



## 铁矿石逐渐筑底，05 合约逢低买入

### 铁矿石策略报告

2018-9-7

#### 核心观点：

##### 中短期逻辑：

- 铁矿石需求将在 4 季度逐步见底；
- 近期铁矿石港口库存压力减轻，中高品矿库存占比持续下滑；
- 铁矿石结构性矛盾尚存，中高品矿价格上涨动力较强，有望继续提振铁矿石价格；
- 人民币对外大幅贬值叠加海运成本提高，导致铁矿石成本重心大幅抬高；

##### 长期逻辑：

- 18 年-19 年重点区域采暖季限产范围扩大，致采暖季结束高炉集中复产预期较强，需求端对铁矿石 5 月合约支撑较强；
- 19 年 1 季度铁矿石供应压力较 18 年 4 季度有所减轻。

- **综合看**，铁矿石 470-480 之间成本支撑较强，且近期铁矿石供需结构有边际好转的迹象，铁矿石价格有反弹的可能。另外，受钢铁企业采暖季限产，主流矿山发运季节性因素，以及铁矿石增产周期接近尾声等因素影响，铁矿石 1905 合约供需结构相对铁矿石 1901 合约偏强，更具备逢低买入的价值。因此建议铁矿石 1905 合约在 480-510 之间逢低建立多单，谨慎者可空铁矿石 1901 合约进行对冲。

**风险点：**钢材终端需求不及预期，黑色系整体回调。

##### 策略建议：

- 单边策略：铁矿石 1905 合约在 500 附近建立多单，资金最大占用比例：10%，目标价位：520-525；止损价位：490-495；
- 组合策略：买铁矿石 1905-卖铁矿石 1901，资金最大占用比例：10%；入场铁矿石 1-5 价差：-5~0；目标价差：-30~-25；止损价差：5-10。

兴业期货研究部

工业品组

魏莹

021-80220132

F3039424

[weiy@cifutures.com.cn](mailto:weiy@cifutures.com.cn)

余彩云

021-80220133

F3047731

[yucy@cifutures.com.cn](mailto:yucy@cifutures.com.cn)

更多资讯内容

请关注本司网站

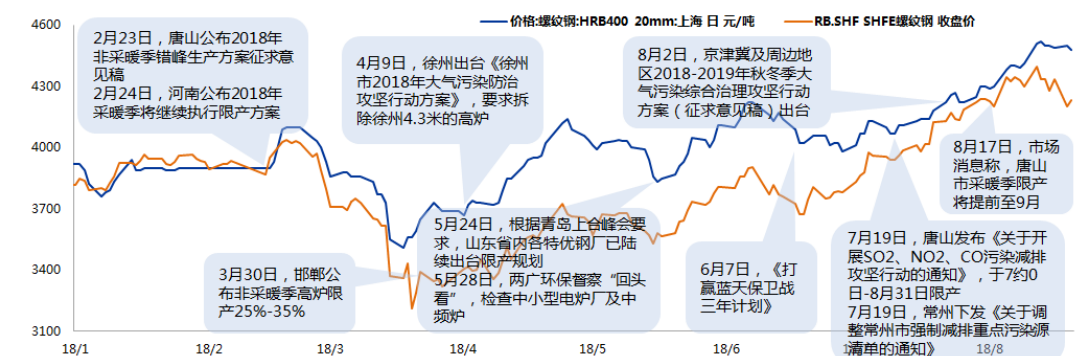
[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

## 一、行情回顾

2018 年钢铁企业环保限产是成为主线。4 月 9 日徐州钢铁企业全面停限产，6 月上旬青岛上合峰会期间钢厂停限产，至 7 月 20 日唐山开启三项污染气体减排攻坚行动，9 月，部分汾渭平原钢铁企业进入限产阶段，临汾出台钢铁业差异化管控方案，9 月 5 日，唐山再度下发《唐山市生态环境深度整治攻坚月行动方案》。钢铁企业环保限产长期趋严，使得高炉产能利用率环比持续走弱。截止 9 月 7 日，Mysteel 调研 163 家钢厂高炉产能利用率为 77.21%，较 17 年同期 82.97% 大幅下降 5.76 个百分点。

钢铁企业环保限产趋严直接导致高炉对于铁矿石，尤其是烧结矿的需求持续偏弱。同时，钢厂在环保限产长期化的预期引导下，开始有意控制铁矿石采购节奏和铁矿石库存规模。以上均加剧了铁矿石供应相对过剩局面，导致 18 年 5 月以来铁矿石价格一直徘徊在偏低位置。

图 1 钢铁企业环保限产常态化，抑制了铁矿石整体需求



数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部 更新时间：2018-9-7

## 二、铁矿石需求将在 4 季度逐渐见底

9 月高炉产能利用率环比进一步大幅下降的概率较低。从 Mysteel 统计的全国钢厂高炉产能利用率来看，9 月初高炉产能利用率为 77.21%，较年内高点 80.65% 已显著下降 3.44 个百分点，较 17 年同期下降 5.76 个百分点，距离 17 年采暖季限产高炉产能利用率低点 71.32% 仅有 5.89 个百分点的距离。目前距离 18-19 年采暖季限产开启尚有近 1 个月的时间，短期内钢厂高炉产能利用率进一步大幅下降的可能性偏低。

并且，2018 年下半年以来，中央政府的经济论调变为以“稳”为主，环保的基调也逐渐向坚决反对“一刀切”方向转变。生态环境部分别于 6 月、9 月，出台《禁止环保“一刀切”工作意见》以及《关于生态环境领域进一步深化“放管服”改革，推动经济高质量发展的指导意见》两份重要文件，反复强调环保督查坚决反对“一刀切”。环保定调的转变也在各地区下发的环保限产文件中有所体现。9 月初，生态唐山建设重点工作会议材料中明确，唐山市采暖季钢铁企业限产将按照 4 类错峰限产标准，分别予以不予错峰、错峰 30%、错

峰 50%和错峰 70%的要求。环保政策差异化大概率意味着同地区采暖季高炉环保限产力度较 17 年或有所减弱。这可能导致高炉环保限产压力相对减轻。

同时，高炉炼钢利润偏高，截止 9 月初，螺纹钢毛利有 1197 元/吨，热卷毛利有 1100 元/吨，均处于历史高位，使得非限产地区钢厂高炉复产及增产积极性较高，一定程度上抵消了环保限产地区高炉减产量。据 Mysteel 数据统计，全国 247 家钢厂日均铁水产量已经出现连续 5 周的增加，至 9 月初，全国钢厂日均铁水产量已增长为 222.62 万吨。

综合以上几个方面的因素，铁矿石的总需求或将在 4 季度逐步见底。

图 2 唐山产能利用率进一步下降空间有限

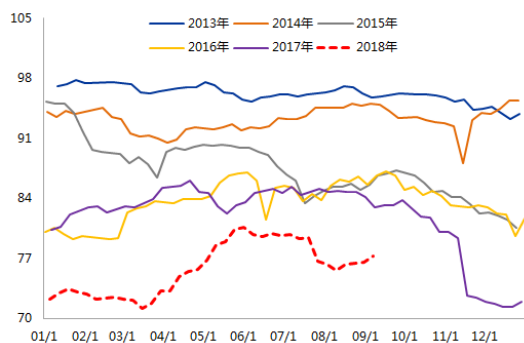


图 3 钢厂烧结矿日耗已大幅降低

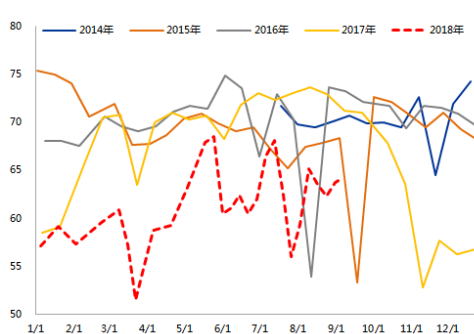


图 4 高炉配矿烧结矿占比继续降低空间有限

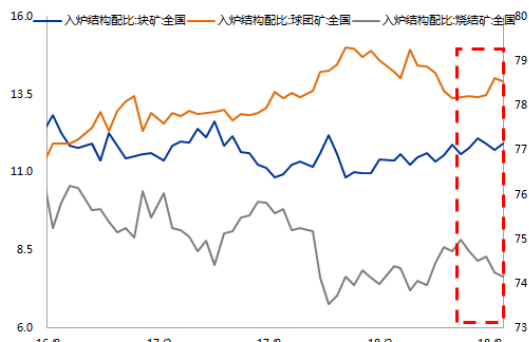
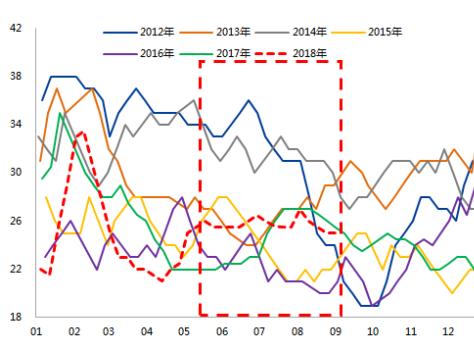


图 5 钢厂铁矿石库存较稳定



数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部 更新时间：2018-9-7

## 二、铁矿石港口库存压力有所减轻

3 季度，澳大利亚泊位检修带来导致铁矿石发运总量的下滑，再加上中国铁矿石进口利润倒挂，部分澳大利亚发运至中国的铁矿石分流至日本等国家，使得近期澳大利亚铁矿石发运至中国的数量连续四周下滑。并且，近期有部分高炉复产，钢厂铁矿石采购量有所增加。因此，8 月以来铁矿石港口库存持续下降。至 9 月初，港口铁矿石库存已累计下降 636.03 万吨，降幅达到 4.13%。

铁矿石港口库存压力的减轻也伴随着港口库存结构的改变。至 9 月初，北方六港铁矿

石港口库存中，中高品矿库存占比连续下降，其中中品粉矿的库存占比已下降至 27.1%，较 8 月初累计减少 2 个百分点；PB 粉库存也快速持续下滑至 1000 万吨以下的水平。考虑到钢厂对中高品矿需求持续向好，港口铁矿石库存中中高品矿占比的下滑，或将在短期内造成中高品矿资源的紧张性，导致中高品矿价格的增长。

图 6 港口铁矿石库存持续回落

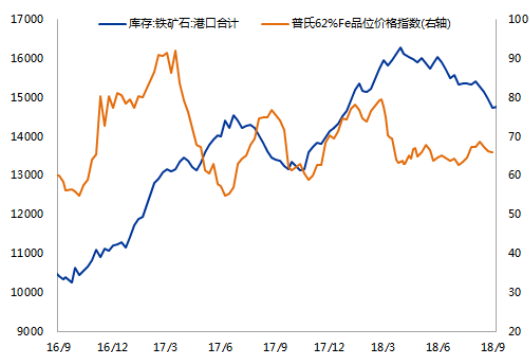


图 7 澳洲矿占比下降

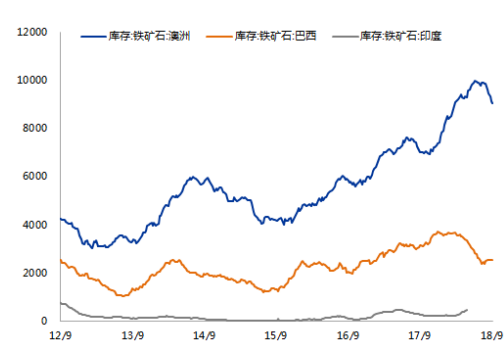


图 8 澳大利亚发往中国铁矿石量连续减少

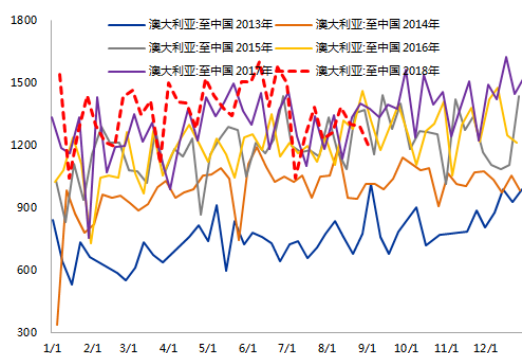
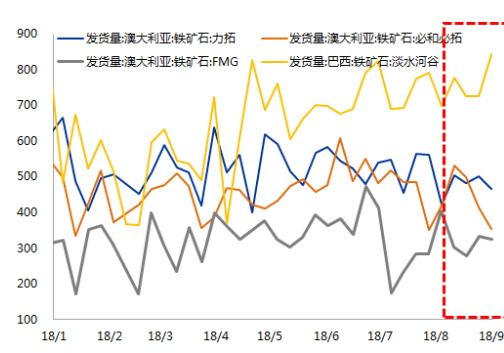


图 9 澳洲矿发运情况不及巴西矿



数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部 更新时间：2018-9-7

### 三、铁矿石结构性矛盾仍在，为价格提供支撑

16 年钢铁行业供给侧改革以来，我们就可以发现，铁矿石结构性矛盾成为国内铁矿石价格变化的重要驱动。这主要是由于在高利润引导下，钢厂通过增加中高品矿的使用来抵消高炉产能受限对于铁水产量的影响，从而使得期货盘面铁矿石价格逐渐向中高品矿价格走势靠拢。

今年 5 月以来国内钢铁企业环保压力持续增强，叠加钢厂利润也始终维持在高位，导致钢厂对于中高品矿的需求维持强势的概率较高，这可能将导致铁矿石结构性矛盾长期存在。而近期港口铁矿石库存结构中，PB 粉等主流中高品粉矿库存持续下降，也将在一定程度上激化铁矿石中高品矿供应相对紧张的矛盾，对中高品主流矿的价格形成较强提振，亦对盘面价格形成支撑。

图 10 钢厂利润偏高

图 11 铁矿石结构性矛盾提振矿价

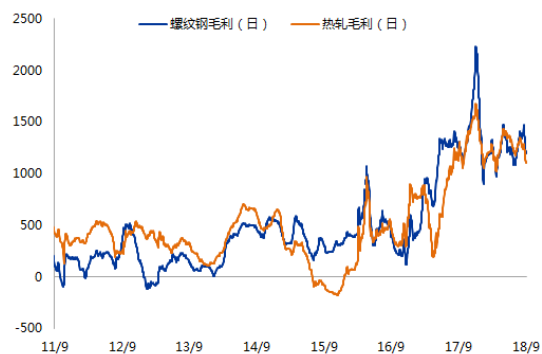


图 12 卡粉-PB 粉价差扩大

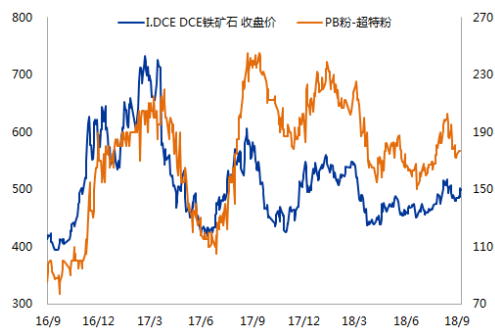
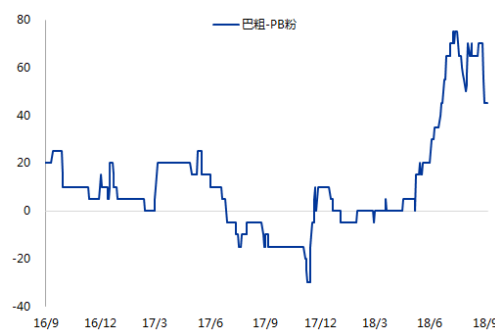
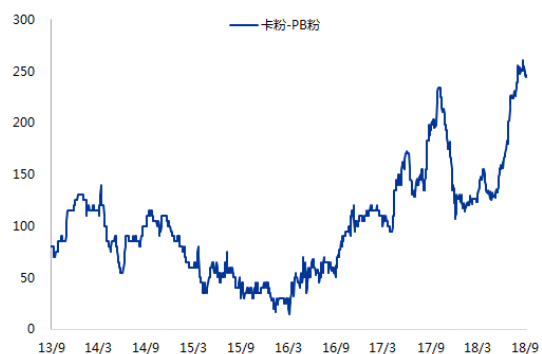


图 13 巴粗-PB 粉价差位于高位



数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部 更新时间：2018-9-7

#### 四、铁矿石成本重心大幅抬升

首先，受外部环境因素影响，人民币年内出现了较大幅度的贬值。9月初，人民币兑美元中间价提高至 6.8212，较 18 年初的低点 6.2764 贬值幅度接近 8%。人民币兑美元的贬值直接导致铁矿石进口成本大幅增加。当普氏价格指数为 60 美元/吨，若人民币兑美元中间价由 6.3 提高到 6.8，则铁矿石进口成本大约将增加 32 元/吨。

图 14 美元持续走强

图 15 人民币单边大幅贬值

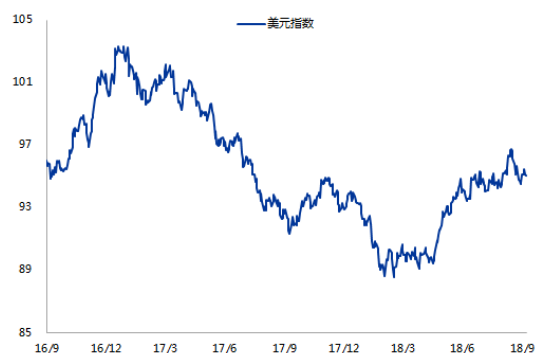


图 17 铁矿石进口利润倒挂

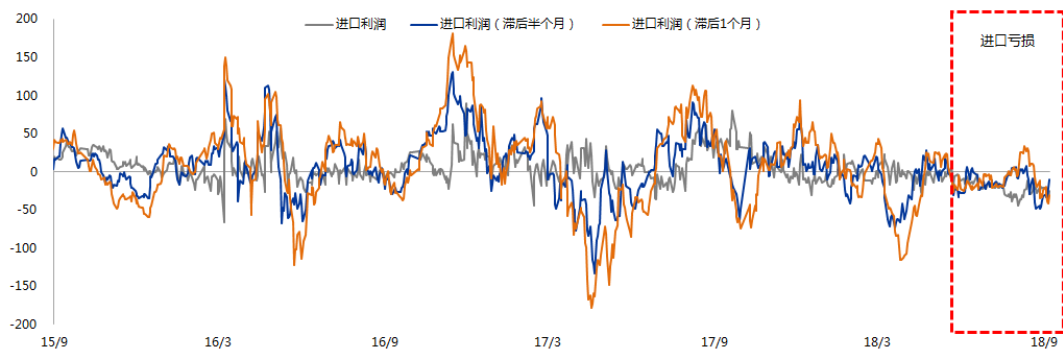


表 1 汇率对铁矿石进口成本影响的测算

普氏价格指数 (美元/吨) / 汇率	50	55	60	65	70	75	80
6.3	364	398	431	465	498	532	565
6.4	370	404	438	472	506	540	574
6.5	375	410	444	479	513	548	582
6.6	380	415	450	485	520	555	591
6.7	386	421	457	492	528	563	599
6.8	391	427	463	499	535	571	607
6.9	396	433	469	506	543	579	616
7.0	402	439	476	513	550	587	624

数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部 更新时间：2018-9-7

其次，今年全球贸易幅度，推动燃料油价格持续上涨，从而提高了铁矿石的海运成本。截止 9 月 6 日，巴西图巴朗-青岛 (BCI-C3) 运费价格为 21 美元/吨，西澳-青岛 (BCI-C5) 运费价格为 8.4 美元/吨，分别较年初低点提高 8.3 美元和 3.29 美元，涨幅分别达到 65.29% 和 64.42%。

图 18 铁矿石海运成本 (巴西-中国) 提高

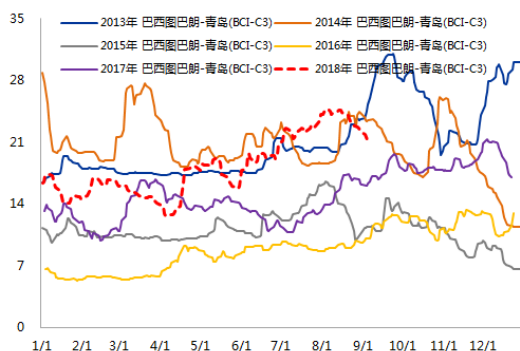


图 19 铁矿石海运成本 (澳洲-中国) 提高

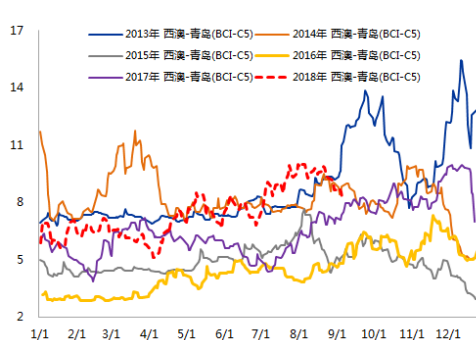
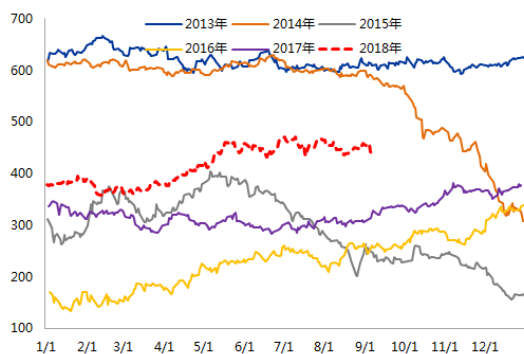


图 20 海运燃油成本提高

表 2 铁矿石成本重心上移





美元/吨	2018/9/7	年内最低	涨跌	涨跌幅
燃料油价格	440.19	357.31	82.88	23.20%
巴西图巴朗-青岛 (BCI-C3)	21.00	12.71	8.30	65.29%
西澳-青岛 (BCI-C5)	8.40	5.11	3.29	64.42%
人民币兑美元	6.8212	6.2764	0.5448	-7.99%

数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部 更新时间：2018-9-7

## 五、铁矿石远月合约供需基本面支撑更强

18-19 年采暖季限产影响范围大幅扩大，由京津冀及其周边扩展到汾渭平原及长三角地区，影响的高炉产能由 17 年的 29420 万吨扩大至 46429 万吨，影响全国高炉产能超过 44%。假设除重点城市天津、石家庄、唐山、邯郸、邢台和安阳限产 50%以外，其余地区包括汾渭平原和长三角地区在内均限产 30%，则采暖季高炉限产将减少日均铁水产量 17 万吨左右，剔除掉季节性因素影响，采暖季限产将减少日均铁水产量 14 万吨左右，高炉产能利用率预计下降 6%-7%。18-19 年采暖季生铁产量预计下降 2450-2460 万吨，折算成铁矿石需求量为 3930-3940 万吨。

采暖季限产对于铁矿石需求的抑制，将对铁矿石 1 月合约价格造成较大压制。19 年 3 月 31 日后，大部分地区采暖季限产都将结束，届时钢厂高炉有集中复产的预期，铁矿石需求的恢复对铁矿石远月合约有较强的支撑作用。

图 21 18-19 年采暖季限产范围

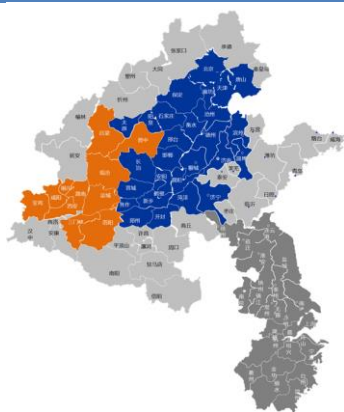


图 22 重点区域生铁产能分布

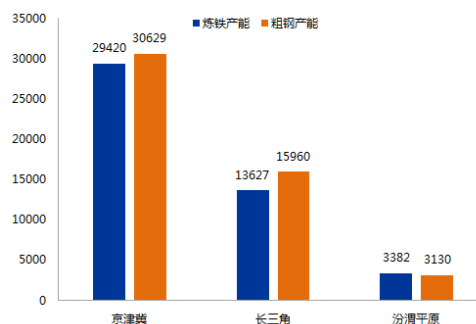


表 3 采暖季限产影响生铁产量测算

区域	炼铁产能 (万吨)	粗钢产能 (万吨)	限产比例	最新高炉产能利用率	采暖季限产日均铁水产量影响	采暖季限产日均粗钢产量影响	季节性铁水产量缩减	季节性粗钢产量缩减	预计采暖季实际生铁减产日均量	预计采暖季粗钢减产日均量	采暖季实际生铁减产总量	采暖季粗钢减产总量	
重点城市	天津	2729	2273	50%	76.23%	1.96	2.39	0.22	0.27	1.74	2.12	314.37	383.38
	石家庄	2020	2047	50%	76.23%	1.45	1.77	0.17	0.20	1.29	1.57	232.69	283.77
	唐山	13959	14847	50%	63.52%	5.17	6.31	1.15	1.40	4.02	4.91	728.21	888.06
	邯郸	4892	4570	50%	76.23%	3.52	4.29	0.40	0.49	3.11	3.80	563.54	687.24
	邢台	896	604	50%	76.23%	0.64	0.79	0.07	0.09	0.57	0.70	103.22	125.87
	安阳*	1670	1670	50%	76.23%	1.20	1.46	0.14	0.17	1.06	1.30	192.38	234.61
其他	京津冀其他	3254	8281	30%	76.23%	0.56	0.68	0.27	0.33	0.29	0.35	52.12	63.56
	汾渭	3382	3502	30%	76.23%	0.58	0.70	0.28	0.34	0.30	0.36	54.17	66.06
	长三角	13627	15960	30%	76.23%	2.33	2.84	1.12	1.37	1.21	1.47	218.27	266.18
合计	46,429	53,754	/	/	17.40	21.22	3.82	4.65	13.59	16.57	2,458.96	2,998.73	

数据来源：Mysteel、Wind、兴业期货研发部 更新时间：2018-9-7

18年4季度铁矿石供应压力较19年1季度高。首先，从巴西及澳大利亚铁矿石发货总量季节图来看，4季度往往是矿山发货量的高峰。其次，今年由于国内钢厂对于巴西低铝粉矿的需求向好，加之巴西矿山上半年铁矿石发运量受罢工及天气影响不及预期，为追赶财年目标，4季度增加发货量的概率较高。结合采暖季限产对于铁矿石需求的影响，4季度铁矿石供应相对需求依然过剩，这将对铁矿石价格形成压力。

将周期拉长，我们可以发现，19年铁矿石供应过剩的局面可能会得到一定程度的改善。首先，主流矿山的增产周期已经接近尾声，19年主流矿山铁矿石供应增速较17年继续回落。其次，由于国内厂商倾向使用中高品矿替代低品矿，造成低品矿及非主流矿折扣较高，对非主流矿山的的经营造成较大压力，18年部分非主流矿山已经开始计划减少铁矿石产量。随着主流矿山调整生产结构增加中高品矿供应，非主流及低品矿的需求或将长期被抑，导致非主流矿山的进一步离场。以上因素共同作用下，19年铁矿石供应压力或有所减弱。

表4 主流矿山下半年发运量增加

	2017Q2	2018Q1	2018Q2	环比	同比	2018H1	2018E	2018H2增量
淡水河谷	9,185	8,195	9,676	18.07%	5.35%	17,871	39,000	3,258
北部系统	4,149	4,060	4,621	13.82%	11.38%	8,681	/	/
东南系统	2,745	2,221	2,763	24.40%	0.66%	4,984	/	/
南部系统	2,232	1,853	2,224	20.02%	-0.36%	4,077	/	/
中西部系统	59	61	67	9.84%	13.56%	128	/	/
力拓	8,437	8,715	8,702	-0.15%	3.14%	17,417	35,000	166
皮尔巴拉地区	7,980	8,312	8,550	2.86%	7.14%	16,862	/	/
PB粉	3,468	3,556	3,737	5.09%	7.76%	7,293	/	/
PB块	2,467	2,483	2,625	5.72%	6.40%	5,108	/	/
必和必拓	6,971	6,705	7,215	7.61%	3.50%	13,920	27,800	-40
纽曼	1,624	1,641	1,850	12.74%	13.92%	3,491	/	/
金布巴	589	467	1,509	223.13%	156.20%	1,976	/	/
FMG	5,350	4,160	4,980	19.71%	-6.92%	9,140	17,000	-1,280
合计	29,943	27,775	30,573			58,348	118,800	2,104

图23 4季度属于主流矿山发运高峰期

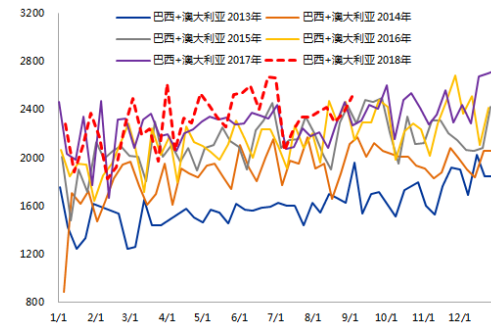


图24 主流矿山增产周期接近尾声

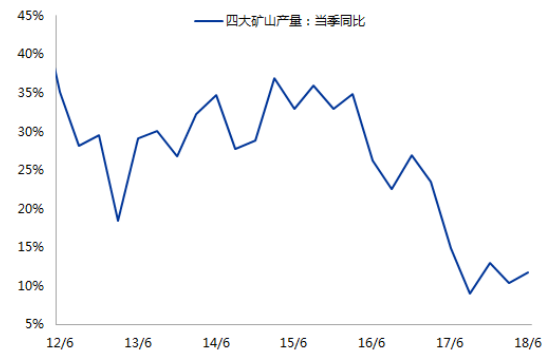


图25 非主流矿山被挤出市场

亿吨	2015	2016	2017	2018E	18年减产
罗伊山	0.05	0.25	0.45	0.50	-0.05
Minas-Rio	0.09	0.16	0.17	0.03	0.14
伊朗(出口)	0.13	0.15	0.18	0.12	0.06
中信泰富	0.11	0.20	0.20	0.18	0.02
印度(出口)	0.02	0.16	0.25	0.13	0.12
塞拉利昂	0.04	0.06	0.06	0.02	0.04
Smarco(停产)	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	0.69	0.98	1.31	0.98	0.33



## 六、策略建议

### 中短期逻辑：

- 1、铁矿石需求将在 4 季度逐步见底；
- 2、近期铁矿石港口库存压力减轻，中高品矿库存占比持续下滑；
- 3、铁矿石结构性矛盾尚存，中高品矿价格上涨动力较强，有望继续提振铁矿石价格；
- 4、人民币对大幅外贬值叠加海运成本提高，导致铁矿石成本重心大幅抬高；

### 长期逻辑：

- 1、18 年-19 年重点区域采暖季限产范围扩大，致采暖季结束高炉集中复产预期较强，需求端对铁矿石 5 月合约支撑较强；
- 2、19 年 1 季度铁矿石供应压力较 18 年 4 季度有所减轻。

综合看，铁矿石 470-480 之间成本支撑较强，且近期铁矿石供需结构有边际好转的迹象，铁矿石价格有反弹的可能。另外，受钢铁企业采暖季限产，主流矿山发运季节性因素，以及铁矿石增产周期接近尾声等因素影响，铁矿石 1905 合约供需结构相对铁矿石 1901 合约偏强，更具备逢低买入的价值。因此建议铁矿石 1905 合约在 480-510 之间逢低建立多单，谨慎者可空铁矿石 1901 合约进行对冲。

**风险点：**钢材终端需求不及预期，黑色系整体回调。

### 操作建议：

- 1、单边策略：铁矿石 1905 合约在 500 附近建立多单，资金最大占用比例：10%，目标价位：520-525；止损价位：490-495；
- 2、组合策略：买铁矿石 1905-卖铁矿石 1901，资金最大占用比例：10%；入场铁矿石 1-5 价差：-5~0；目标价差：-30~-25；止损价差：5-10。

## 免责声明

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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和完整性不做任何保证，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，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司总部及分支机构

### 总部

地址：浙江省宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路 68 号时代金融中心 31 楼

联系电话：0574-87716560/021-80220211

### 上海分公司

上海市浦电路 500 号上海期货大厦 1501A 室

联系电话：021—68401108

### 浙江分公司

宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼

联系电话：0574-87703291

### 北京营业部

北京市朝阳区朝阳门北大街 20 号兴业银行大厦 25 层

联系电话：010-69000862

### 深圳营业部

深圳市福田区深南大道 4013 号兴业银行大厦  
3A 层

联系电话：0755—33320775

### 杭州营业部

杭州市下城区庆春路 42 号兴业银行大厦 1002 室

联系电话：0571-85828718

### 福州营业部

福州市鼓楼区五四路 137 号信和广场 25 层  
2501 室

联系电话：0591-88507863



**广州营业部**

广州市天河区天河路 101 号兴业银行大厦 8 楼 801 自编 802 室

联系电话：020-38894240

**济南营业部**

济南市市中区纬二路 51 号山东商会大厦 A 座 23 层 2301-2 单元

联系电话：0531-86123800

**台州营业部**

台州市椒江区云西路 399 号金茂中心 24 楼

联系电话：0576-88210778

**温州营业部**

温州市汤家桥路大自然家园 1 幢 1504 室

联系电话：0577-88980635

**成都营业部**

成都市高新区世纪城路 936 号烟草兴业大厦 20 楼

联系电话：028-83225058

**南京营业部**

南京市长江路 2 号兴业银行大厦 10 楼

联系电话：025-84766979

**天津营业部**

天津市经济技术开发区第三大街金融服务西区 51 号 W5-C1-2 层

联系电话：022-65631658

**郑州营业部**

郑州市金水区未来路与纬四路交叉口未来大厦 1506 室