

钢矿季报

2015年4月7日星期二



智慧创造奇迹

一流的咨询, 卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

曹扬慧

0571-87839251

cyh@nawaa.com

助理研究员:

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

胡晓东

huxiaodong@nawaa.com

矿山博弈进入白热化阶段，黑色难言底

摘要:

- 如果说 2014 年是主流矿山挤占非主流矿山的元年，那么 2015 年一季度则呈现了一个关键信号，那就是主流矿山之间的博弈也进入到关键的时点。二季度 FMG 等矿山将陷入亏损境地，非主流矿将再遭压缩。澳洲、巴西矿山在中国市场进口份额攀升至 80% 以上。
- 二季度钢厂盈利能力逐渐恢复，开工率在 4-7 月份有望与利润呈现同步上升的走势，钢材供应压力加大。同时需求难觅增长空间，钢材供需恶化。钢材价格呈现震荡下行走势。
- 二季度策略，我们推荐趋势空螺纹策略。热卷和螺纹的价差套利获利能力不足，不推荐。操作上可以在短期钢矿大跌后买入部分安全边际相对较高的铁矿石进行对冲交易。二季度不推荐做多钢厂利润，盘面利润走势已经提前透支现货利润复苏空间。

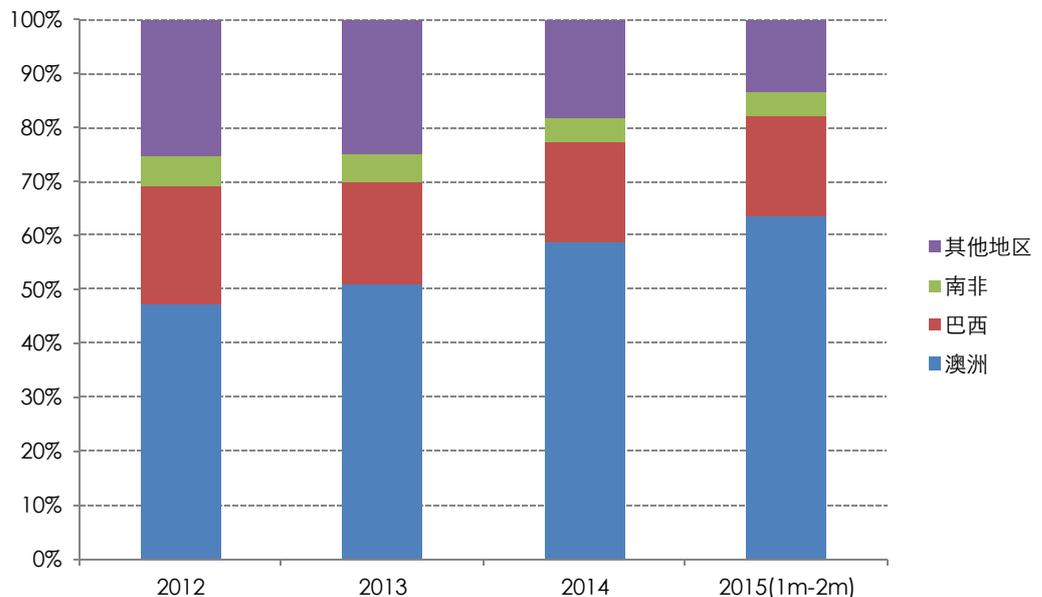
1. 供应粘性导致矿山去产能速度不及预期

尽管数据显示，当前的铁矿石价格以已经跌穿了大部分非主流矿的边际成本线甚至是现金流成本线，但是供应收缩的速度依然不足，市场对供应的担忧没有出现任何好转迹象。

1.1 矿山去产能挤占逼近主流矿

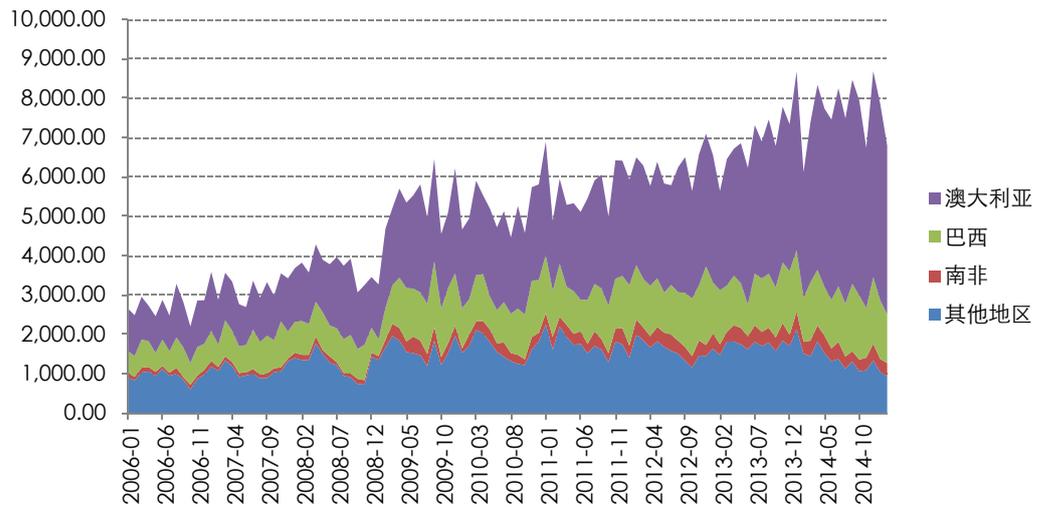
由于主流矿的增产和需求下滑的双重影响，进入 2015 年后铁矿石市场已经从主流矿与非主流矿的竞争逐渐转移到主流矿之间的搏斗中。2015 年 1-2 月份从巴西和澳洲进口的铁矿石数量占比已经从 2014 年的 77% 增长到接近 82%。剩下的进口市场份额集中在南非和伊朗、墨西哥、东南亚等国家。如果年内从澳洲新增加进口 9000 万吨，从巴西进口增加 1000 万吨，整体进口量增加 7000 万吨至 10 亿吨，那么从其他国家的进口将萎缩 3000 万吨，而 2014 年全年从除了巴西、澳洲和南非外的其他国家进口铁矿石已经下滑了 3482 万吨，同比减少 17%，1-2 月份从其他国家进口的铁矿石更是下降了 46%，我们认为今年海外非主流矿将遭遇灭顶之灾，非主流矿的进口数量在 1.4 亿吨以下。2016 年后随着巴西优质矿的大规模投产，将逐步威胁到 FMG、英美资源以及刚进入市场的 Roy hill 等非巨头主流矿，届时可能迎来行业的大规模兼并重组，中国将掀起海外收购矿山的一波高潮。

图 1.1.1：非主流矿市场挤压空间已经不大



资料来源：国家统计局 南华研究

图 1.1.2: 进口铁矿石来源变化

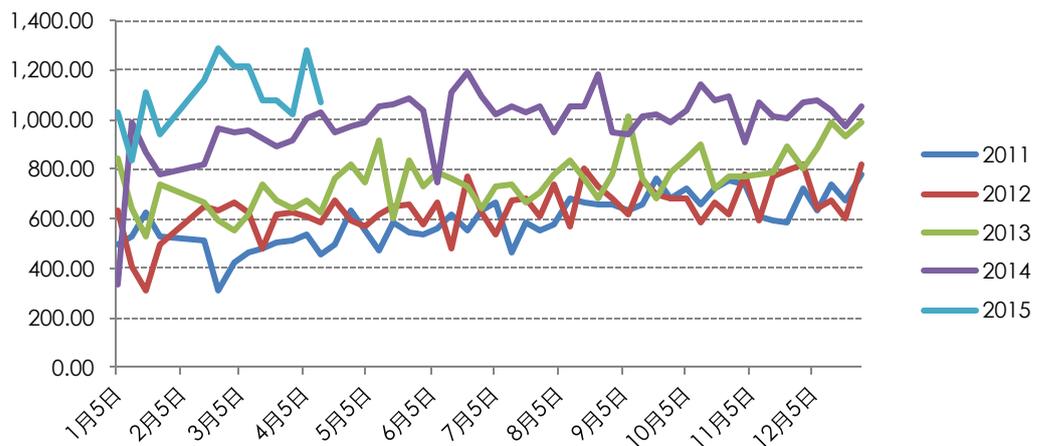


资料来源：国家统计局 南华研究

1.2 澳洲扩产潮延续

1-3 月份澳洲发往中国的铁矿石同比增加了 2817 万吨，相当于 25.1%，年化增量在 1 亿吨以上。从 2013 年以来铁矿石进入持续下跌的走势中，从发货量上看，从 2013 年下半年后澳洲发往中国的矿石数量呈现井喷趋势，与铁矿石价格下行的节奏保持一致，可以说导致铁矿石进入熊市周期的一个非常关键的因素就是澳洲矿山的大规模投产，从一季度的发货量和当前矿山的投产计划看，2015 年继续增产的格局还将延续，这也让我们认为铁矿石很难在今年上半年或者说今年年内见底回升。

图 1.2.1: 澳洲矿山发货量



资料来源：wind 南华研究

力拓在皮尔巴拉地区的扩产计划已经基本完成,2015 年产量增量在 3000 万吨左右,相当于单个季度达到 750 万吨,必和必拓增量大约为 4000 万吨,单季度平均增加 1000 万吨。由于今年一季度澳洲天气较好,发货顺利,同比增量较大。Roy hill 如期投产,9 月份开始发货,这也提前导致悲观预期在矿价上得到反应,因为该矿 40%是块矿,其余为粉矿,粉矿品位约 61%,而且磷含量低至 0.04%,比澳大利亚现有的主流中级粉矿更有优势。由于两拓和 Roy hill 投产的矿均属于强竞争力矿,品味高,成本低,因此对低品位矿的冲击会加快,预计今年下半年将对 FMG 公司造成明显的冲击。

随着中国对环保问题的重视程度加深,国内钢厂的环保成本将持续增加,高品位矿的溢价在 2015 年后明显扩大,普氏 52%的铁矿石指数对 62%的比价跌幅也超过了 58%品位的铁矿石。由于主流矿优势在扩大,增产会成为大矿山的必然,而且这种格局在需求不振的局面下很难有所改观。这样对 FMG 这样的公司会产生明显的不利。

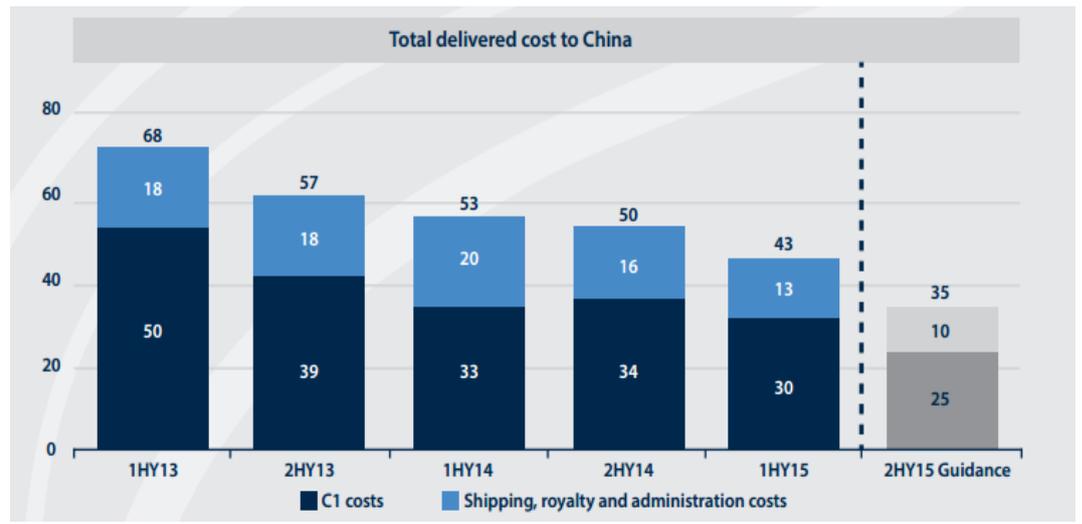
图 1.2.2 : 国内环保政策促使高品位矿优势扩大



资料来源: wind 南华研究

现在力拓、FMG 等澳洲主流矿山通过大幅裁员、压缩行政开支、提升运营效率等手段降低成本,但是降成本的速度依然无法赶上价格下跌的速度。以 FMG 为例,2015 年 1 上半年的现金流和船运/管理等成本为 43 美元,下半年预计成本下降至 35 美元,在达产后 FMG 半年成本大约下降 5 美元,这个速度显然未能跟上矿石价格下跌的速度,去年四季度 58%普氏指数均价为 61.81 美元,今年一季度已经跌至平均 50.5 美元,最新的价格已经跌至 37.5 美元,也就是已经面临现金流亏损的局面。去年 FMG 吨矿息税前利润接近 10 美元,去年 58%普氏指数均值为 80.3 美元。因此,进入到二季度后 FMG 将进入逐步亏损的阶段,若整个二季度价格都处于成本线下方,那么后面可能会存在一定的变数。因此后期 FMG 的动作将成为指引阶段性铁矿石行情的重要方向标。

图 1.2.3 : FMG 至中国的船运成本

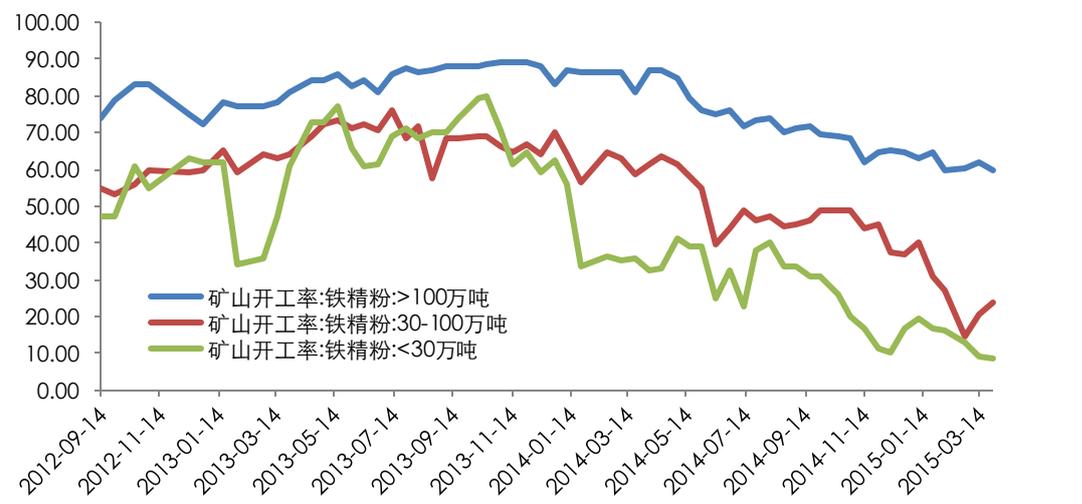


资料来源：FMG 官网 南华研究

1.3 二季度中国非主流矿加速被挤出市场

一季度进口矿价大跌对国内矿山形成了明显的挤压，国内矿石产量持续萎缩。尤其是在澳元、雷亚尔等货币大跌的情况下，内矿的竞争力再遭削弱。从直观统计的矿山开工率看，中小矿山已经基本被挤出市场，留下的主要是产能在 100 万吨以上的矿山。

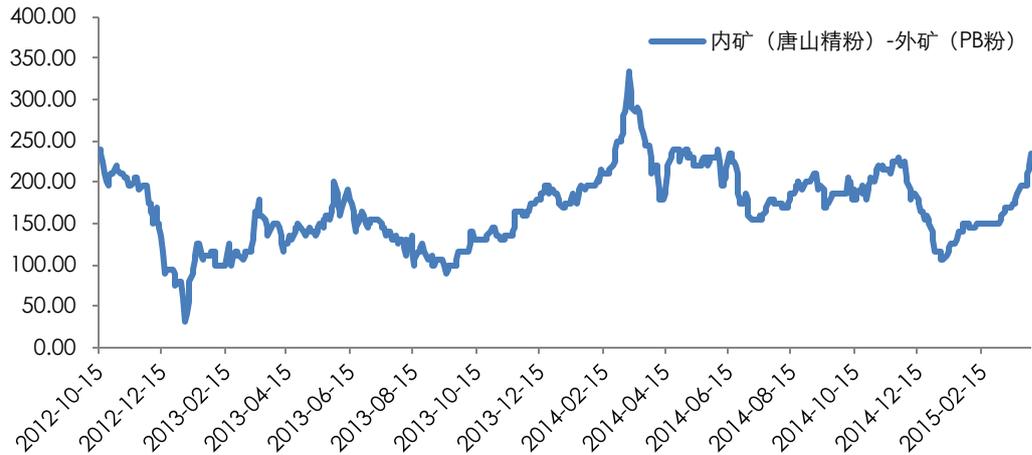
图 1.3.1 : 2015 年一季度内矿 同比下滑在 20%以上



资料来源：mysteel 南华研究

从地区间矿山的开工率看，今年以来开工率下滑最快的还是河北地区，直观的原因是由于今年河北地区环保执行的力度在加大，而同期内外矿价差还在继续扩大，导致外矿对内矿的挤占呈现进一步加速的趋势。

图 1.3.2：外矿优势扩大促使二季度内矿生存压力增加

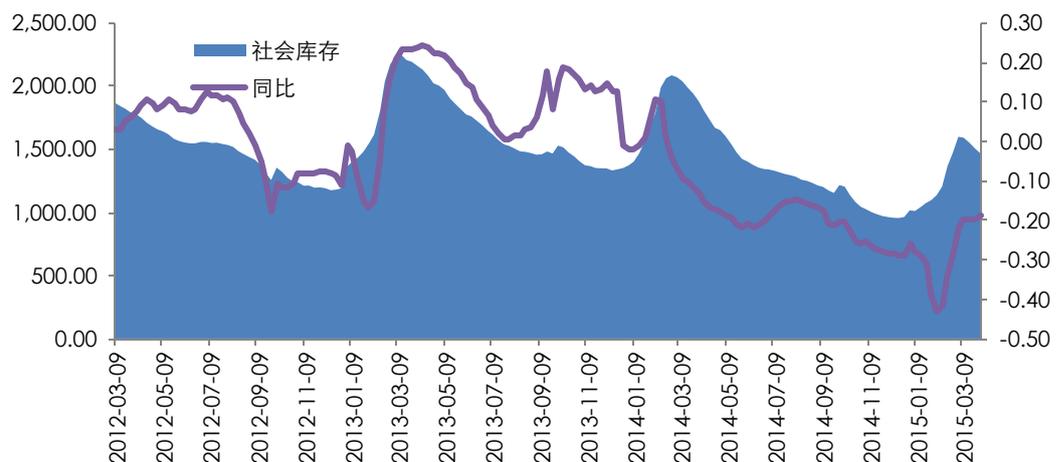


资料来源：wind 南华研究

整体上推算，今年一季度内矿同比产量下滑在 20-30%之间。在需求维持不变、进口铁矿石达到 1 亿吨的假设下，今年内矿的需求量（折合成进口矿平均品位）为 1.88 亿吨，较去年 2.55 亿吨同比下降 26.3%。

2 二季度钢厂开工率回升，钢矿比价趋势或放缓

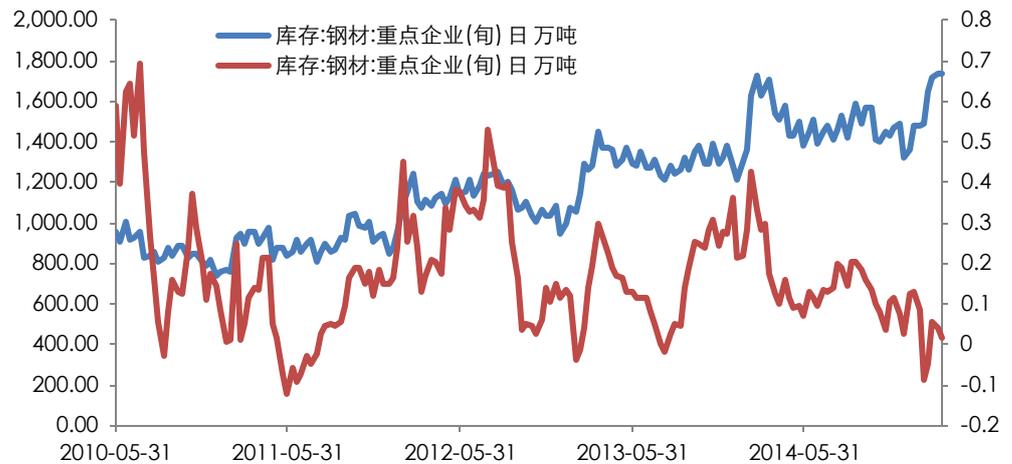
图 2.1.1 一季度国内钢材社会库存去库力度不及去年同期



资料来源：wind 南华研究

铁矿石的低迷与国内终端市场需求不足、出口遭遇天花板有直接的关系。1-3 月份我国与钢材需求直接相关的下游行业数据表现低迷，需求不足导致钢厂去库压力持续攀升，钢材社会库存虽然在大批贸易商退出市场后同比为负增长，但是 2 月份后同比降幅开始缩窄，说明需求还是偏弱，社会库存去库情况有所恶化。反观钢厂库存，压力依然居高不下，虽然由于环保因素导致钢厂前期开工偏低，缓解了部分供应压力，但是对于当前的高库存而言，影响并不是太大，而且随着钢厂盈利能力在 4 月份后逐步回升，后期将进入产量释放周期。

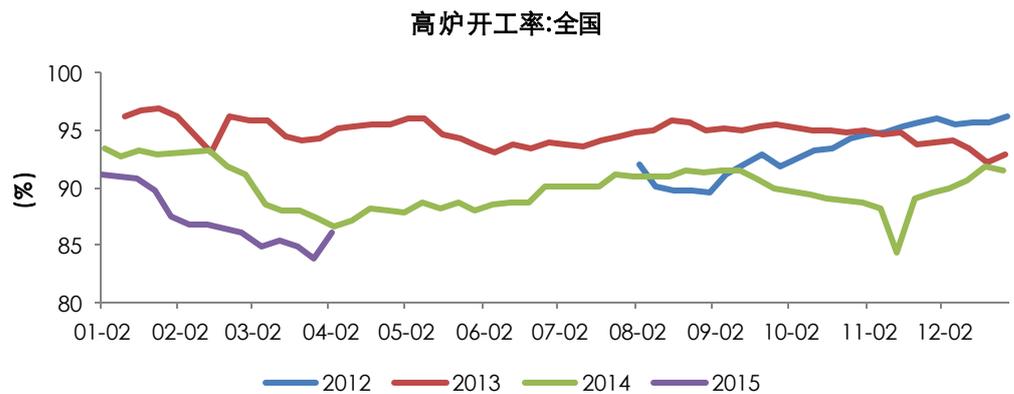
图 2.1.2 : 重点钢厂库存维持高位



资料来源: wind 南华研究

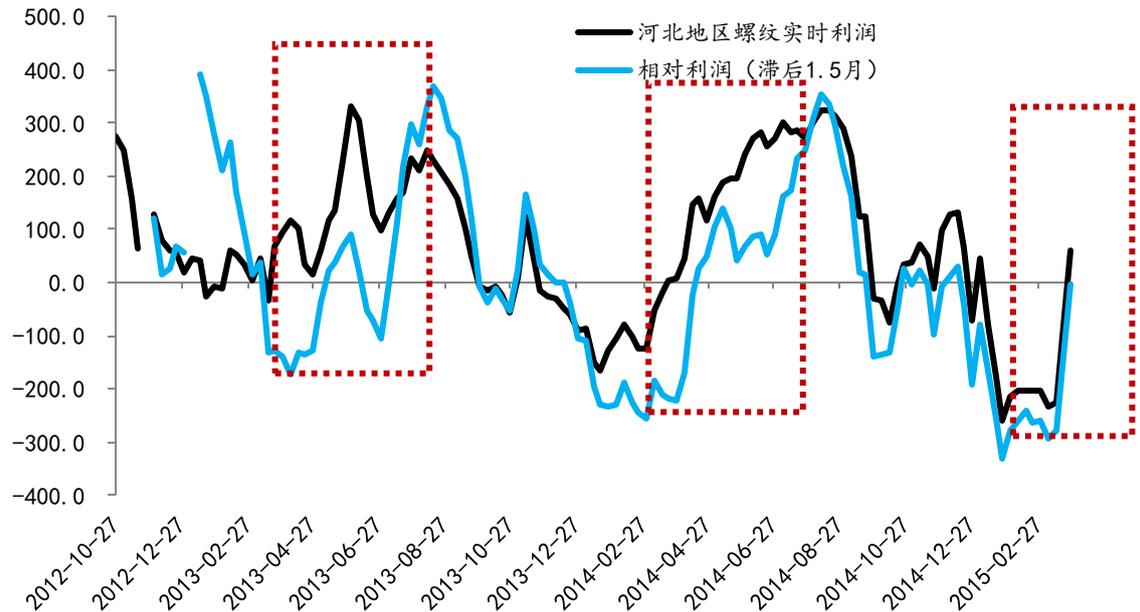
从现货角度看，过去三年国内钢厂利润的季节性周期非常显著，3-7 月份为增利润周期，随之开工率开始回升，预计二季度钢厂的供应量将继续显著回升。

图 2.1.3 : 4 月份后钢厂开工率将呈现季节性回升走势



资料来源: wind 南华研究

图 2.1.4：钢厂利润呈现季节性回升趋势



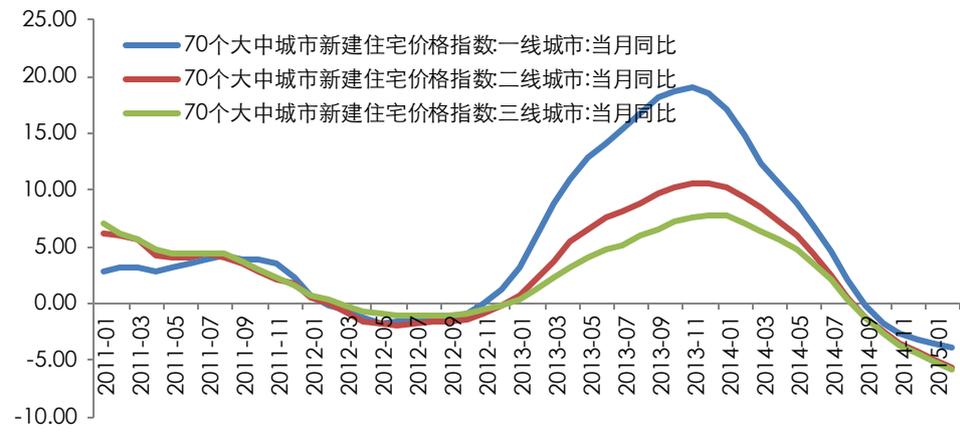
资料来源：南华研究

3 需求不足，做空方向难改

二季度我们认为钢厂的盈利能力会继续回升，很大程度上得益于需求的刚性和进入去库周期后钢厂对现货价格的控制能力，4-5 月份螺纹钢现货价格比较难呈现单边快速下跌的走势，尤其是环保执行力度加大，部分地区甚至会出现局部性、阶段性的强势。

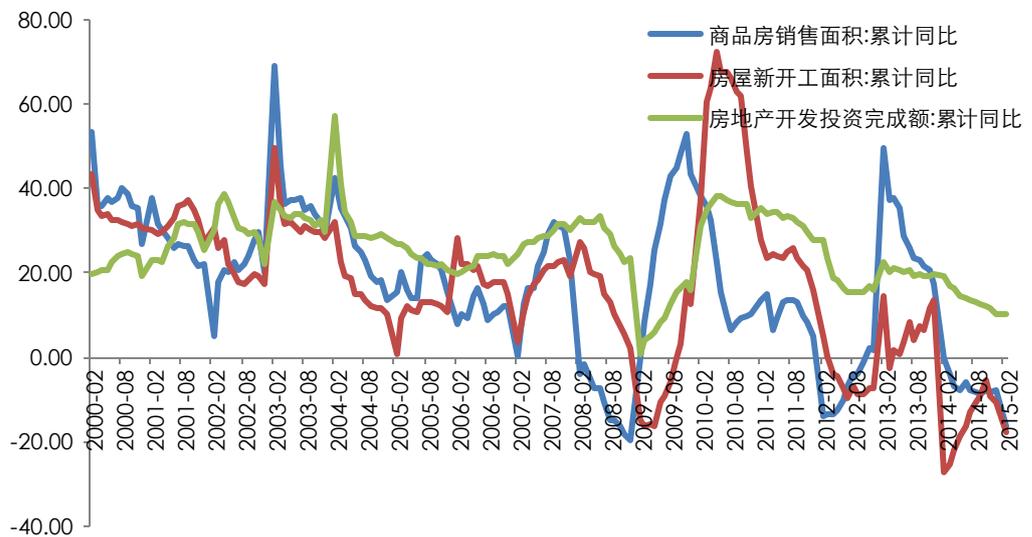
从房地产的情况看，虽然从去年 9 月份后国家加强了对行业的刺激，但是效果并不明显，个人认为有几个原因：首先，三四线城市过度的开发已经大幅透支了需求的增长，从这些城市的房价和库存走势可以看出；第二，一、二线城市有企稳迹象，但是回升力度不足，政府目前已经降低了二套房的首付，后期的政策效果还有待观察；第三，投机需求缺位，由于国内房地产最强势一轮上行周期的终结，地产行业的投资收益率进入下行通道，而从去年 9 月份以来 A 股市场表现强劲，吸纳了大量投机资金的参与，甚至出现了不少抵押或者卖房炒股的现象，投资收益率差扩大导致房地产投资需求阶段性不足。

图 3.1.1：政策并未驱动房价在一季度触底回升



资料来源：南华研究

图 3.1.2：房屋开工滞后于销售



资料来源：国家统计局 南华研究

从数据看，2-3 月份的销售数据还没有企稳的迹象，新开工属于滞后性指标，预计二季度的房屋开工数据难出现显著性改善。

1-2 月份固定资产投资累计同比增速 13.9%，再创十年来新低。主要受到地方项目投资增速的拖累，很大程度上与当年地方政府的收支压力有极大的关系，随着 GDP 考核压力的缓解，预计地方经济将呈现持续下滑的局面。

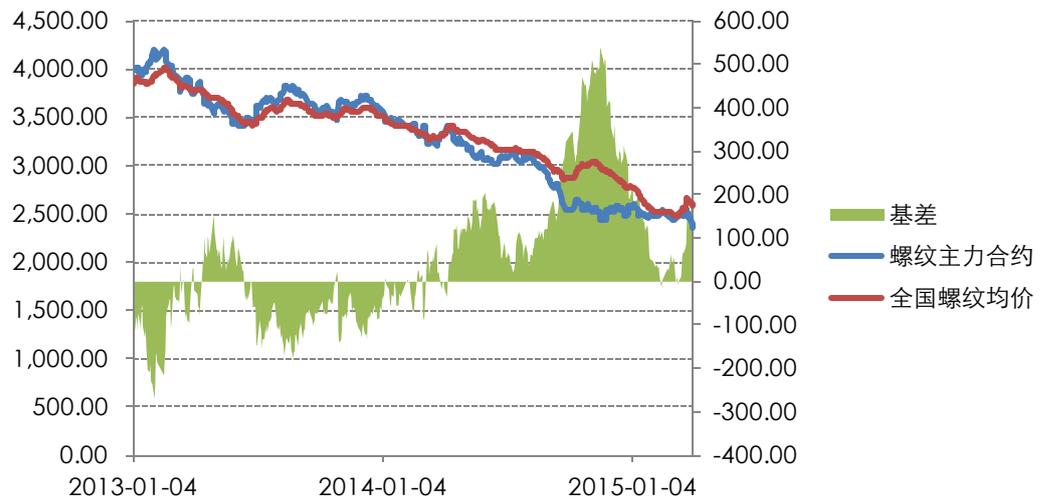
从汽车和家电等相关行业数据看，今年一季度同比增速较去年进一步放缓。整体而言，预计今年国内钢材需求将出现负增长。

4 二季度钢矿投资策略

从现货的逻辑上而言，我们认为二季度钢厂盈利预期改善，钢厂开工负荷回升，钢材供应量季节性走高。但是绝对价格受到铁矿石下行的拖累难有持续性的反弹，现货维持震荡偏弱的走势。

期货盘面上，我们认为其明显领先于现货走势，期现的同步性延续去年弱相关的特征，背后的主要逻辑在于随着持仓增加，盘面上资金逻辑强化。而现货因社会整体库存持续走低，波动率加大，直接体现出去年基差波动剧烈。预计二季度螺纹基差继续上行，现货强期货弱的格局不变，主力期货合约呈现震荡下行的走势。

图 4.1.1：现货社会低库存导致基差波动加剧



资料来源：南华研究

铁矿石二季度存在阶段性反弹的概率较大，与去年同期相比，今年一季度跌幅明显过大，而随着价格进入 50 美元下方，单位价格挤压的产能会加大，而去年同期二季度的矿山产能释放力度明显大于今年，因此与去年同期相比，增量的冲击已经放缓。就绝对价格而言，普氏 62%Fe 指数跌破了 50 美元关口，海外除了三大矿山外的其他主流矿也面临亏损的尴尬，短期内存在超跌反弹的需求。因此相对而言，4-6 月份可能会出现现货往上修复利润，期货盘面利润往下修复利润的走势。

因此，二季度我们首推的单边策略还是空螺纹，对冲策略建议超跌后空螺纹买矿，不建议追涨，同时可以保持一定的空头敞口。

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
电话: 0577-89971808 / 89971820 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
电话: 00852-28052658 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
电话: 0574-62509001

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼
电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
电话: 0351-2118016

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 603 室
电话: 0513-89011166

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我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。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、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。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net