



FUTURE

## 光期黑色：四大矿山四季度季报简析及 2025 年供应展望

光大期货研究所

黑色研究团队

研究总监：邱跃成

品种：钢材

分析师：柳湜

品种：铁矿石

分析师：张春杰

品种：双焦、废钢

期市有风险

入市需谨慎

一月中下旬，海外四大矿山陆续公布其 2024 年四季度产销报告。从公布的情况来看，淡水河谷四季度产销同环比有所下降，但其 2024 年表现超预期达到 3.28 亿吨（同比增加 2%），超过了之前设定的目标。力拓四季度产销环比有所改善，但同比仍小幅下降。2024 年全年产销同比下降 1%，低于财年目标中值水平，必和必拓和 FMG 四季度铁矿石产销同环比均有所增加，且 2025 财年目标保持不变。

VALE：四季度铁矿石产量为 8530 万吨，环比下降 6.3%，同比下降 4.6%。销量为 8120 万吨，同比减少 910 万吨，减幅为 10%。2024 年总产量超出预期，达到 3.28 亿吨，同比增加 2%，销量总量 3.07 亿吨，同比增加 1.9%。

力拓：四季度皮尔巴拉业务铁矿石产量为 8649 万吨，环比增加 3%，同比减少 1%。发运量为 8570 万吨，环比增加 1%，同比减少 1%。2024 全年矿山总产量为 3.2797 亿吨，同比下降 1%，发运总量 3.2857 亿吨，同比下降 1%。2025 年力拓皮尔巴拉铁矿石发运量目标保持不变，为 3.23-3.38 亿吨。

BHP：必和必拓四季度西澳矿区铁矿石产量 7307.1 万吨，环比增加 2%，同比增加 1%。销量为 7259.4 万吨，环比增加 1%，同比增加 3%。2025 财年产量目标维持不变，预计产量 2.82 亿至 2.94 亿吨（100%权益），且预计产量将处于指导范围的上半区间。

FMG：四季度铁矿石产量达 6190 万吨，环比增长 8%，同比增长 12%；总加工量为 5100 万吨，环比增长 6%，同比增长 5%。发运量达 4940 万吨，环比增长 4%，同比增长 1%，其中铁桥项目共发货 150 万吨。2025 财年上半年总发货量达到了 9710 万吨，创下了最高半年发货量纪录。

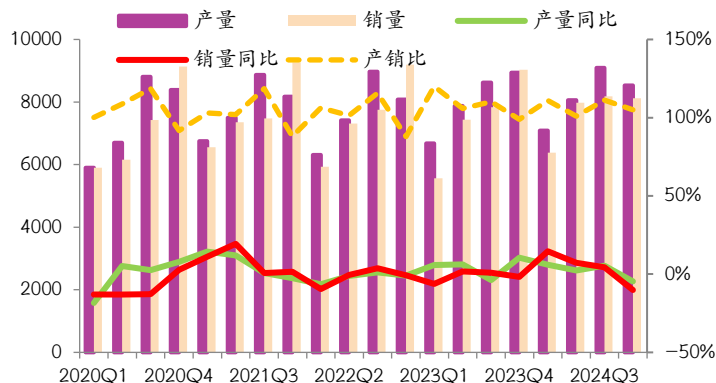
2025 年来看，预计四大矿山产销量同比增量 1900 万吨，进口至中国的增量约为 1400 万吨。其中力拓同比增加 500 万吨至 3.3 亿吨，BHP 同比增加 100 万吨至 2.9 亿吨，FMG 同比增加 600 万吨至 2 亿吨，VALE 同比增加 700 万吨至 3.35 亿吨。可以关注的增产项目主要为力拓的西坡项目、FMG 的铁桥项目、淡水河谷的产能回升计划。

## 光期黑色：四大矿山四季度季报简析及 2025 年供应展望

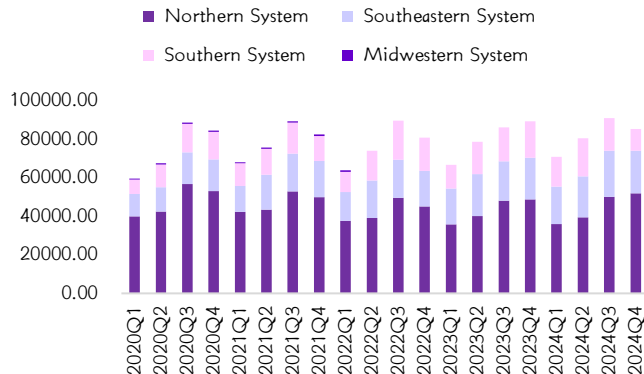
### 一、四大矿山四季度季报简析

#### 1、淡水河谷：四季度产销同环比均有所下降，但 2024 年整体表现超预期

图表 1：淡水河谷分季度产销量（单位：万吨）



图表 2：淡水河谷分矿区产量（单位：千吨）



资料来源：矿山季报，光大期货研究所

淡水河谷四季度铁矿石产量为 8530 万吨，环比下降 6.3%，同比下降 4.6%。据季报显示，VALE 采用优先生产利润率较高产品的投资组合优化决策。正因如此，南部系统产量下降，而 S11D 却创下产量纪录。全年来看，淡水河谷产量超出预期，达到 3.28 亿吨（同比增加 2%），超过了之前设定的目标（3.1–3.2 亿吨）。球团产量为 920 万吨，同比减少 70 万吨，减幅为 7%，主要由于 Vargem Grande 工厂的运营业绩受到 11、12 月份维护检修的影响。四季度铁矿石销量为 8120 万吨，同比减少 910 万吨，减幅为 10%，由于本季度减少高硅产品销售以提升总溢价之决策所致。2024 年销量总量 3.07 亿吨，同比增加 1.9%。

分矿区来看，北部系统四季度产量为 5194.2 万吨，环比增加 3.6%，同比增加 6.3%。四季度北部矿区产量实现同比增加主要是由于 S11D 矿区继续实现高产量，运营业绩提升和持续实施资产可靠性措施确保了运营稳定性。Serra Norte 矿区产量也符合生产计划。全年来看，S11D 矿区实现了创纪录的 8300 万吨的产量，同比增加 10.7%。东南部系统四季度产量 2209.7 万吨，环比下降 7.9%，同比增加 2.3%。产量同比增加得益于 Brucutu 第四条加工线的调试运行，抵消了 Conceição2 号工厂的维护检修影响。11 月 VALE 开始 Capanema 项目的调试（预计在 Mariana 增

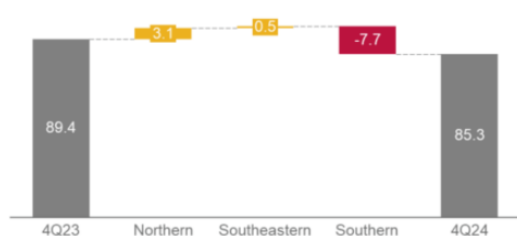
加铁矿石产量 1500 万吨)。南部系统四季度产量 1124.1 万吨, 环比下降 33.2%, 同比下降 40.7%。

环同比明显下降主要是优先生产针对当前市场的高利润产品所致。

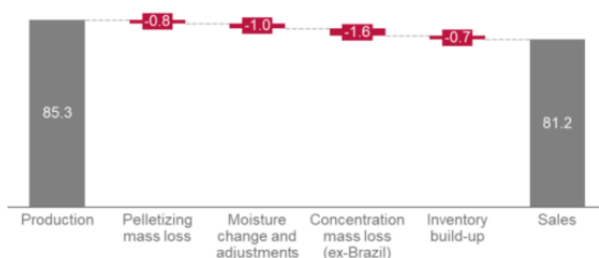
图表 3: 四季度产量增减情况 (单位: 百万吨)

图表 4: 四季度产销情况 (单位: 百万吨)

Iron ore production, Mt (4Q24 vs. 4Q23)



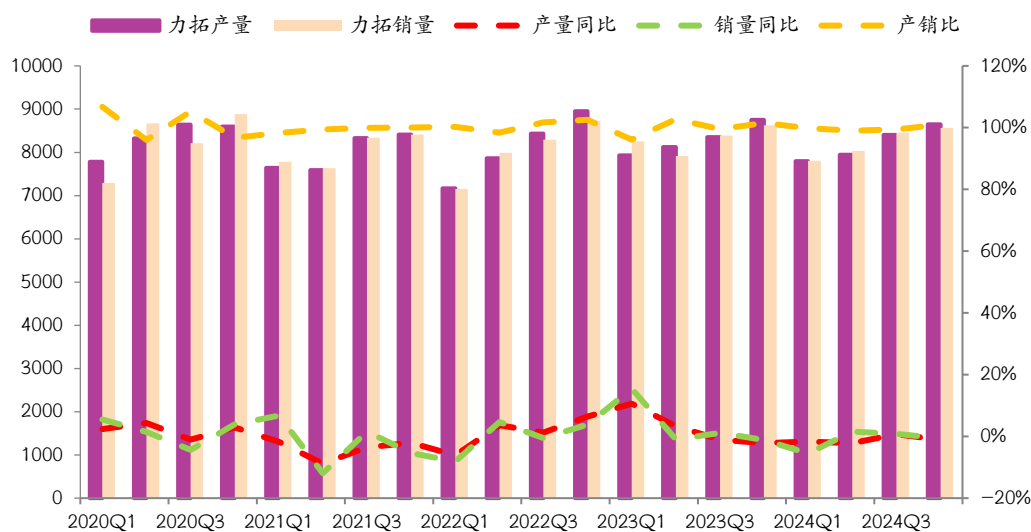
Iron ore production-to-sales, Mt (4Q24)



资料来源: 矿山季报, 光大期货研究所

2、力拓: 2024 年全年产销同比下降 1%, 2025 年关注西坡项目投产带来增量

图表 5: 力拓分季度产销情况 (单位: 万吨)



资料来源: 矿山季报, 光大期货研究所

力拓四季度皮尔巴拉业务铁矿石产量为 8649 万吨, 环比增加 3%, 同比减少 1%。主要由于力拓正在经历新老矿区产能替换阶段, Gudai Darri 项目在 2024 年达到 5000 万吨的产量, 矿山生产效率是有所提高的, 很大程度上抵消了矿山枯竭导致的品位下降和高降雨量的影响, 而且矿山的库存有所减少。产量分矿区来看, Robe River – Pannawonica (Mesas J and A) 矿区产量增量较大,

环比增加 18%，同比增加 5%。Hamersley mines 矿区产量也环比增加 4%，同比增加 1%。Hope Downs 矿区、Robe River- West Angelas 矿区产量均有不同程度的下滑，分别环比下降 11%和 2%，同比下降 16%和 0.1%。四季度皮尔巴拉业务铁矿石发运量为 8570 万吨，环比增加 1%，同比减少 1%。SP10 产品在发运量中仍保持着较高水平，占四季度发运量的 25%，预计 SP10 产品发运量将保持高位，直至替代项目交付。

2024 全年矿山总产量为 3.2797 亿吨，同比下降 1%，全年产量同比下降还是受到铁矿石品位下降、高于平均值降雨量的影响。发运总量 3.2857 亿吨，同比下降 1%，完成了其全年发运目标（3.23-3.38 亿吨），但低于中值水平。

#### 项目方面：

- （1）西坡铁矿项目（Western Range）方面，中国宝武和力拓的权益比例为 46%和 54%，并将投资 20 亿美元（其中力拓投资 13 亿美元）开发该矿。西坡项目的目标是在合资期限内生产 2.75 亿吨铁矿石，项目的设计年产能为 2500 万吨，平均品位约 62%。该项目的建设按计划推进，项目建设进度已超过 90%，土建工作、初始矿区开发进展顺利。首批矿计划在 2025 年上半年投产。
- （2）继续推进皮尔巴拉矿山替换项目研究，包括 Hope Downs 1 Sustaining（Hope Downs 2 和 Bedded Hilltop）、Brockman 4 Sustaining（Brockman Syncline 1）、Greater Nammuldi Sustaining 和 West Angelas Sustaining。
- （3）罗兹岭项目（Rhodes Ridge）可行性研究预计 2025 年底完成，初始计划年产能达到 4000 万吨，但需要得到相关批准，预计首批铁矿石开采在 2030 年左右。
- （4）西芒杜项目：Simfer 矿的首次生产预计在 2025 年，并计划在 30 个月内，年产能增加到 6000 万吨（力拓的份额 2700 万吨/年）。关于 Simfer 矿，土建工程按计划进行，破碎机现已投入使用。四季度其他基础设施建设包括铁路、港口等设施顺利建设中。

**财年目标：**2025 年力拓皮尔巴拉铁矿石发运量目标（100%）保持不变，为 3.23-3.38 亿吨，随着其西坡项目的投产，预计 2025 年全年产量将有望突破 3.3 亿吨。

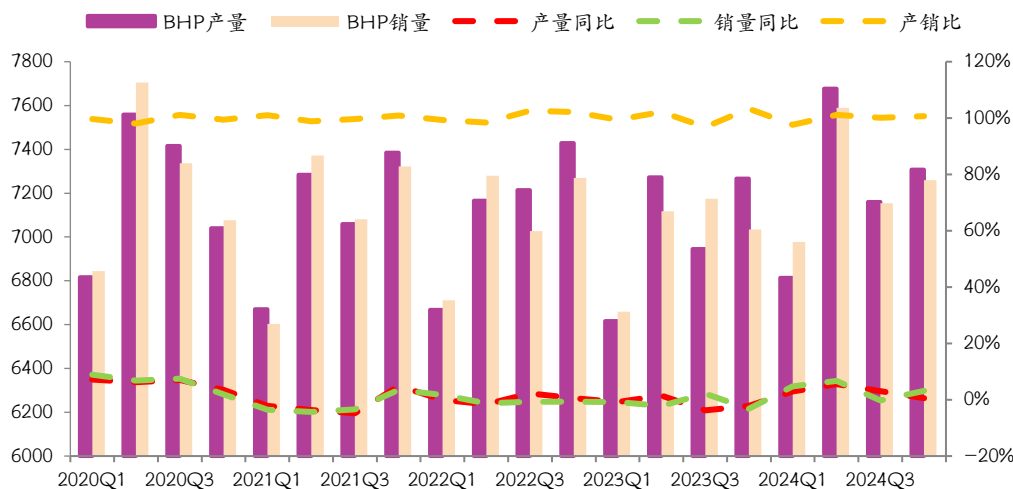
图表 6：力拓四季度产销数据（单位：万吨）

力拓四季度产销数据	2024Q4	2024Q3	2023Q4	环比	同比
分矿区产量					
Hammersley mines	5965.6	5709.6	5913.8	4%	1%
Hope Downs	1020.0	1150.7	1214.8	-11%	-16%
Robe River – Pannawonica (Mesas J and A)	858.3	725.2	817.1	18%	5%
Robe River – West Angelas	804.8	821.1	805.4	-2%	0%
分品种产量					
Pilbara Blend and SP10 Lump	2727.3	2660.4	2630.8	3%	4%
Pilbara Blend and SP10 Fines	4022.8	3878.8	3926.4	4%	2%
Robe Valley Lump	344.4	280.7	300.4	23%	15%
Robe Valley Fines	513.9	444.5	516.7	16%	-1%
Yandicoogina Fines (HIY)	1040.2	1142.1	1376.8	-9%	-24%
力拓皮尔巴拉总产量	8648.6	8406.6	8751.1	3%	-1%
分品种销量					
Pilbara Blend Lump	1622.3	1749.8	1735.5	-7%	-7%
Pilbara Blend Fines	2904.2	3187.0	2984.0	-9%	-3%
Robe Valley Lump	284.6	220.0	284.2	29%	0%
Robe Valley Fines	576.4	483.9	576.2	19%	0%
Yandicoogina Fines (HIY)	1058.5	1179.4	1362.8	-10%	-22%
SP10块	756.7	579.0	462.0	31%	64%
SP10粉	1365.0	1055.9	1220.8	29%	12%
力拓皮尔巴拉总销量	8567.8	8455.0	8625.5	1%	-1%

资料来源：矿山季报，光大期货研究所

### 3、必和必拓：四季度铁矿石产销同环比均有所增加，2025 年财年目标保持不变

图表 7：必和必拓分季度产销量（单位：万吨）



资料来源：矿山季报，光大期货研究所

必和必拓四季度西澳矿区（WAIO）铁矿石产量 7307.1 万吨，环比增加 2%，同比增加 1%。

分矿区来看，Area C Joint Venture 矿区产量同环比均有所增加，Newman、Jimblebar 矿区环比有所增加，但同比有所下降，Yandi Joint Venture 矿区产量同环比均有所下降。必和必拓四季度铁

矿石销量为 7259.4 万吨，环比增加 1%，同比增加 3%；其中 BHP 所属权益下，粉矿销量 4402.2 万吨，块矿销量 2031.9 万吨。

目前三四季度西澳矿区（WAI0）铁矿石产量 1.28 亿吨，同比增加 2%。产量实现同比增加是皮尔巴拉中心枢纽扩建项目（South Flank and Mining Area C 矿区）完成产能爬坡，供应链表现强劲和设备生产效率有所提升，PDP1 项目优化了卸货和装船周期。但港口铁路技术计划(RTP1)的造成的持续影响和 12 月的降雨仍影响了产量。2025 财年产量目标维持不变，预计产量在 2.55 亿至 2.655 亿吨之间（100%权益为 2.82 亿至 2.94 亿吨），且预计产量将处于指导范围的上半区间。

Samarco：四季度产量为 147.1 万吨，环比增加 14%，同比增加 13%；销量 150.8 万吨，环比增加 50%，同比增加 13%。增产由于提前重启第二座选矿厂和恢复闲置球团厂产能，且预计到 2026 财年全球年产能将提升至约 1600 万吨（100%权益）。2025 财年目标维持 500 万至 550 万吨（100%权益基准），预计产量处于区间上沿。

图表 8：必和必拓四季度产销数据（单位：万吨）

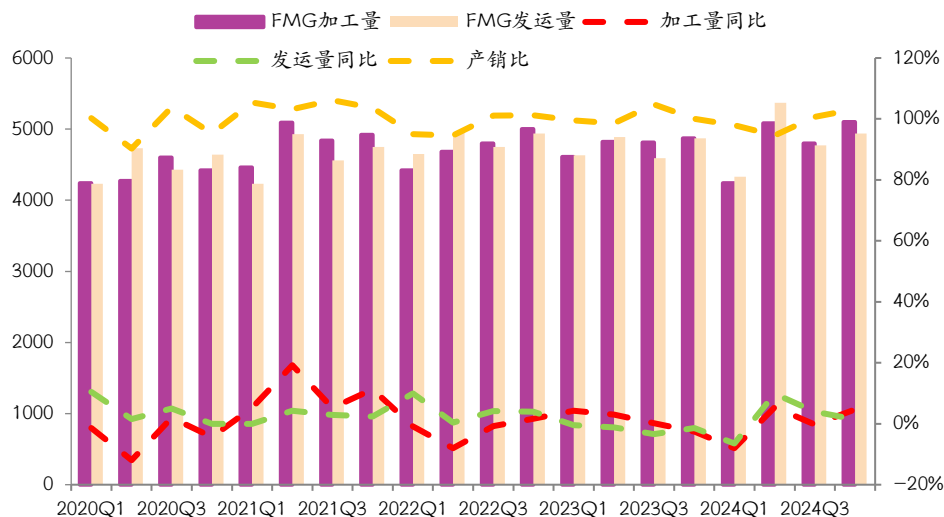
必和必拓四季度产销数据	2024Q4	2024Q3	2023Q4	环比	同比
分矿区产量					
Newman	1379.60	1335.80	1546.80	3%	-11%
Area C Joint Venture	2957.80	2883.90	2607.40	3%	13%
Yandi Joint Venture	377.70	444.00	497.80	-15%	-24%
Jimblebar	1760.00	1672.60	1794.00	5%	-2%
BHP产量（85%）	6475.10	6336.30	6446.00	2%	0%
BHP总产量（100%）	7307.10	7159.30	7267.00	2%	1%
销量					
块矿	2031.90	1937.70	1917.60	5%	6%
粉矿	4402.20	4403.10	4343.00	0%	1%
BHP销量（85%）	6434.10	6340.80	6260.60	1%	3%
BHP销量（100%）	7259.40	7154.30	7034.00	1%	3%
Samarco					
产量	147.10	128.50	130.20	14%	13%
销量	150.80	100.20	132.90	50%	13%

资料来源：矿山季报，光大期货研究所



#### 4、FMG：四季度产销同环比均有所增加，2025 年铁桥项目提供增量

图表 9：FMG 分季度产销量（单位：万吨）



资料来源：矿山季报，光大期货研究所

四季度铁矿石产量达 6190 万吨，环比增长 8%，同比增长 12%；铁矿石总加工量为 5100 万吨，环比增长 6%，同比增长 5%。

四季度铁矿石发运量达 4940 万吨，环比增长 4%，同比增长 1%。2025 财年上半年总发货量达到了 9710 万吨，创下了最高半年发货量纪录。分品种来看，混合粉（FMG Blended Fines）发运量达 1810 万吨，占发运总量的 37%；超特粉（Super Special Fines）发运量达 2020 万吨，占发运总量的 41%；西皮尔巴拉粉（West Pilbara Fines）发运量为 360 万吨，占发运总量 7%；国王粉发运量为 410 万吨，占比 8%；FMG 块发运量为 190 万吨，占比为 4%，Iron Bridge 精粉发运量为 150 万吨，占比 3%。

铁桥项目(Iron Bridge)：据季报显示，四季度铁桥项目共发货 150 万吨，2025 财年上半年的发货量达到了 320 万吨。本季度铁桥项目安全成功地完成了矿石加工设施（OPF）和精矿处理设施的大规模关停维护。铁桥项目的提产计划重点包括空气分级回路和下游气带式输送带。福德士河的水管理战略确保矿石加工设施能够获得充足的水源。预计于 2025 年四季度达到满负荷生产状态（2200 万吨），主要提供增量。

财年目标：2025 财年的发运目标指导量为 1.9-2 亿吨，C1 成本目标为 18.5-19.75 美元/湿吨（基于皮尔巴拉赤铁矿）。

图表 10: FMG 四季度产销数据 (单位: 万吨)

FMG四季度产销数据	2024Q4	2024Q3	2023Q4	环比	同比
铁矿石总加工量	5100	4800	4870	6%	5%
Iron Bridge Concentrate	150	160	5	-6%	-
West Pilbara Fines	360	360	430	0%	-16%
Kings Fines	410	370	380	11%	8%
Fortescue Blend	1810	1720	2120	5%	-15%
Fortescue Lump	190	210	220	-10%	-14%
Super Special Fines	2020	1950	1700	4%	19%
Other products	0	0	0	-	-
铁矿石总发运量	4940	4770	4870	4%	1%

资料来源: 矿山季报, 光大期货研究所

## 二、2025 年四大矿山供应展望

图表 11: 四大矿山 2025 供给展望 (单位: 万吨)

国家	矿山	财年目标	2024	2025E	同比增量
澳大利亚	Rio tinto	3.23-3.38 亿吨	32857	33357	500
澳大利亚	BHP	2.82-2.94亿吨	28957	29057	100
澳大利亚	FMG	1.9-2亿吨	19410	20010	600
巴西	VALE	3.25-3.35亿吨	32800	33500	700
总计	-	-	114024	115924	1900

数据来源: 矿山季报、光大期货研究所

之前在铁矿石年报中, 对四大矿山财年目标、项目进展情况做过推算, 现根据其四季度最新季报内容, 更新四大矿山具体推算情况如下:

预计 2025 年四大矿山产销量同比增量 1900 万吨, 进口至中国的增量约为 1400 万吨。其中力拓同比增加 500 万吨至 3.3 亿吨, BHP 同比增加 100 万吨至 2.9 亿吨, FMG 同比增加 600 万吨至 2 亿吨, VALE 同比增加 700 万吨至 3.35 亿吨。可以关注的增产项目主要为力拓的西坡项目、FMG 的铁桥项目、淡水河谷的产能回升计划。

力拓: 2025 年财年目标均为 3.23-3.38 亿吨, 2025 年产量边际增加 500 万吨至 3.3 亿吨, 未来达到 3.6 亿吨的目标。其中西坡项目设计产能 2500 万吨, 2025 年 3 月投产, 但达到满产仍需要几年时间, 未来几年提供增量。西芒杜项目正在合作推进, Simfer 矿预计 2025 年首次出矿, 但增量有限, 经过 30 个月之后产能达到 6000 万吨, 该矿刚开始主要生产烧结粗粉, 然后向高炉用粗粉和直接还原铁粉并行生产过渡。



必和必拓：以稳产为主，预计边际增量 100 万吨。用产能替换项目稳定产量，2025 财年目标 2.82–2.94 亿吨。其 Samarco 的第二个工厂将在 2025 财年三季度投入使用，将提升球团产量，预计在 2026 财年末完成。

FMG：增量主要来自于铁桥项目（Iron Bridge）的逐步满产，边际增量 600 万吨。该项目于 2023 年 8 月正式投产，2024 财年铁矿石产量为 1300 万吨，预计 2025 年三季度满产，预计边际增量在 600 万吨左右，预计 2025 年上半年 FMG 发运量继续增加且在三季度达到峰值水平。

淡水河谷：预计 2025 年增量 700 万吨，达到 3.35 亿吨。根据 12 月初 2024 Vale Day 公布的信息来看，2024 年 VALE 铁矿石预估产量达到 3.28 亿吨，2025 年产量达到 3.25–3.35 亿吨，2026 年产量达到 3.4–3.6 亿吨，2030 年产量稳定在 3.6 亿吨，且目标到 2030 年将铁矿石的含铁品位提高至 63–64%。

其中 2025 年提供增量的项目：

南部系统 Vargem Grande 1（瓦尔格姆格兰德）产能恢复项目，该项目是 2026 年实现 3.4–3.6 亿吨目标的重要一步，恢复约 1500 万吨/年产能，并将铁品位提高约 2%。

东南部系统 Capanema（卡帕内马项目）该项目已于 11 月提前进行调试计划，有望在 25 年上半年启动（增产 1500 万吨）。

（3）Tubarao 图巴朗工厂建设项目，将建设两座年产能 600 万吨的压铁块厂（iron ore briquette）。

（4）北部系统的增产项目 240 Mtpy 也在提供增量。

另外，近几年 Vale 铁矿石资本开支呈现逐年上升的趋势，VALE 计划 2026 年实现 3.4–3.6 亿吨，还有包括北部增产项目的 Serra Sul 120、Compact Crushing S11D、N3 – Serra Norte（北岭矿 N3）等项目在 2026 年陆续启动和投产。VALE 正在进行新增产项目的评估：Apolo（阿波罗）；替换产能项目的评估 Itabira mines（伊塔比拉）、S11C、Serra Norte N1/N2（北岭矿 N1/N2）等。

## 黑色研究团队成员介绍

邱跃成，现任光大期货研究所所长助理兼黑色研究总监，曾任西本新干线首席研究员、中物联钢铁物流专委会钢铁 PMI 研究中心主任，近 20 年钢铁行业现货贸易、研究咨询工作经验。为 2019 年、2020 年上期所优秀黑色金属产业服务团队负责人，2020-2023 年连续四年上期所优秀黑色金属分析师，2019 年大商所十大期货投研团队核心成员，期货日报第十四届至十七届最佳工业品期货分析师。期货从业资格号：F3046854，期货交易咨询资格号：Z0016941。

张笑金，现任光大期货研究所资源品研究总监，郑州商品交易所动力煤培训师、期货日报最佳黑色产业链期货分析师、多次荣获郑州商品交易所动力煤高级分析师，2019 年荣获郑商所资深高级分析师。期货从业资格号：F0306200，期货交易咨询资格号：Z0000082。

柳浠，英国曼彻斯特大学理学硕士，长期深入铁矿石品种研究，擅长基于黑色产业链数据的基本面供需分析。撰写多篇产业专题报告，为产业上下游客户提供及时的热点、行情解读。从业资格号：F03087689，期货交易咨询资格号：Z0019538。

张春杰，现任光大期货研究所黑色研究员，曾任职投资公司和期现贸易公司，通过 CFA 二级考试，擅长从投资交易策略和期现角度思考，具备将金融理论与产业操作相结合的经验。期货从业资格号：F03132960。

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222                      传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979                      邮编：200127

## 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、可靠性和完整性不作任何保证，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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。