

2024年12月26日

铁合金（硅锰）2025年度展望

——下有支撑

核心观点

近年来，地产周期下行，钢厂根据利润调整铁水流向，螺纹钢产量占比逐年下滑，硅锰需求萎缩严重。根据估算，2024年硅锰需求同比下滑6.07%，同期硅锰供应同比下滑幅度达12.78%，硅锰过剩幅度有所收窄，但库存表现却与之相背。本文认为，这一结果与下游钢厂持续压减原料采购规模，以及年内盘面暴涨，大量隐性库存被制成仓单流出市场有关。2023年硅锰积极增产，产量基数偏高，今年硅锰减产幅度大于需求萎缩幅度，全行业库存压力有所缓和，但仍有大量库存集中在贸易环节。

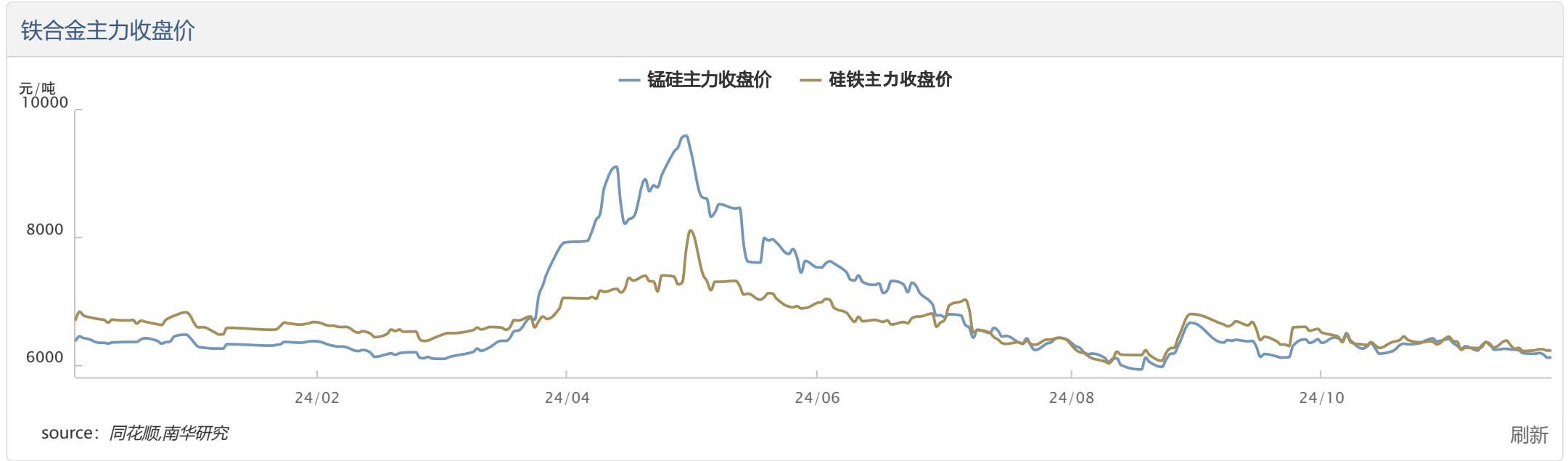
展望2025年，在高库存压力下，硅锰生产利润将长期承压，硅锰产量有望继续下滑。考虑到硅锰仍有新增产能投放，且北方低成本产区控产意愿不强，硅锰减产幅度相对有限。下游螺纹钢产能出清有望延续，钢厂以需定产，维持原料低库存运转，硅锰炼钢需求同步承压，过剩仍是制约硅锰走势的主要矛盾。成本端，若海外锰矿矿山放缓发运节奏，锰矿低库存状态有望维持，价格整体下移空间不大。锰矿作为硅锰最重要的生产原料，或在下跌途中为硅锰托底。

策略建议：逢高布空SM，逢高做空双硅价差（SF-SM），SM关注区间5500-6500元/吨

风险点：海外矿山发运异常，主产地能耗双控，需求超预期增长

1 盘面回顾

一季度，受地产、基建等终端需求拖累，钢厂亏损扩大，被迫压减建筑钢材产量，硅锰炼钢需求疲软，供需矛盾激化，厂库、仓单快速增加，盘面阴跌不止。3月下旬，澳大利亚锰矿发运因极端天气中断，全球锰矿价格暴涨，硅锰盘面于4月中旬触底反弹。6月，在硅锰巨量仓单+铁水见顶预期+非主流矿复产等利空消息影响下，硅锰主力震荡下跌。7月，高温多雨天气延缓下游工程进度，叠加螺纹钢新旧国标转换，硅锰需求萎缩，盘面持续下跌导致产区厂家亏损加剧，硅锰开工率快速回落。然而，厂家集体减产未能缓解硅锰库存压力，钢厂盈利率低位，铁水快速减产，硅锰市场情绪极度低迷。进入9月，终端需求缓慢恢复，叠加中秋、国庆假期补库需求回暖，硅锰市场盘面筑底反弹，现货市场小幅跟涨，市场情绪有所修复。四季度，海外矿山减少发运，锰矿跌幅放缓，硅锰下有成本支撑，上有仓单压制，整体呈现窄幅震荡行情。



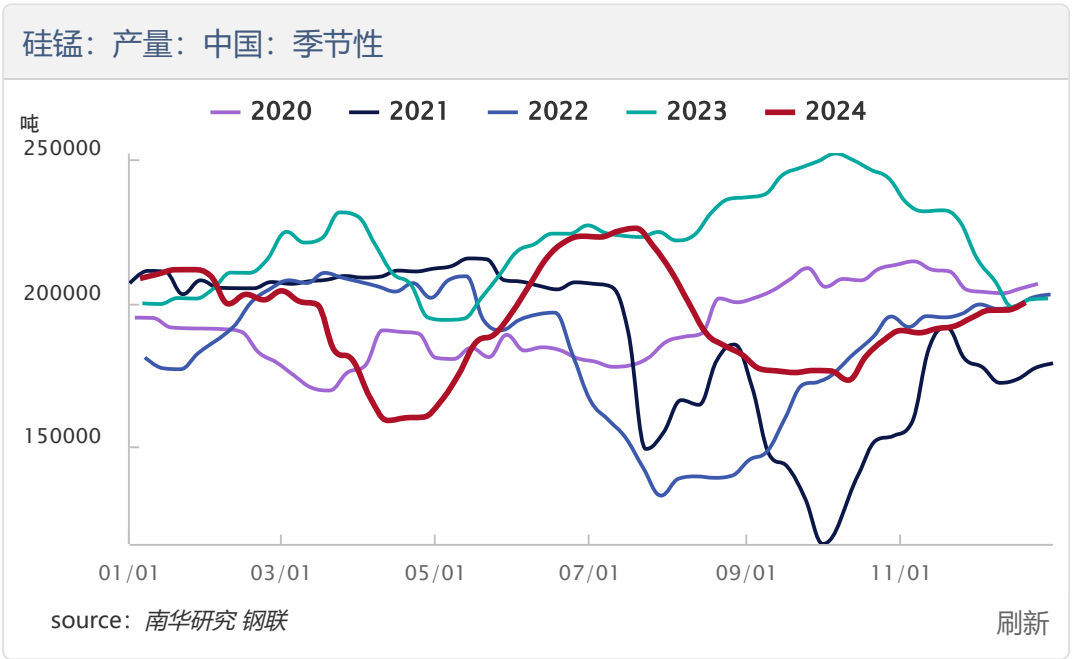
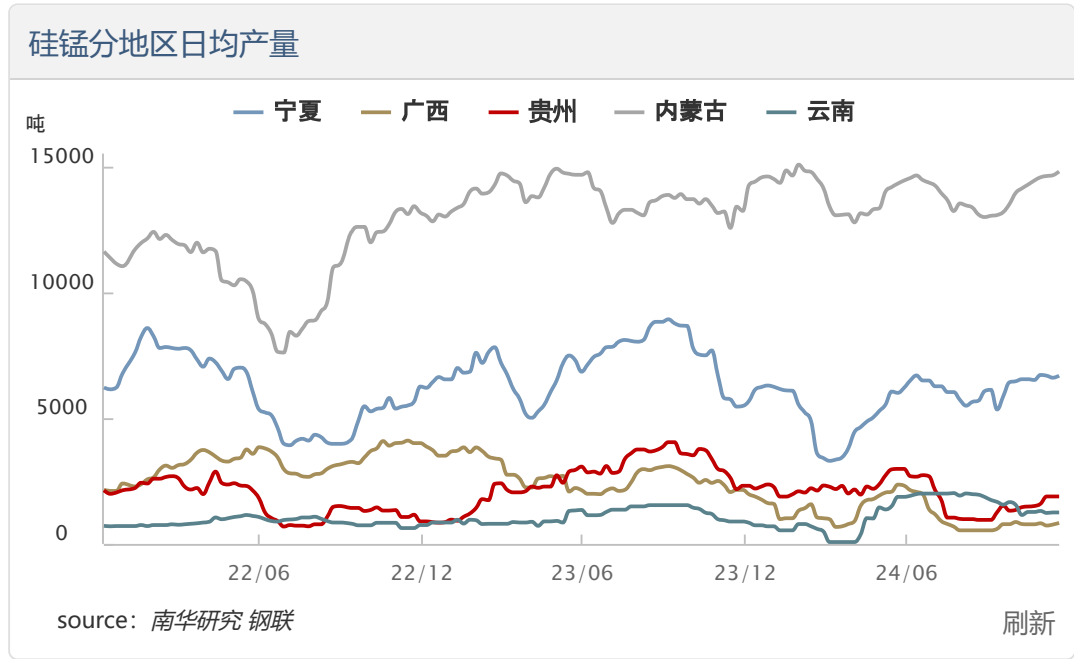
2 硅锰供需基本面梳理及展望

2.1 供应：内蒙古新增投产，有效产能向北集中

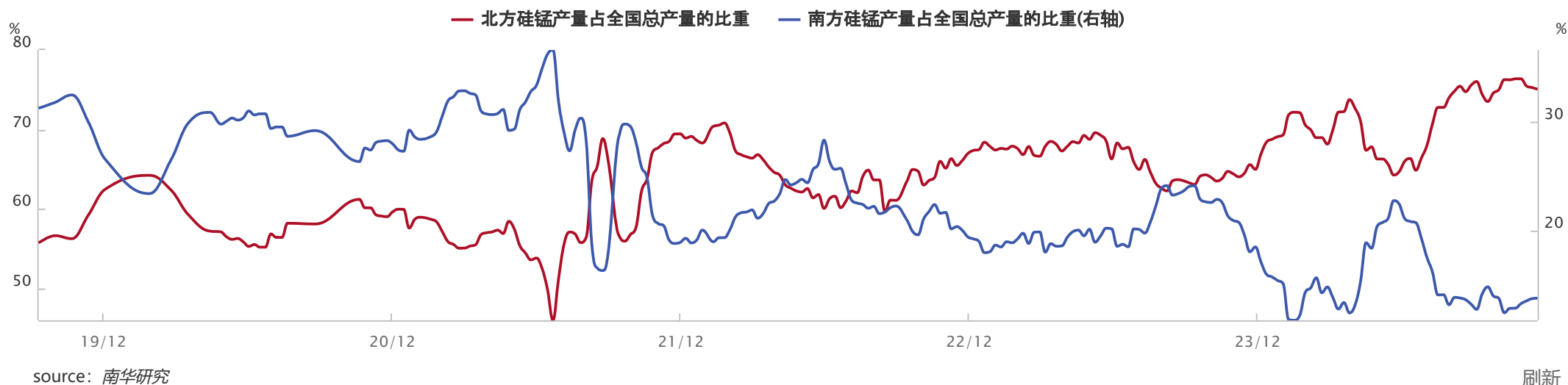
以内蒙古为代表的北方产区拥有优越的地理条件和资源禀赋。一方面，内蒙古靠近天津港（锰矿运输）和华北地区（钢厂集中），原材料运输成本和成品销售成本均较低。另一方面，内蒙古是我国最大的“电池”，拥有丰富的煤炭和风能资源，与南方高电价产区相比，内蒙古硅锰厂凭借电价优势成为硅锰第一大产区。

硅锰新增投产主要集中在内蒙古，未来产能将进一步北移，其他产区因成本偏高，投产意愿不强。据钢联统计，2023年9月至今内蒙古地区新增产能已投产项目年产能约34万吨；在建设项目若全部投产，2025年一季度投产年产能约36万吨，二季度投产年产能约29万吨，下半年投产年产能约20万吨。

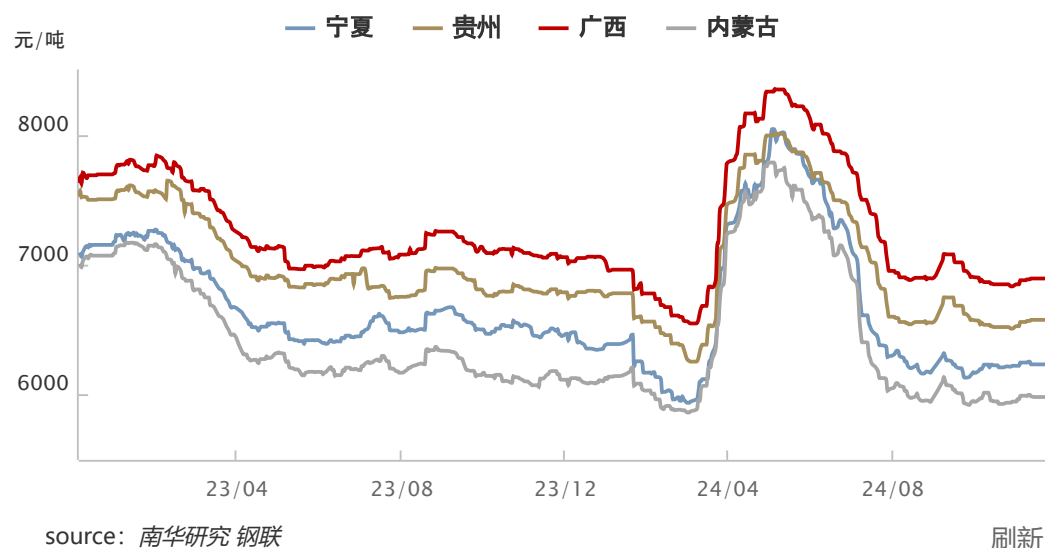
受澳大利亚锰矿发运暂停事件影响，二季度硅锰盘面暴涨，投资需求激增，各产区开工积极性得到充分调动。三季度硅锰投机情绪消退，盘面快速跌穿成本，企业被迫减停产。综合来看，由于去年硅锰产量高基数，截至12月20日，钢联口径的硅锰累计产量为983万吨，同比下滑11%。展望2025，高库存压力下，企业生产利润将长期承压，硅锰产量有望继续下滑。考虑到硅锰仍有新增产能投放，且北方低成本产区控产意愿不强，全年产量或同比今年小幅收缩。



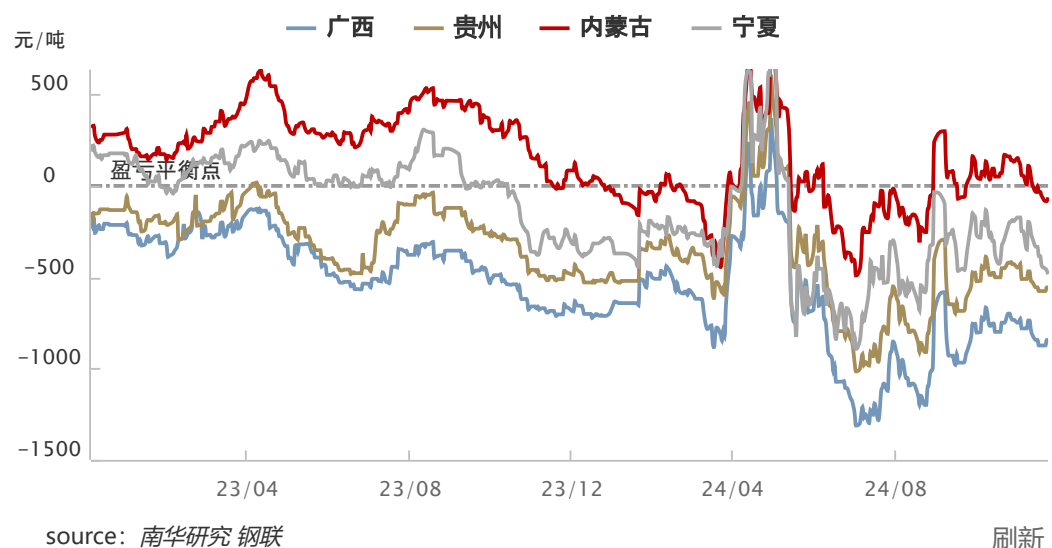
硅锰有效产能向北方集中



硅锰产区成本



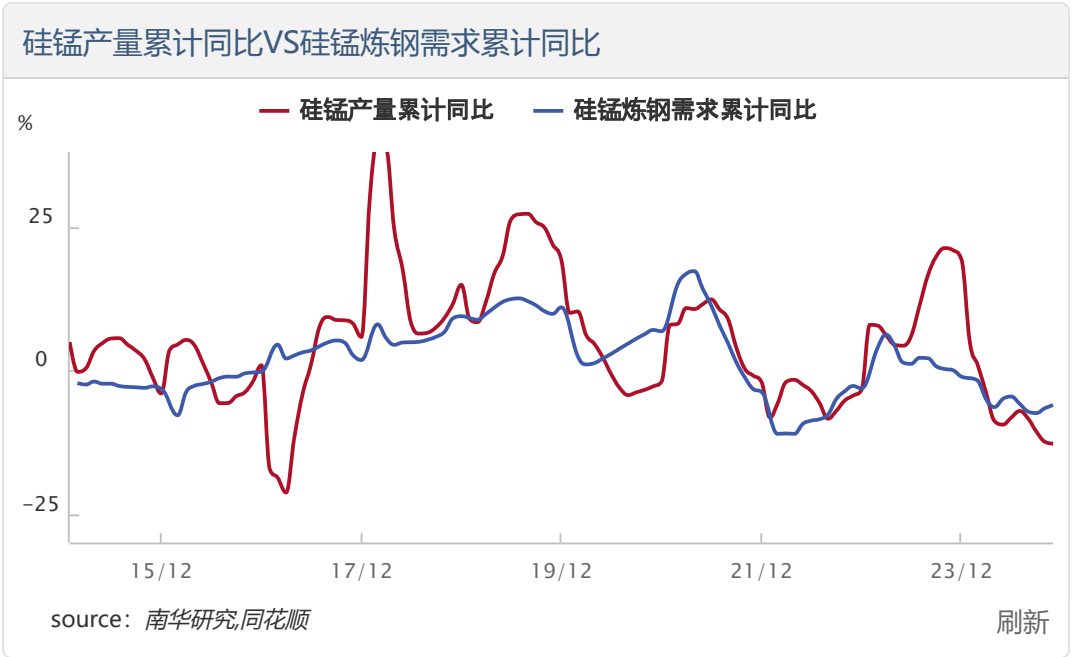
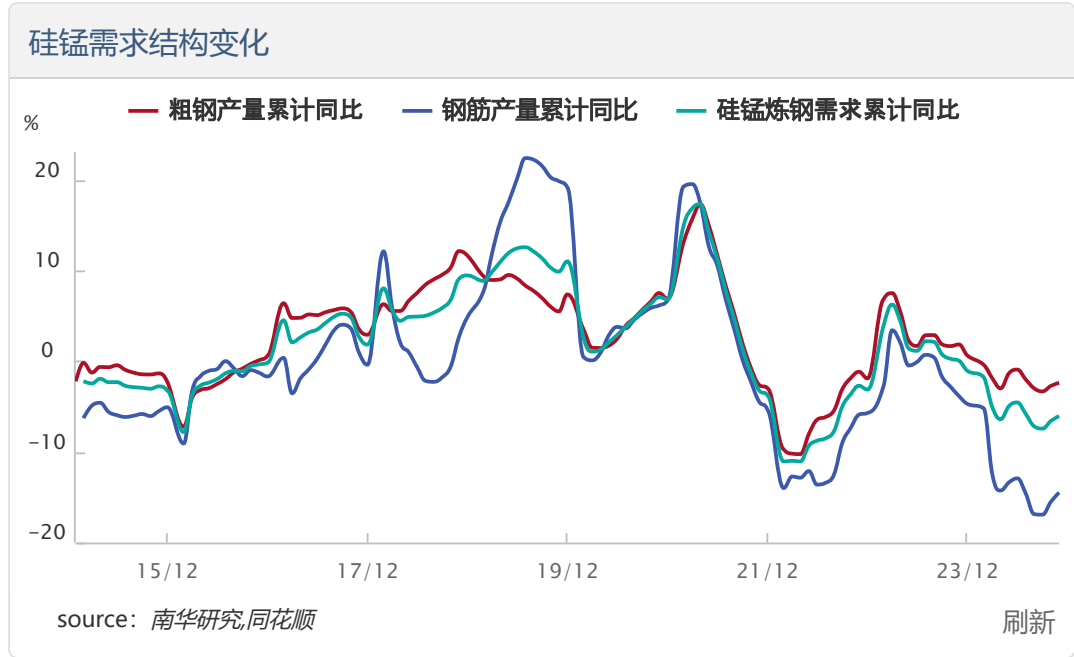
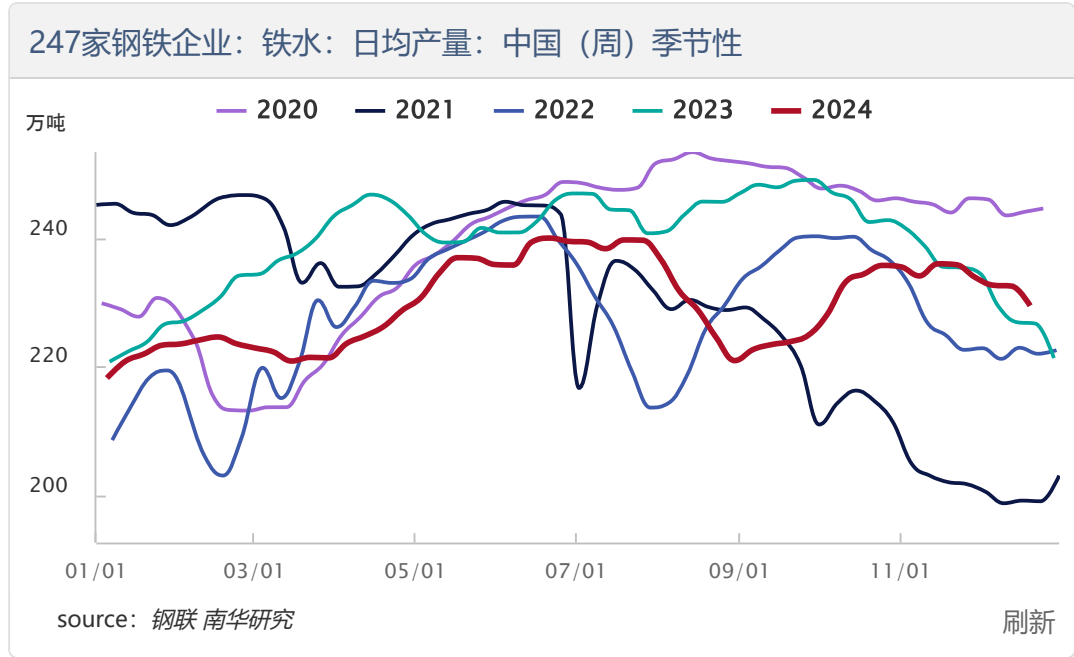
硅锰生产利润

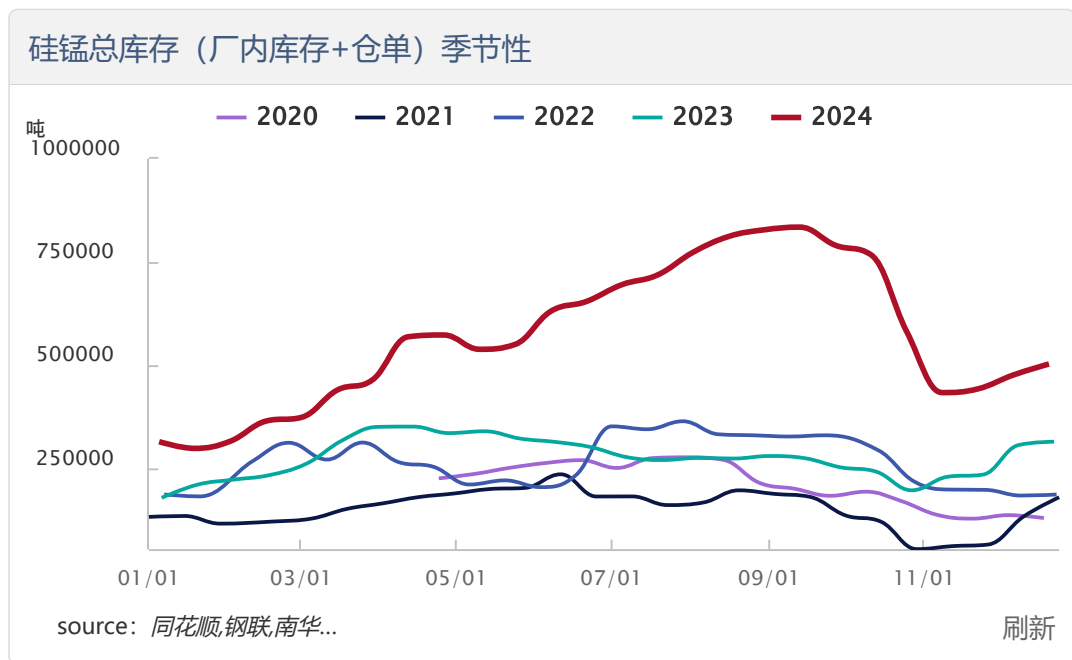
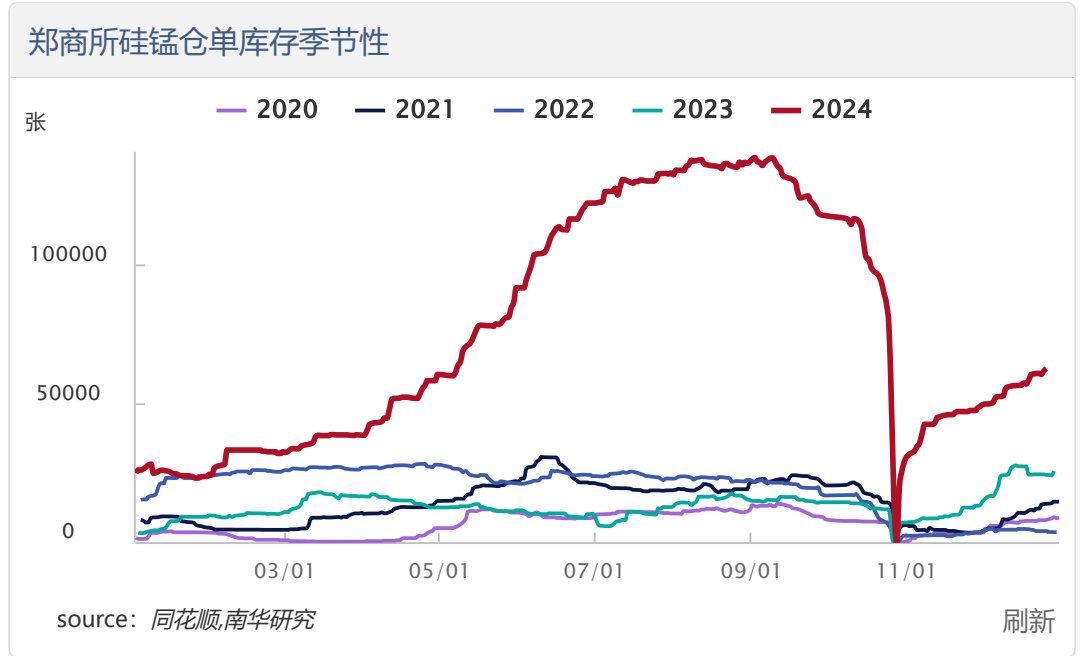
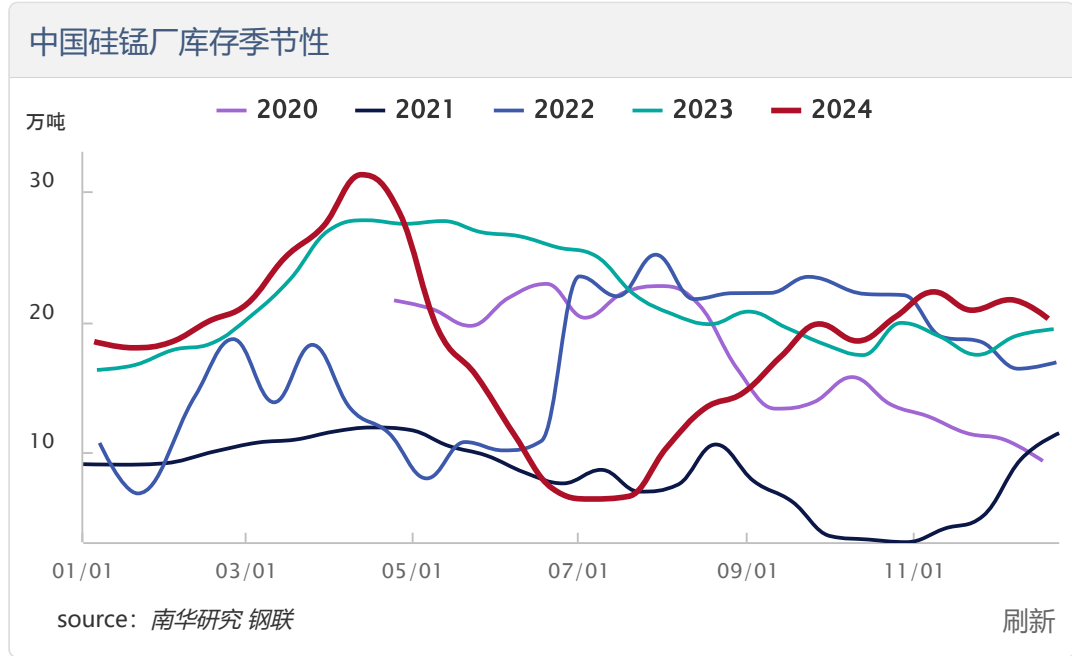


2.2 需求：螺纹产能延续出清，硅锰需求结构转变

与卷板材相比，螺纹钢对硅锰的消耗量更大，据统计，平均生产1吨螺纹钢需要消耗20-22kg硅锰。近年来，地产周期下行，钢厂根据利润调整铁水流向，螺纹钢产量占比逐年下滑，硅锰需求萎缩严重。1-11月，我国钢筋产量同比下滑14.5%，粗钢产量同比下滑2.41%，综合计算硅锰需求同比下滑6.07%，同期硅锰产量同比下滑幅度达12.78%，过剩幅度有所收窄。然而，硅锰库存（厂库+仓单）同比大幅累库，与供需数据出现分歧。本文认为，这一结果与下游钢厂持续压减原料采购规模，以及年内盘面暴涨，大量隐性库存被制成

仓单流出市场有关。2023年硅锰积极增产，产量基数偏高，今年硅锰减产幅度大于需求萎缩幅度，全行业库存压力有所缓和，但仍有大量库存集中在贸易环节。展望2025年，螺纹钢产能出清有望延续，硅锰需求同步承压。

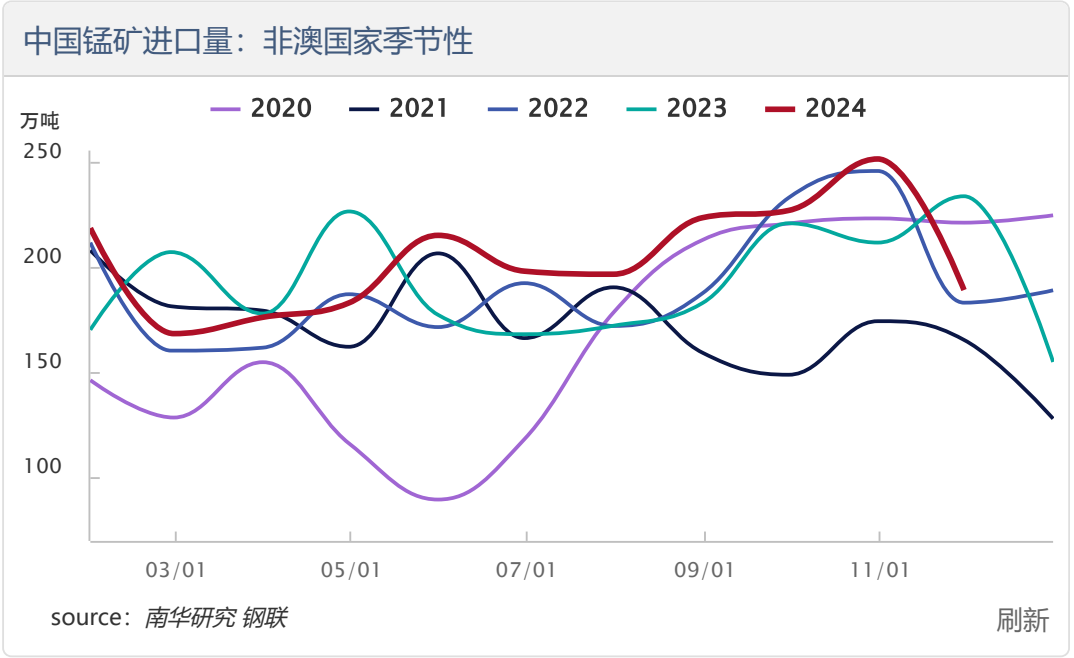
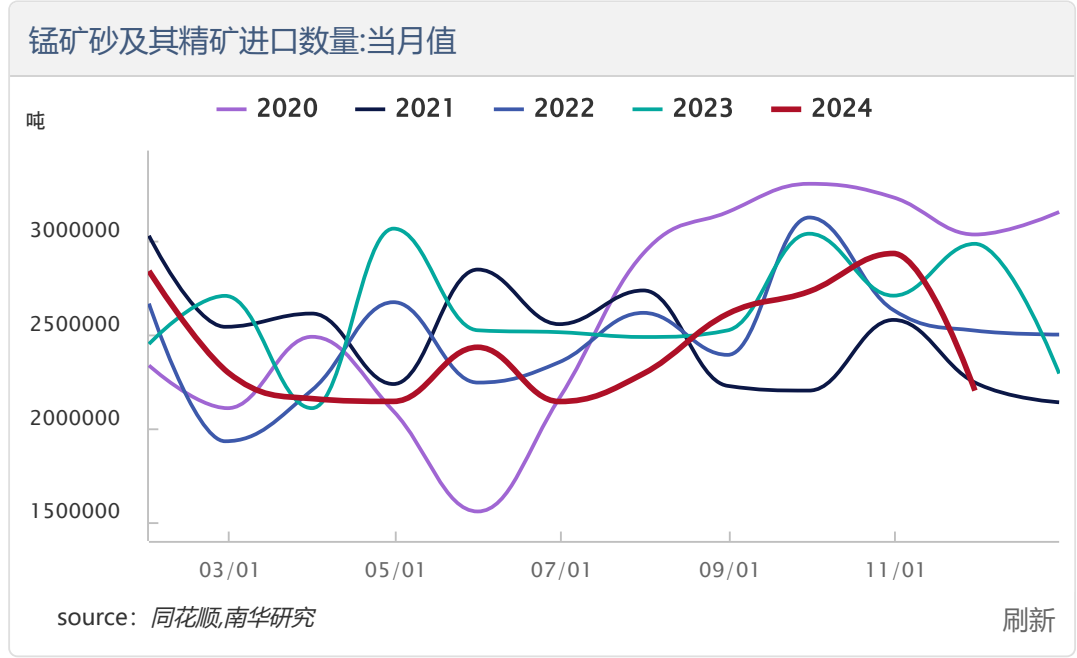




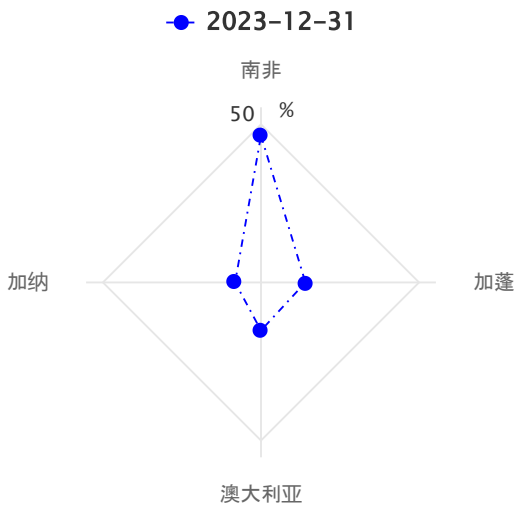
2.3 成本：海外矿山挺价，硅锰下有支撑

我国锰矿储量高，但贫矿居多，具有经济开采价值的资源并不丰富，每年需要进口大量锰矿石以满足生产需要，进口依赖度高达80%。2024年1-11月，我国共进口锰矿2676万吨，同比下滑8%。其中，南非锰矿的进口量为1474万吨（占总进口量的比重为55%），澳矿进口量为211万吨（比重下滑至7.8%），加蓬矿进口量为376万吨（比重基本持平14%），加纳矿进口量为395万吨（比重提升至14.7%）。

2024年3月18日，热带气旋Megan导致澳大利亚格鲁特岛发生大范围洪灾，港口基础设施受到严重破坏，码头运营和出口销售中断。South32在澳大利亚运营的锰矿公司主要生产高品位氧化矿，发运中断导致锰矿结构性供需失衡，港口锰矿价格在短时间内暴涨。这刺激了非澳国家的发运积极性，大量中低品矿石流入国内，为三季度锰价暴跌埋下隐患。9月下旬，港口锰矿已经跌破一季度最低点，海外矿山发运积极性受挫，纷纷选择挺价。截至12月26日，天津港南非半碳酸报价33.5元/干吨度，加蓬氧化矿报价37.8元/干吨度，高低品价差已回落至合理区间。临近年关，下游工厂补库需求释放，且北方硅锰厂仍有增产迹象，锰矿供减需增，目前港口锰矿去库良好，总库存录得503.4万吨，同比下滑13.3%。展望2025年，若海外矿山放缓发运节奏，锰矿低库存状态有望维持，价格整体下移空间不大。



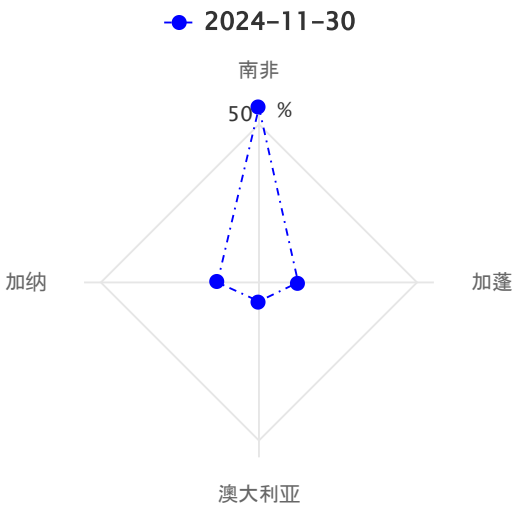
锰矿进口结构：2023年



source: 同花顺,南华研究

刷新

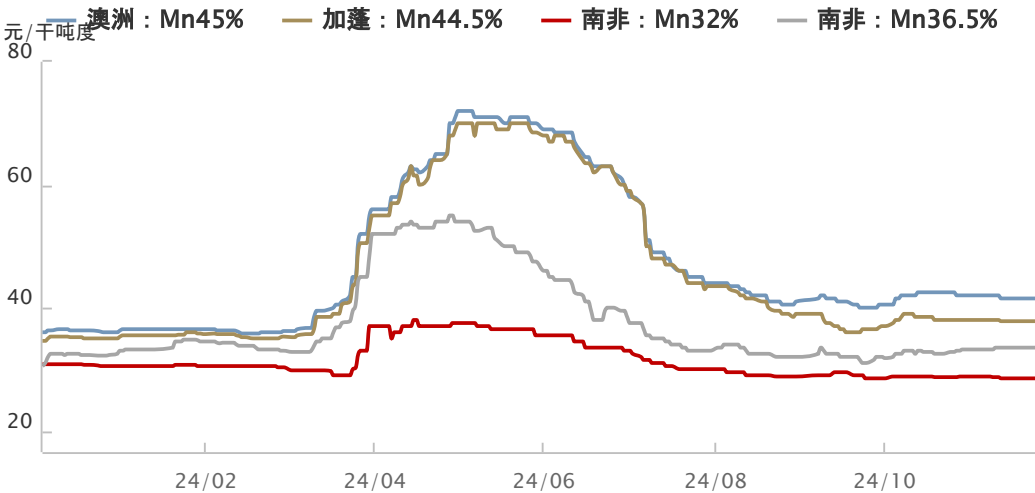
锰矿进口结构：2024年1-11月



source: 同花顺,南华研究

刷新

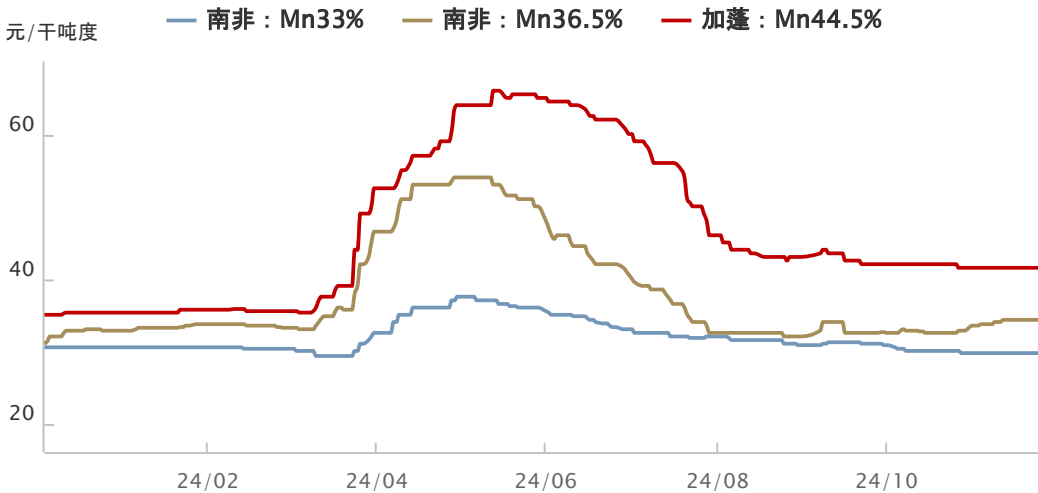
锰矿港口市场价：天津港



source: 南华研究 钢联

刷新

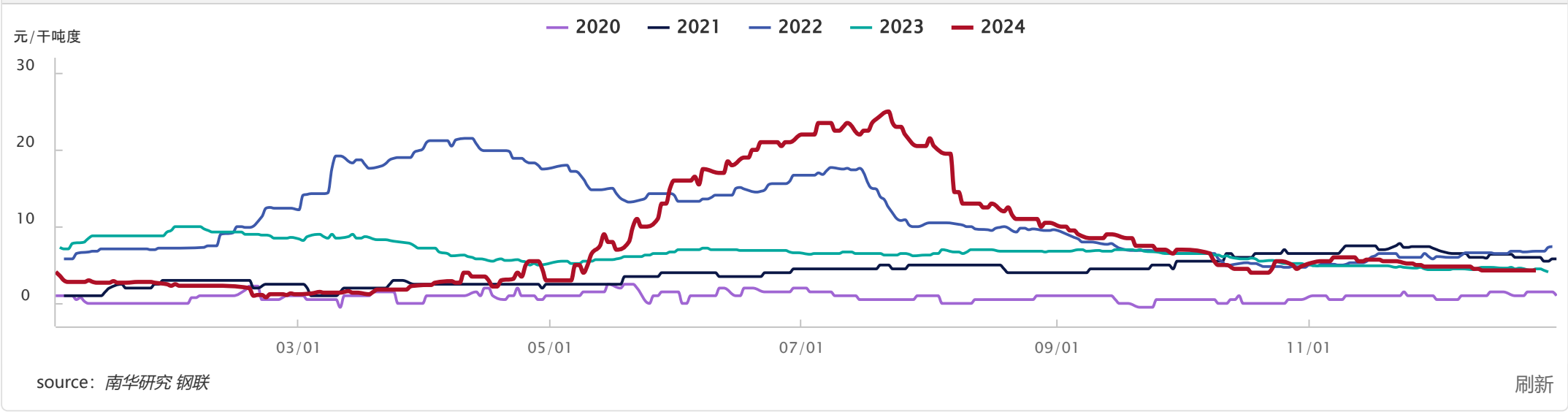
锰矿港口市场价：钦州港



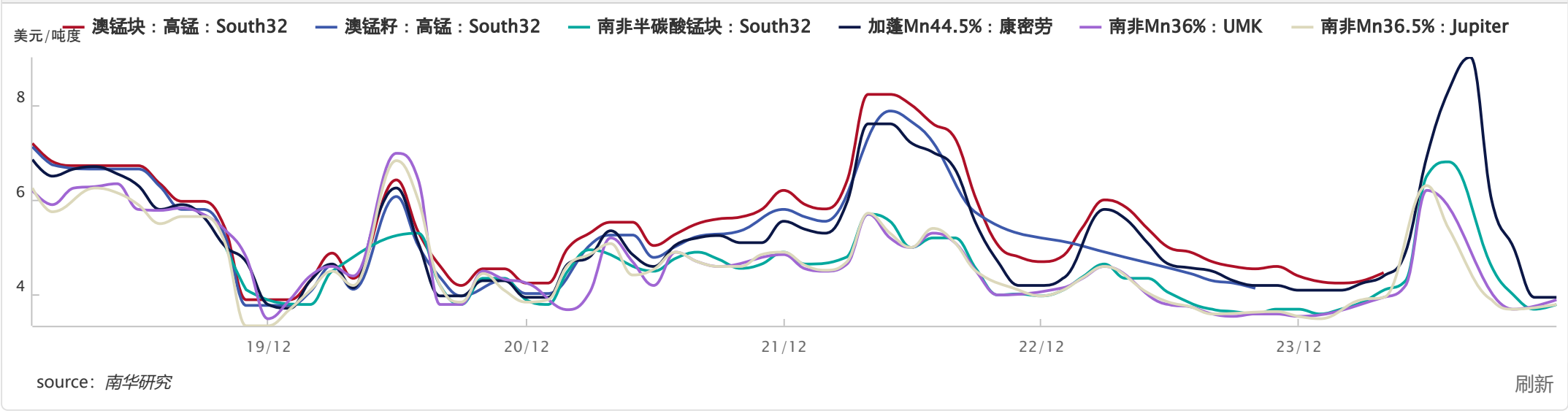
source: 南华研究 钢联

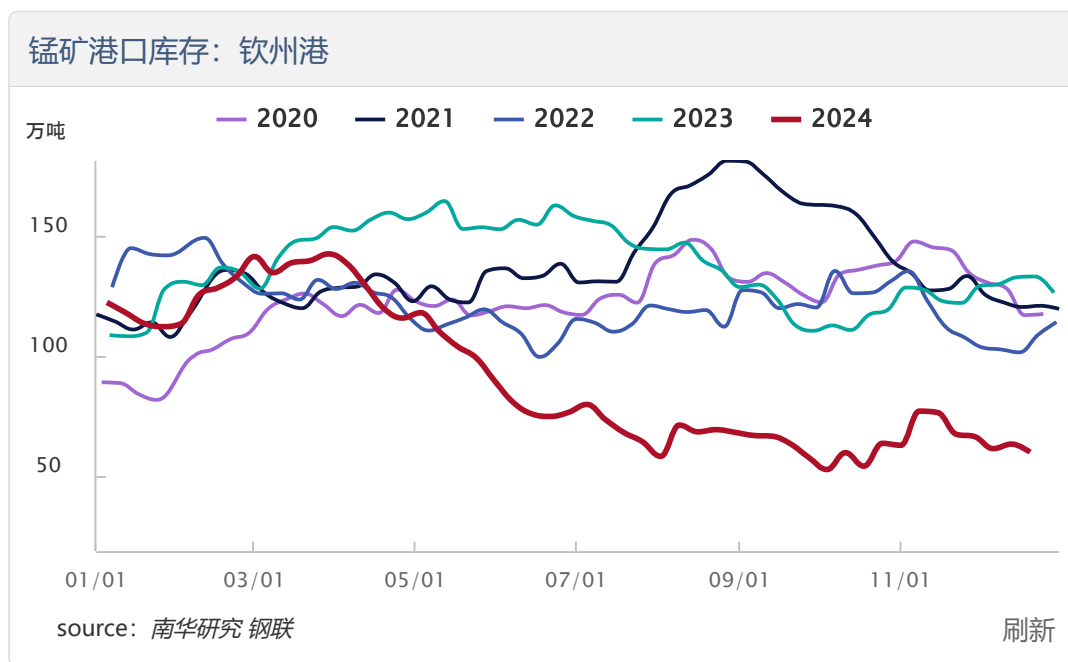
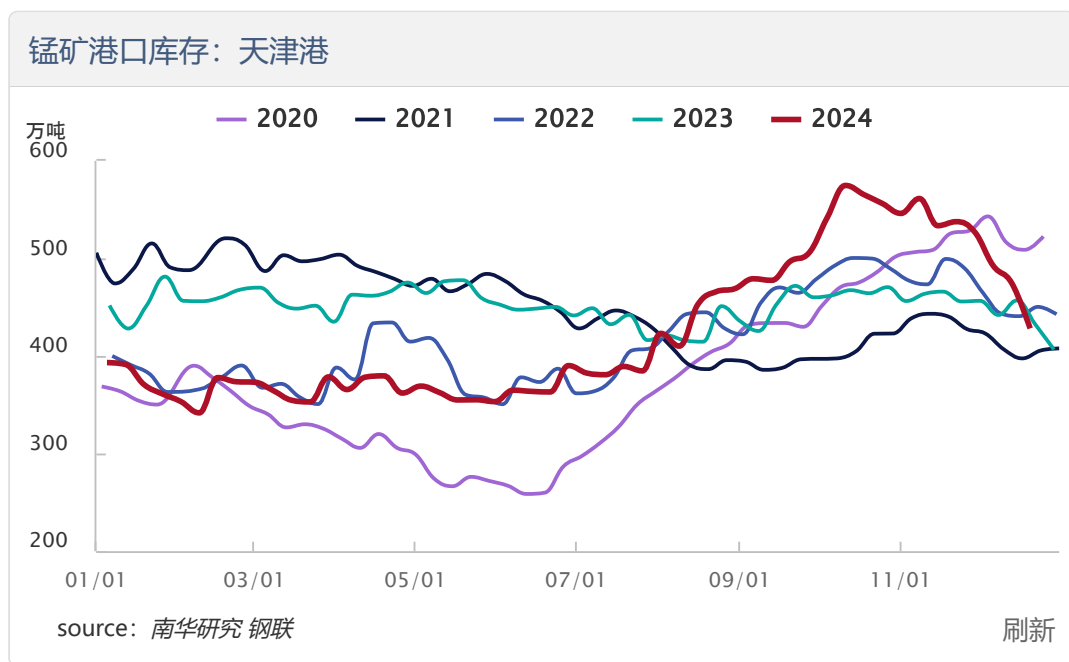
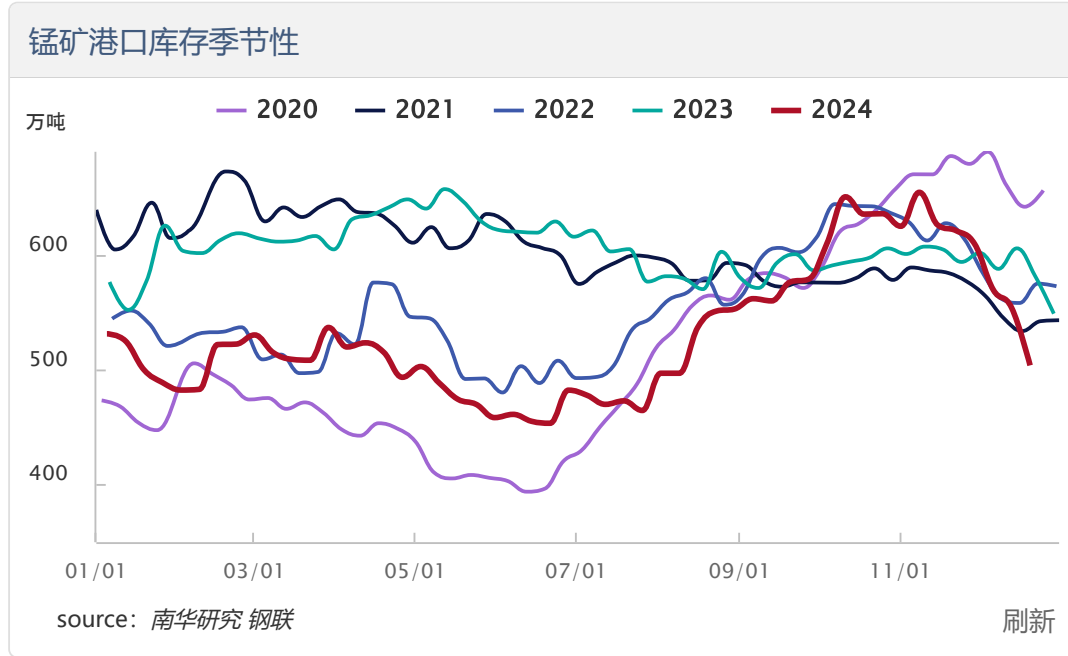
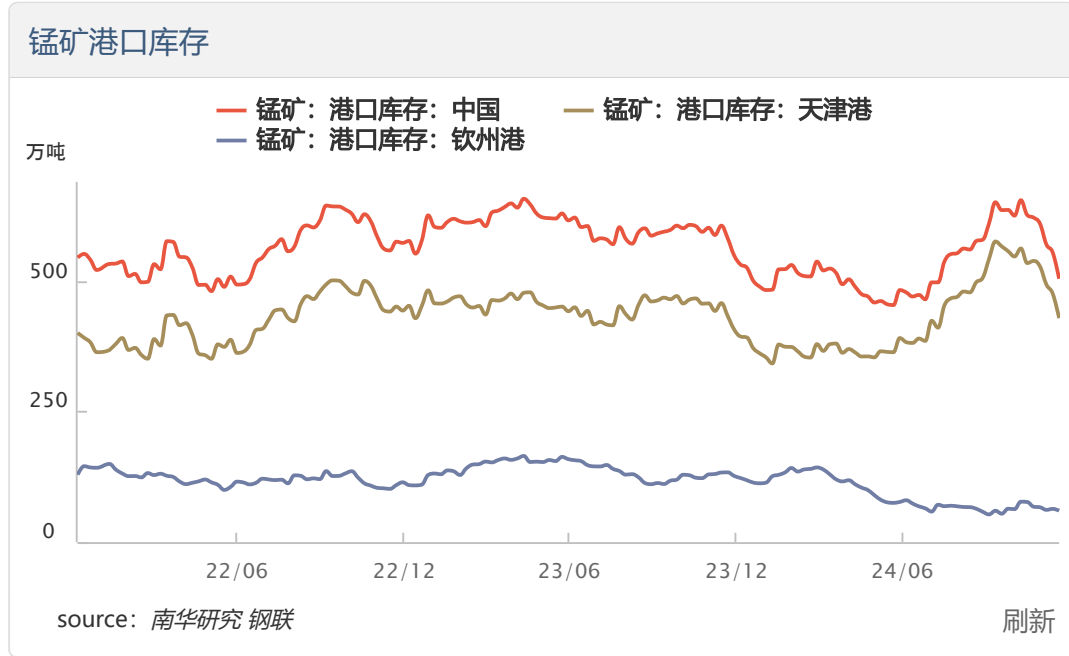
刷新

锰矿高低品价差（加蓬-南非）



锰矿矿山远月报价





3 总结与展望

近年来，地产周期下行，钢厂根据利润调整铁水流向，螺纹钢产量占比逐年下滑，硅锰需求萎缩严重。根据估算，2024年硅锰需求同比下滑6.07%，同期硅锰供应同比下滑幅度达12.78%，硅锰过剩幅度有所收窄，但库存表现却与之相背。本文认为，这一结果与下游钢厂持续压减原料采购规模，以及年内盘面暴涨，大量隐性库存被制成仓单流出市场有关。2023年硅锰积极增产，产量基数偏高，今年硅锰减产幅度大于需求萎缩幅度，全行业库存压力有所缓和，但仍有大量库存集中在贸易环节。

展望2025年，在高库存压力下，硅锰生产利润将长期承压，硅锰产量有望继续下滑。考虑到硅锰仍有新增产能投放，且北方低成本产区控产意愿不强，硅锰减产幅度相对有限。下游螺纹钢产能出清有望延续，钢厂以需定产，维持原料低库存运转，硅锰炼钢需求同步承压，过剩仍是制约硅锰走势的主要矛盾。成本端，若海外锰矿矿山放缓发运节奏，锰矿低库存状态有望维持，价格整体下移空间不大。锰矿作为硅锰最重要的生产原料，或在下跌途中为硅锰托底。

策略建议：逢高布空SM，逢高做空双硅价差（SF-SM），SM关注区间5500-6500元/吨

风险点：海外矿山发运异常，主产地能耗双控，需求超预期增长

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

南华研究院
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

南华黑色研究团队
袁铭（Z0012648）
联系人：张洊 F03118257

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富