量	8406.6	8348.4	7948.1	0.7%	5.8%	24148.5	24403.1	-1.0%
必和必拓 - 权益产量	6464.8	6323.5	6921.4	2.2%	-6.6%	19533.5	18830.3	3.7%
福德士河 - 发运量	4770.0	4590.0	5370.0	3.9%	-11.2%	14470.0	14110.0	2.6%
合计	28738.5	27885.7	28299.3	3.1%	1.6%	82391.5	80518.9	2.3%

资料来源: 各公司官网, Mysteel, 国泰君安期货研究

淡水河谷终于上调了官方给予的全年产量指导区间, 我们认为, 该调整对于上半年淡水河谷的生产表现来说, 宣布得较为滞后, 但也基本符合集团相对保守的预期引导方式。淡水河谷前三个季度累计产量达 2.42 亿吨, 已完成指导区间下沿量级的 75.0%。力拓虽然三季度表现并不亮眼, 但也未对全年产量指导进行任何调整, 目前前三季度累计运量达 2.43 亿吨, 完成了指导区间下沿的 75.2%。对于 BHP 和 Fortescue 来说, 物流项目与矿山项目接下来的产能爬坡节奏或影响其接下来的产运表现, 但前三季度两矿山累计产量增幅均在 3% 水平附近, 这也基本符合市场对于主流矿的全年增量预期。

表 2: 四大矿山年度产(运)量目标更新情况

公司名称(单位:亿吨)	3Q24	2Q24	较之前变化	备注
淡水河谷 - 产量	3.23-3.30	3.10-3.20	上调	最新指导区间属 2024 自然年
力拓 - 皮尔巴拉矿区发运量	3.23-3.38	3.23-3.38	无	最新指导区间属 2024 自然年
必和必拓 - WAI0 全部产量	2.82-2.94	2.82-2.94	无	最新指导区间属 2025 财年
必和必拓 - Sarmaco 权益产量	0.050-0.055	0.050-0.055	无	最新指导区间属 2025 财年
福德士河 - 发运量	1.90-2.00	1.90-2.00	无	最新指导区间属 2025 财年(其中包含铁桥项目的 500-900 万吨)

资料来源: 各公司官网, Mysteel, 国泰君安期货研究

2. 四大矿山季报重点内容解读

2.1 淡水河谷 (Vale) ——Vargem Grande 投产，产量与质量双双改善

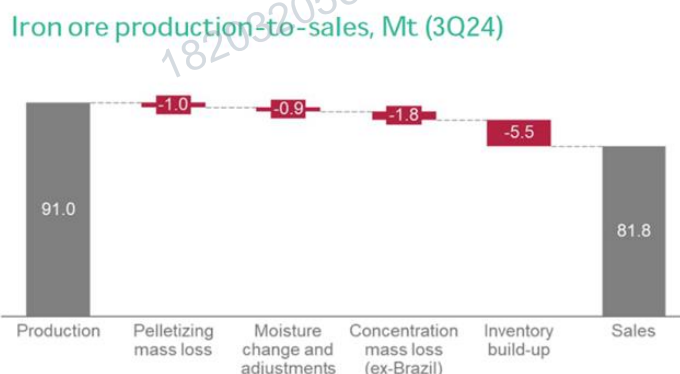
2.1.1 整体情况概述

淡水河谷进入下半年后产运量继续发力，三季度产量录得 **9097.1 万吨**，创下 2018 年四季度以来的单季度最高产量，较 2023 年同期增幅约 5.5%。产量大增的背后主要是来自 S11D 矿区生产增量的持续兑现，以及 Itabira 和 Brucutu 矿区的优异表现。三季度球团产量也突破 **1000 万吨**，录得 **1036.3 万吨**，同比增幅高达 **12.9%**。

集团之前在当地时间 9 月 11 日曾发布公告，表示将产量的指导区间提升至 3.23-3.30 亿吨。我们认为，该调整对于上半年淡水河谷的生产表现来说，宣布得较为滞后，但也基本符合集团相对保守的预期引导方式。

销量方面，公司三季度总销量（含粉矿、球团和原矿）为 **8183.8 万吨**，同比增长 **1.6%**。该季度销量的增长主要来自于球团销售方面，从下面的表格不难发现，球团三季度的销量超过 **1000 万吨**，同比增幅高达 **18%**。同时，公司三季度销售矿石的溢价环比回升，这也反映了公司销售产品分布合理性的提高。具体来说，公司进一步提升了北部系统高品矿（如 BRBF）的产销，同时根据市场需求的变化情况主动降低高硅矿向市场的投放。

图 1：三季度产量再创阶段性新高，产销差扩大



资料来源：公司官网

图 2：单季产量创 4Q18 以来新高



资料来源：公司官网，Mysteel，国泰君安期货研究

图 3：销量增速在去年基数较高影响下有所放缓



资料来源：公司官网，Mysteel，国泰君安期货研究

此外，产销增速劈叉的背后是约 550 万吨的库存累积。公司表示，三季度生产季节性的增量效果显著，导致供应链中货物在运输中积压，这些库存将在第四季度转化为销量。

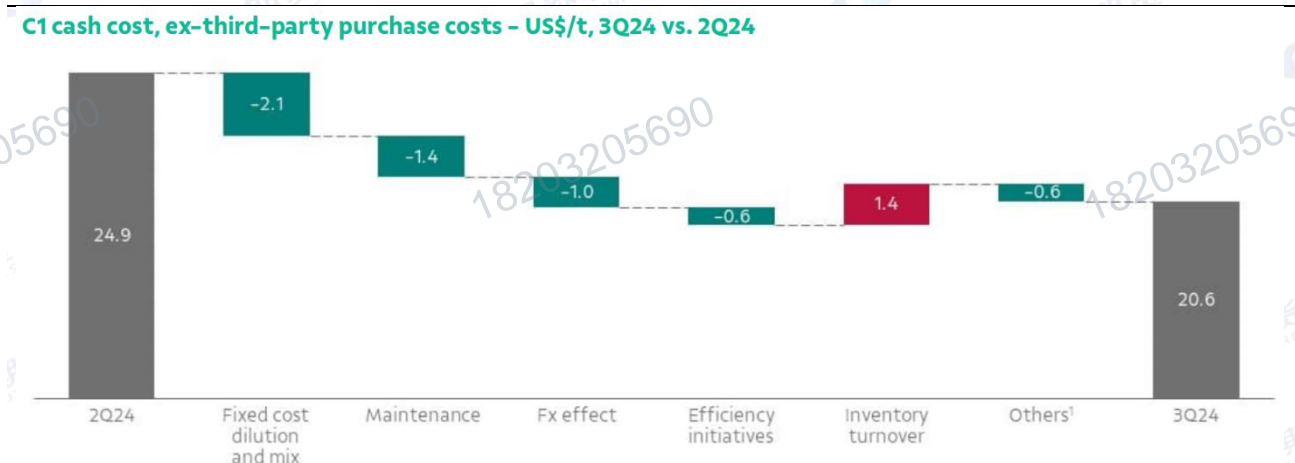
表 3：淡水河谷前三季度产销增幅较为显著

Vale 产销情况 (单位: 万吨)	3Q24	3Q23	2Q24	同比	环比	9M24	9M23	同比
铁矿产量	9097.1	8623.8	8059.8	5.5%	12.9%	24240.6	23175.5	4.60%
粉矿+原矿销量	7169.5	7194.6	7092.8	-0.3%	1.1%	19722.4	18503.7	6.59%
铁矿总销量 (粉矿+原矿+球团)	8183.8	8055.9	7979.2	1.6%	2.6%	22545.6	21059.2	7.06%

资料来源：公司官网，国泰君安期货研究

生产成本方面，淡水河谷自营矿石 C1 现金成本出现了 2021 年以来的首次同比下降，三季度录得 20.6 美金/湿吨。这主要得益于：（1）北部系统所释放出来的更高产量，帮助摊销固定成本；（2）上半年进行了较为集中的检修，因此三季度维护检修成本有所下降；（3）巴西货币汇率贬值带来的影响；（4）效率提升工作带来的积极影响。同时，公司也维持了其 21.5-23.0 美金/湿吨的全年 C1 现金成本指导区间。

图 4：C1 现金成本环比降幅拆解



¹ Including demurrage (US\$ -0.4/t) and others (US\$ -0.2/t).

资料来源：公司官网，国泰君安期货研究

2.1.2 运营情况详细介绍

北部系统：

S11D 在本季度产量高达 2209.4 万吨，同比增幅超 14%，S11D 矿区的产量已经实现连续七个季度的同比增长。然而，Serra Norte 矿区的产量同比略微下降约 50 万吨，基本符合生产规划。另外，马德里亚角港口发运量创下自 2021 年以来的单季新高，总计约 5060 万吨，反映了物流运营稳定性的提高。

东南部系统：

三季度 Itabira 矿区的 Conceição 1 号及 2 号工厂的检修负面影响有所褪去，主要由于公司将检修活动更多地安排在了之前降雨较为集中的一季度，因此可以看到 Itabira 矿区产量同环比的显著增加。此外，Brucutu 矿区的第四条湿式加工线也在 9 月份顺利投产，叠加此前已经恢复的三条加工线，这些帮助矿区单季度产量提升至 2019 年以来的新高水平。

南部系统:

三季度只有南部系统产量出现同比下降。这背后的主要原因有：(1) 三方矿采购的减少；(2) 由于前期高硅矿大量发往市场，结合目前市场需求的变化，Vargem Grande 综合矿区的高硅矿产量有所下降。但另一方面，Viga 工厂产量在维护工作结束后有所提升，帮助抵消掉了部分减量。

Vargem Grande 1 期工程的湿法加工线在 9 月份提前投产（原计划为四季度），这将帮助 Vargem Grande 综合项目恢复约 1500 万吨的产能，并将产出的铁品位提升约 2 个百分点。

球团生产方面:

淡水河谷在三季度的球团产量也创下了 2018 年以来的单季度新高水平——1036.3 万吨，同比大幅增长 12.9%，这背后主要得益于 Brucutu 和 Itabira 矿区球团矿原料供应量的增加，推动了 Tubarão 工厂的球团生产。

阿曼 Mega Hubs 项目:

在 9 月份，Vale 与美国阿波罗（著名非上市股权投资机构）达成合资协议并完成了交易操作，淡水河谷将阿曼分销中心（Vale Oman Distribution Center，以下简称 VODC）50% 的权益出售给了阿波罗，但此交易不涉及其在阿曼的球团厂（Vale Oman Pelletizing Company）。VODC 在港口城市苏哈尔（Sohar）所运营的海运码头包括一处深水港、以及一个额定容量在 4000 万吨/年的铁矿石混矿和分销中心。（来源：Vale 官网，我的钢铁网）

另外，据最新消息，在当地时间 10 月 28 日，淡水河谷宣布与中国晋南钢铁集团建立合作伙伴关系，将在苏哈尔港口和自贸区建立选矿厂。这一先进设施初期投资超过 6 亿美元，将为所在地区的球团和压块生产提供优质铁矿石，这是通过直接还原路线生产低碳钢产品的关键。苏哈尔选矿厂计划于 2027 年年中投产，每年将处理 1800 万吨铁矿石，生产 1260 万吨高品位精矿。淡水河谷将投资 2.27 亿美元用于连接选矿厂与所在地区的团块生产设施。晋南将投资约 4 亿美元用于建设、拥有并运营选矿厂。（来源：Vale 官方中文公众号发布平台）

表 4：主要增量项目进展更新 - Vargem Grande 提前投产

项目名称	产能增量（万吨）	（计划）投产日期	建设进度
Vargem Grande 产能恢复项目	1500	于 2024 年 9 月投产	100%
Serra Sul 矿区 1.2 亿吨计划	2000	2026 下半年	67%
Capanema 矿区 Maximization 计划	1500	2025 上半年	91%

资料来源：公司官网，国泰君安期货研究

Vargem Grande 产能恢复项目（同时将矿厂升级为湿法选矿厂）于今年 9 月份正式投产，这也比前期计划提早了一个月，该项目产能的恢复生产也将帮助矿区的产出提升约 2 个百分点的铁品位。

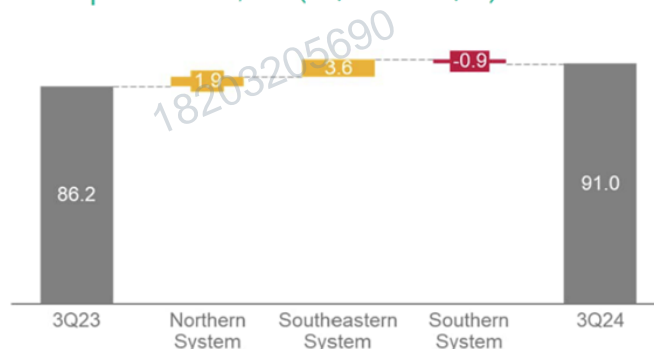
表 5：淡水河谷各系统产量细分数据

矿区名称(单位:万吨)	3Q24	3Q23	2Q24	同比	环比
北部系统	5013.7	4818.7	3953.4	4.0%	26.8%
Serra Norte and Serra Leste	2804.4	2883.3	2001.2	-2.7%	40.1%
S11D	2209.4	1935.5	1952.2	14.2%	13.2%
东南部系统	2400.0	2035.0	2122.8	17.9%	13.1%
Itabira (Cauê, Conceição and others)	949.2	761.9	800.3	24.6%	18.6%
Minas Centrais (Brucutu and others)	725.0	539.9	615.2	34.3%	17.8%
Mariana (Alegria, Timbopeba and others)	725.8	679.1	707.3	6.9%	2.6%
南部系统	1683.3	1770.1	1983.6	-4.9%	-15.1%
Paraopeba (Mutuca, Fábrica and others)	710.3	821.4	797	-13.5%	-10.9%
Vargem Grande (Vargem Grande, Pico and others)	973	948.8	1186.6	2.6%	-18.0%

资料来源：公司官网，国泰君安期货研究

图 5：南部系统是三季度唯一产量同比下降的大区

Iron ore production, Mt (3Q24 vs. 3Q23)



资料来源：公司官网

2.2 力拓 (Rio Tinto) ——产能置换尚未落地, SP10 品类占比继续提升

2.2.1 整体情况概述

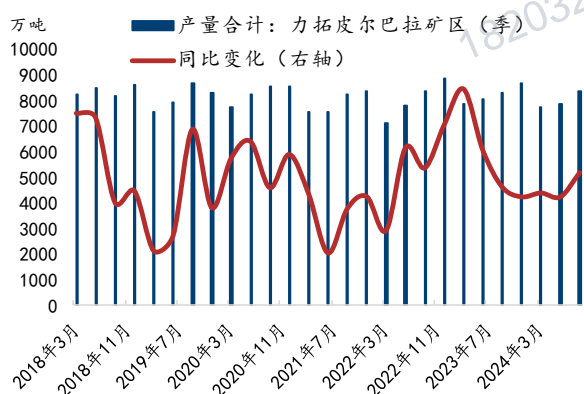
力拓旗下部分矿山的枯竭过程和效率提高进程仍在同步发生, 皮尔巴拉矿区三季度产量为 8406.6 万吨 (其中权益产量为 7104.5 万吨), 同比微增 0.7%。皮尔巴拉发运量录得 8455.0 万吨 (其中权益运量 7247.1 万吨), 同比增长 0.8%。

加拿大矿区 (IOC) 方面, 7 月中旬发生的森林火灾事故导致矿区停产 11 天, 最终三季度球团和铁精矿产量 (力拓权益部分) 仅录得 211.6 万吨, 同比下降 11.3%。这也使得公司重新修订了其采矿计划和维护工作的时间安排, 因此公司也将全年球团和铁精矿的产量指导区间下调至 910 万至 960 万吨 (之前为 980 万至 1150 万吨)。

单位生产成本方面, 公司表示其 2024 全年单位现金成本或处于指导区间 (21.75-23.50 美金/湿吨, 基于 1 澳元=0.66 美元的平均汇率) 的上半沿, 这主要由于实际通胀高于之前公司所预期的区间均值。

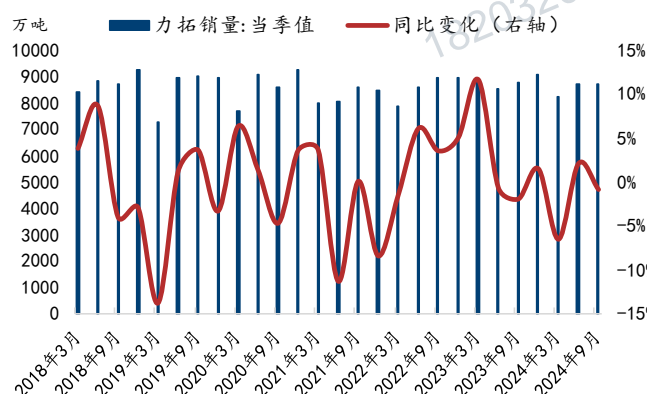
力拓在本季度报告中也维持了前期给出的 2024 自然年运量指导区间——3.23-3.38 亿吨 (皮尔巴拉矿区), 同时预计 SP10 的运量也将维持在相对高位 (三季度 SP10 运量占比 19%, 上半年 SP10 运量占比 17%), 直到其产能替代项目完成投产。集团表示, 未来有可能根据客户的需求和自身产品的品质情况相应地去调整其产品布局与销售策略。截至三季度末, 力拓在中国港口的自有库存水平约 810 万吨, 其中 PB 产品约 560 万吨。

图 6: 力拓 3Q24 产销同比变化均较小



资料来源: 公司官网, Mysteel, 国泰君安期货研究

图 7: 力拓 3Q24 产销同比变化均较小



资料来源: 公司官网, Mysteel, 国泰君安期货研究

2.2.2 运营情况详细介绍

皮尔巴拉矿区各项目进展:

Western Range (西坡项目, 力拓与宝武持股比例分别为 54%和 46%) 建设进度在三季度已达到 80%。在三季度, 力拓完成了自主运输卡车的调试, 并完成了 Paraburdoo 工厂的升级更新工程。全新破碎与筛选厂的建设、以及 Paraburdoo 工厂的链接工程仍然是当前的工作重点。预估首产时间仍维持在 2025 年, 设计产能为 2500 万吨/年。

Hope Downs, Brockman-4, Greater Nammuldi 和 West Angelas 矿区的延展和产量维持工作仍在持续推进。其中 Hope Downs 产能替代项目所需的资金支持已获得批复, 环境和文化遗产相关的审批工作也在进行中。目前已知 Greater Nammuldi 项目由于相关批复问题已导致开发时间线有所延后。

Rhodes Ridge 项目方面, 预可行性研究 (pre-feasibility study) 目前推进方向仍基于 4000 万

吨/年的设计产能，但该产能量级的最终确定仍有待相关部门的批复，预计预可行性研究将在 2025 年底前完成。公司预计首产时间仍在 2030 年底前。

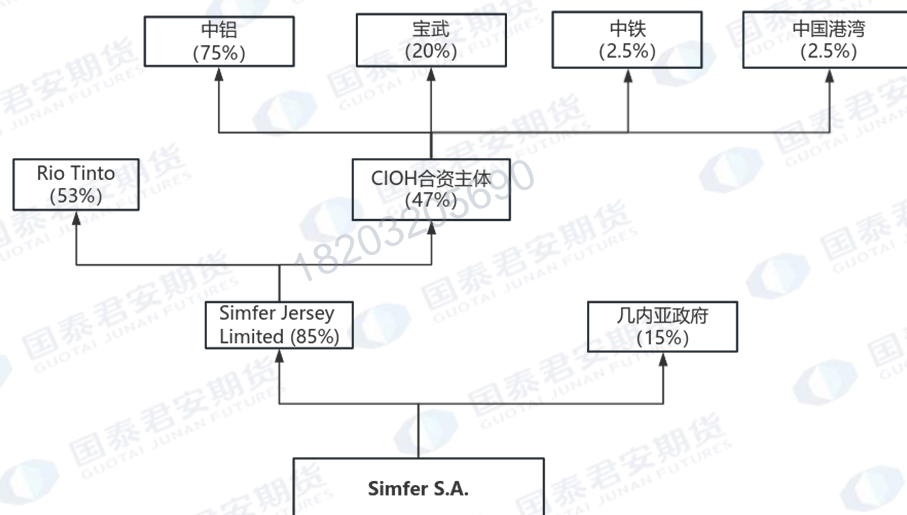
几内亚西芒杜（Simandou）铁矿项目：

力拓在季报中表示，集团仍计划在 2025 年实现西芒杜项目的首产。Simfer 矿区产能爬坡预计用时 30 个月，届时 Simfer 矿区满产产能将达到 6000 万吨/年（其中力拓权益产能为 2700 万吨/年）。

矿区建设工作仍在有效推进中，尽管三季度的降雨天气致使工程推进效率有所下降。在此期间，矿山选矿厂早期安装工程和其他基础设施建设合同已完成招标，矿区的首次爆破活动也已完成。此外，生产第一批矿石所需的两台初始破碎机已运抵几内亚。

矿区物流相关的基础设施方面，铺设枕木和轨道的工作已经开始，随着铺轨机车的到来，预计下一季度的进度将加快；在桥梁建设工程方面，公司已经完成了桥墩的布局并开始铺设桥台。隧道挖掘工程已完成 50% 以上，港口工程也取得了进展，转运船（TSV）码头建设和翻车机的安装工程已经开始。

图 8：Simfer S.A. 合资主体背后的详细股权结构拆分（力拓间接持有权益比例为 45.05%）



资料来源：公司年报，国泰君安期货研究

表 6：SP10 品类的产出和发运增速依然较高，PB 矿的发运今年前 9 个月累计同比下降

品类名称 (单位:万吨)	3Q24	2Q24	3Q23	环比	同比	9M24	9M23	累计同比
PB 块	1749.8	1583.2	1778.5	10.5%	-1.6%	4896.5	5427.4	-9.8%
PB 粉	3187.0	3133.6	3100.8	1.7%	2.8%	9168.1	10002.6	-8.3%
罗布块	220.0	252.2	244.7	-12.8%	-10.1%	703.1	660.3	6.5%
罗布粉	483.9	583.9	510.5	-17.1%	-5.2%	1623.1	1407.0	15.4%
杨迪粉	1179.4	1136.4	1366.9	3.8%	-13.7%	3538.6	3991.6	-11.3%
SP10 块	579.0	514.1	418.0	12.6%	38.5%	1554.3	751.8	106.8%
SP10 粉	1055.9	827.5	969.9	27.6%	8.9%	2805.5	2314.5	21.2%
权益发运总量	8455.0	8030.0	8389.2	5.3%	0.8%	24289.2	24555.0	-1.1%

资料来源：公司官网，国泰君安期货研究

2.3 必和必拓（BHP）——港口物流项目与南坡持续发力，Q3 产量同比继续增长

2.3.1 整体情况概述

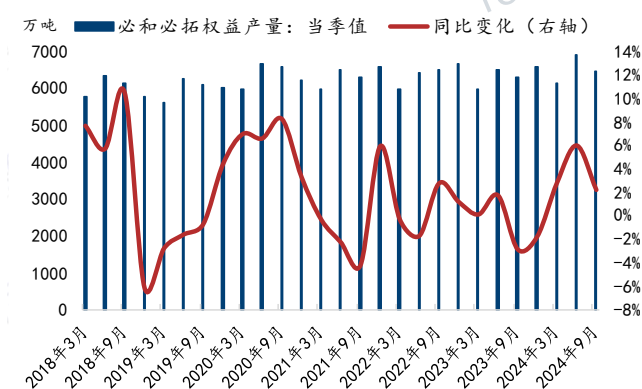
三季度是 BHP 财年的第一个季度，PDP1 项目在 2024 年处于效能爬坡阶段，而在该项目的帮助下，BHP 旗下矿区供应链表现强劲，三季度产量表现也非常亮眼，BHP 权益产量录得 6464.8 万吨（其中西澳产区 WAIO 产量 6336.3 万吨，巴西 Samarco 产量 128.5 万吨），同比增长 2.2%，增幅较上一季度有所下降（上一季度表现或有财年底冲量成分的影响）。同样，随着南坡产能爬坡在前期的完成，皮尔巴拉中部矿区（含南坡及 MAC 矿区）的产量也有所增加。另外，RTP1 项目植入工程仍在继续推进，预计其施工活动在 2025 财年将增加（或影响 WAIO 矿区的产量表现）。

销量方面，BHP 三季度权益销量为 6441.0 万吨（其中西澳产区 WAIO 销量 6340.8 万吨，Samarco 销量 100.2 万吨），销量同比下滑 1.4%。

BHP 也维持了上一季度给出的 2025 财年 WAIO 权益产量指导区间 - 2.50 至 2.60 亿吨（对应 100% 总权益合计值为 2.82-2.94 亿吨），Samarco 矿区方面的权益产量指导区间也维持在 500-550 万吨。

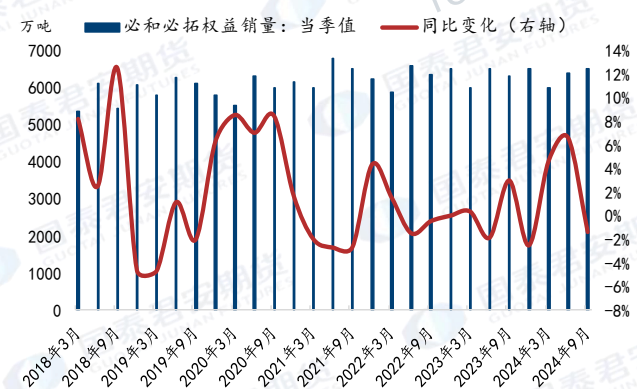
公司 2024 全财年单位成本（WAIO 矿区）录得 18.19 美金/湿吨，略高于之前给出的 2024 财年单位成本指导区间中值（18.15 美金/湿吨）。在最新这份季报中，公司给出的 WAIO 矿区 2025 财年单位成本指导区间依然为 18.00-19.50 美金/湿吨（基于 1 澳元=0.66 美金的汇率），与之前 2024 财年报中公布的指导区间一致，较 2024 财年指导区间（17.40-18.90 美金/湿吨）有所上调，同时澳元汇率假设向贬值方向略微有所调整。

图 9：BHP 三季度产销增速环比下降



资料来源：公司官网，Mysteel，国泰君安期货研究

图 10：BHP 三季度产销增速环比下降



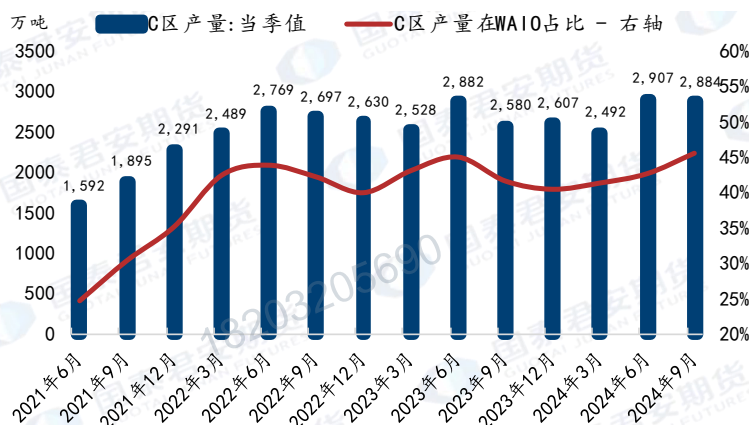
资料来源：公司官网，Mysteel，国泰君安期货研究

2.3.2 运营情况详细介绍

WAIO 西澳矿区：

上文已经提到，随着南坡产能爬坡在前期的完成，皮尔巴拉中部矿区（含南坡及 MAC 矿区）的产量表现较为亮眼。

图 11: MAC 区生产逐渐趋于稳定, 其产量在 WAIO 矿区占比创历史新高——45.5%



资料来源: 公司官网, 国泰君安期货研究

(MAC 区加工厂主要接收来自与 C 区和南坡矿山的原矿。)

另外, 相较于其他矿山来说, BHP 在南坡项目完全落地后短期并未有其他新项目的开发工作, 但其提产工作计划是在物流相关产能瓶颈提升的帮助下进一步展开。除了前文提到的已经投产的 PDP-1 期港口物流项目 (PDP-1 物流项目预计在 2024 自然年底前完成产能爬坡) 外, 其 RTP-1 期铁路技术更新计划的植入工作也在同步推进。

BHP 也在 2024 财年报中表示, 如果市场条件允许, 集团希望将 WAIO 矿区总产量在未来提升至 3.3 亿吨/年 (中期计划依然是 2029 年前将产量提升至 3.05 亿吨)。实现其计划的路径选择包括但不限于: 存量矿山与基建项目的持续完善、以及选矿效率方面的提高。公司预计其 3.3 亿吨计划的初步可行性研究将在 2025 自然年完成。

巴西 Samarco 主体:

4 号球团厂提前恢复运行, 帮助 Samarco 在三季度实现更高产量表现。Samarco 的第二座选矿厂上线时间预计仍在 2025 自然年一季度, 等该矿厂完成产能爬坡后, 公司球团总产能将达到 1600 万吨/年 (其中 BHP 权益占比为 50%), 且公司预计其产能爬坡完成的时间大约在 2026 财年底前 (2026 自然年上半年前)。

表 7: BHP 集团下各矿区权益产量细分数据 - C 区产量表现稳定, 季环比下降幅度极低

矿区名称(单位: 万吨)	3Q24	3Q23	2Q24	同比	环比	9M24	9M23	累计同比
纽曼 (Newman)	1335.8	1323.4	1436.8	0.9%	-7.0%	4275.8	3995.4	7.0%
C 区 (Area C JV)	2883.9	2580.4	2907.0	11.8%	-0.8%	8282.9	7990.6	3.7%
杨迪 (Yandi JV)	444.0	315.0	529.3	41.0%	-16.1%	1416.7	1345.0	5.3%
金布巴 (Jimblebar)	1672.6	1981.6	1944.2	-15.6%	-14.0%	5208.1	5149.3	1.1%
巴西 Samarco	128.5	123.1	104.1	4.4%	23.4%	350.0	350.0	0.0%

资料来源: 公司官网, 国泰君安期货研究

2.4 福德士河 (Fortescue) ——FY25 开局表现良好，发运量创同季历史新高

2.4.1 整体情况概述

Fortescue 在三季度的运营表现强劲，铁矿石发运量达到 4770 万吨，比去年同期高出 3.9%，达到了同期纪录新高。这其中包括来自铁桥项目的 160 万吨，铁桥在该季度的发运量也超越了 FY24 全财年发运总量。

生产成本方面，三季度皮尔巴拉赤铁矿 C1 成本上升至 20.16 美金/湿吨，较二季度环比上升 8.8%，较 FY24 同期上涨 12.4%。成本上升主要受本季度较高的剥采比（三季度为 2.0x，上一季度为 1.7x）以及通胀（主要来自于人力和外包商成本的增加）压力的共同影响。公司也在该季度的分析师电话会上指出，三季度两倍的剥采比背后是天气和工序的影响，这些负面影响并不会持续到未来，公司表示全财年的剥采比指导值大概在 1.8x 的水平。

在本期季报中，Fortescue 也维持了前期的发运量指导区间与皮尔巴拉赤铁矿 C1 成本指导区间：1.90-2.00 亿吨（其中包括铁桥项目的 500-900 万吨）；18.50-19.75 美金/湿吨（基于 1 澳币=0.68 美金的 FY25 财年平均汇率）。

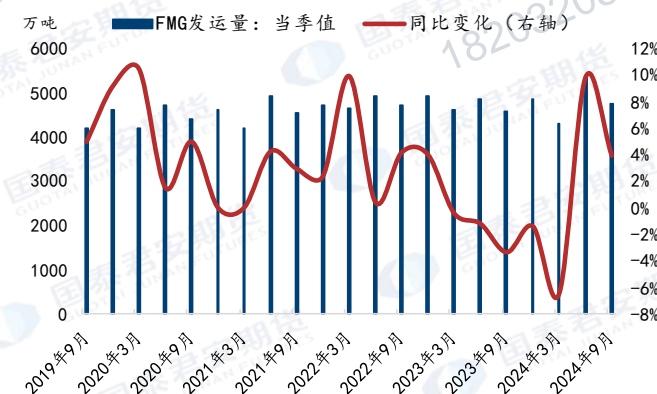
公司也在分析师电话会上表示，三季度由于市场上铁精矿有供给过剩迹象，因此公司的铁精矿和球团产品相对于普氏 65%Fe 指数的销售溢价纷纷转负。

图 12：加工量下降背后是原矿产出的减少和剥采比的上升



资料来源：公司官网，Mysteel，国泰君安期货研究

图 13：运量增速环比下降，但同比创下历史新高



资料来源：公司官网，Mysteel，国泰君安期货研究

2.4.2 运营情况详细介绍

铁桥 (Iron Bridge) 项目：

上季度报告中，公司在输水管道问题上采取的储水策略在三季度表现良好，因此公司在季报中并未对该问题进行过多阐述。

铁桥精矿三季度的平均售价约 111.21 美元/干吨，较普氏 65%Fe 指数平均值贴水约 3%。公司表示，如此贴水的背后除了铁精矿市场自身供需因素外，公司的定价体系在三季度整体权重略微靠前，因此 9 月底价格的大幅上涨并未有效体现在该季度的售价体系上。

加蓬贝林佳 (Belingga) 铁矿项目：

勘探与研究仍在继续推进，公司并未公布太多具体量级的数据与进展。

表 8: Fortescue 发运量细分数据 - 或受下游利润影响, 超特前三季度发运量表现优异

品类名称(单位:万吨)	3Q24	3Q23	2Q24	同比	环比	9M24	9M23	同比
铁桥精粉(Iron Bridge Concentrate)	160.0	4.0	60.0	#N. A.	#N. A.	270.0	#N. A.	#N. A.
西皮粉 (West Pilbara Fines)	360.0	430.0	120.0	-16.3%	200.0%	780.0	1310.0	-40.5%
国王粉(Kings Fines)	370.0	350.0	330.0	5.7%	12.1%	1090.0	1110.0	-1.8%
混合粉 (Fortescue Blend)	1720.0	2020.0	2070.0	-14.9%	-16.9%	5470.0	6050.0	-9.6%
FMG 块 (Fortescue Lump)	210.0	230.0	0.0	-8.7%	#N. A.	370.0	690.0	-46.4%
超特粉 (Super Special Fines)	1950.0	1560.0	2800.0	25.0%	-30.4%	6500.0	4950.0	31.3%

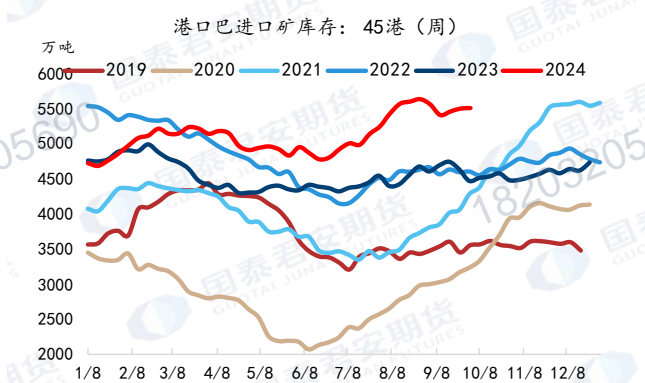
资料来源: 公司官网, 国泰君安期货研究

3. 总结：未来增量预期仍存，预计四季度产运重心靠后

根据钢联巴西 19 港数据，巴西今年前 39 周累计发运量达 2.84 亿吨（累计同比增幅 3.7%），其中淡水河谷的占比为 74.9%（2023 年全年淡水河谷占比为 73.2%），巴西全国和淡水河谷的表现在今年可谓格外亮眼。Vargem Grande 也于 9 月份提前投产，预计公司四季度产量或将延续强势表现。另外，随着北部系统增量的进一步兑现，公司之前面临的结构性问题也有望进一步改善。在三季度，淡水河谷进一步提升了北部系统高品矿（如 BRBF）的产销，同时根据市场需求的变化情况主动降低高硅矿向市场的投放，使得三季度销售矿石的溢价环比回升。

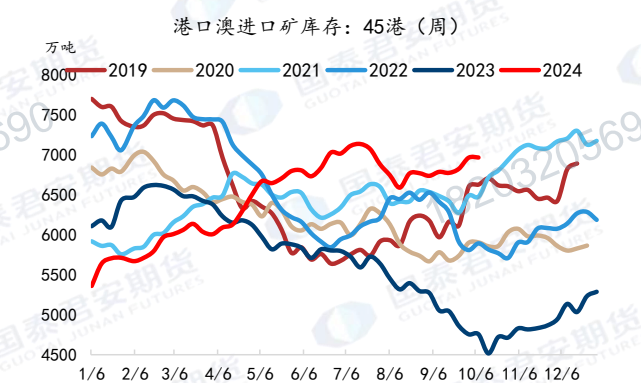
澳大利亚方面，必和必拓与福德士河在进入新的财年后，之前的冲量趋势显著回落，但在港口物流设施项目（必和必拓）和铁桥矿区项目（福德士河）顺利投产并进入产能爬坡的帮助下，两家矿山在 FY25 财年的一季度还是取得了一定产运同比增量。但反观力拓，其前皮尔巴拉前三季度累计产量已低于去年同期，好在其运量已完成全年运量指导区间下沿的 75%。我们认为，虽然今年前三季度力拓的整体表现逊于其他三家矿山，但考虑到公司的未来计划，其西坡和西芒杜项目均计划在 2025 年迎来首产，因此其产运增量或将在明年出现显著提振。因此，我们对于中长期澳主流矿的发运依然持有较为宽松的观点。

图 14：港口巴西矿库存同比增量更为显著



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

图 15：港口澳矿库存同样处于历史同期最高位



资料来源：Mysteel，国泰君安期货研究

根据近期的钢联高频数据显示，进入四季度后，澳大利亚和巴西的铁矿发运量都出现了不同程度的环比下滑。澳大利亚第 40-43 周的平均周发运量为 1730 万吨，而此前第 36-39 周的平均周发运量为 1933 万吨；巴西第 40-43 周的平均周发运量为 766 万吨，而此前第 36-39 周的平均周发运量为 825 万吨。铁矿发运量的环比下降也使得近期的海岬型干散船舶运费出现了明显走弱的趋势。

展望未来，考虑到淡水河谷 Vargem Grande 矿区产能恢复项目投产后带来的南部系统增量，必和必拓和福德士河的港口物流项目和铁桥项目进入产能爬坡阶段所带来的产运增量，以及力拓年底可能出现的冲量趋势，预计四季度主流矿整体仍能实现稳中有增的表现。因此，对于国内港口库存所面临的季节性累库压力，预计仍然是个较大概率事件。

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，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。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且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。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。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国君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，未经国君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。