**寒冬来临，铁矿石或将再次探底**

兴证期货2队

2015.11.14

**内容摘要：**

1、四大矿山三季度产能创单季度新高，为完成其全年发货量目标，四季度仍存在强烈增产预期。

2、主流矿发货量趋势性增和，矿石港口库存后期可能继续攀升，供给端对矿石难以形成有效支撑。

3、宏观经济继续恶化，房地产投资者增速不断创新低。

4、寒冬临近，工地逐步停工，钢材需求恶化，叠加年末钢企还贷压力，存在以价换量预期，钢材现货价格可能进一步下挫，这或将再次倒逼矿石现货探底。

5、主力合约I1601相对现货贴水仍达11%，目前这个时间点，离交割只有2个月时间，近月主力合约可能继续通过现货跌幅大于期货跌幅来修复基差。我们选择远月次主力合约I1605作为沽空对象，缓解基差修复预期对远月合约盘面影响。但若现货价格跌势不止，则也可以考虑适量沽空I1601合约。

**具体策略如下:**

操作方向: 卖I1605

建仓区间：（325，335）

建仓资金比例：20%

止盈区间：（275,285）

止损区间：（345,355）

**一、近期走势回顾**

矿石主力I1601在10月9日触及392高位后，一路走低，目前已经跌至350一线，跌幅达10%。反观现货市场，普氏指数再度跌破50美元关口，10月初至今跌幅达14%。矿石近期通过期货跌幅大于期货跌幅，基差有所修复。

|  |
| --- |
| **图1：铁矿石主力1601合约走势** |
|  |

数据来源：兴证期货研发部，WIND

|  |  |
| --- | --- |
| **图2：普氏指数再次跌破50美元大关** | **图3：近期基差逐步恢复** |
|  |  |
| 数据来源：兴证期货研发部，WIND | 数据来源：兴证期货研发部，WIND |

**二、供给端分析**

**1.四大矿山单季度产量创新高，四季度仍有增产预期**

四大矿三季度产量均创单季度新高。从其产能目标来看，除FMG暂时无产能释放外，其他三家矿山仍在不断扩产。

力拓前三季度完成发货量24044万吨，为完成其全年3.4亿吨的发货量目标，四季度必须有9956万吨的发货量，环比三季度增加1346万吨。澳洲汉考克勘探公司的Roy Hill(年产矿石5500万吨,1-2年内达产)矿山四季度已经开始向中国等国家发货。从主流矿生产预期来看，四季度供给端对矿石难以形成支撑。

**表1：四大矿山三季度生产情况**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 公司 | 三季度产量：万吨 | 同比 | 环比 |
| FMG | 4510 | 5% | 7% |
| 必和必拓 | 6700 | 8% | 3% |
| 力拓 | 8610 | 12% | 8% |
| 淡水河谷 | 8820 | 2.9% | 3.4% |
| 小计 | 28640 | 7% | 5.2% |

数据来源：兴证期货研发部，公司季报

**2.港口库存快速增加，主流矿到港量趋势性增加**

进入10月，港口库存延续增加态势，截至11月13日港口库存恢复至8713万高位，相较9月初的7994万吨增幅达9%，创下自今年5月份以来新高。供给端对矿石利空压力逐渐加大。

**图4：港口库存连续增加**

|  |
| --- |
|  |

数据来源：兴证期货研发部，公司公告

**图5：外矿周度到港量呈增长趋势**

|  |
| --- |
|  |

数据来源：兴证期货研发部，WIND

供给端来看，四大矿山四季度仍有增产预期，外矿到港量趋势性增加，港口库存逐步恢复，现货下行压力加大。

**三、需求端分析**

**1.近期钢价下跌速度加快**

截至11月13日，上海螺纹钢现货收于1900元/吨，月初至今跌60元/吨。杭州螺纹钢现货收于1900元/吨，跌130元/吨。唐山钢坯再创新低1540元/吨，月初至今跌70元/吨。

随着北方严寒天气到来，工地逐步停工，钢材需求恶化，叠加年末钢企还贷压力，存在以价换量预期，钢材现货价格可能进一步下挫，这或将再次倒逼矿石现货探底。

**图6：钢价跌势加速**

|  |
| --- |
|  |

数据来源：兴证期货研发部，WIND

**2.宏观经济继续恶化**

10月份宏观数据继续疲软，房地产开发累计投资同比增速较上月下滑0.6%，创下2009年2月以来新低，新屋开工面积累计同比下滑14%，显示后期投资增速存在进一步下探预期。

|  |  |
| --- | --- |
| **图7：房地产开发投资** | **图8：土地购置面积** |
|  |  |
| 数据来源：兴证期货研发部，WIND | 数据来源：兴证期货研发部，WIND |

**3.钢厂亏损短期有所恢复，但随着钢材价格下探，后期大概率恶化**

随着前期原料价格大跌，钢厂亏损状况有所缓解。但Mysteel调研的163家钢厂亏损比例仍高达91.4%。随着钢材价格下跌加速，钢企利润直线下滑，后期钢厂亏损大概率继续恶化。

|  |  |
| --- | --- |
| **图9：钢厂亏损比例上升至95%** | **图10：钢企利润直线下滑** |
|  |  |
| 数据来源：兴证期货研发部，WIND | 数据来源：兴证期货研发部，WIND |

**4.高炉开工率相对低位**

截至2015年11月13日，高炉开工率降至78.31%的低位。若后期钢厂亏损再度恶化，随着现金流逐步枯竭，减产或将愈演愈烈。届时矿石需求将面临严峻考验。

|  |  |
| --- | --- |
| **图11：高炉开工率降至78.31%** | **图12：前10个月生铁累计减少3.3%** |
|  |  |
| 数据来源：兴证期货研发部，WIND | 数据来源：兴证期货研发部，WIND |

需求端来看，后期钢厂亏损转差概率较大。房地产投资继续疲软，黑色产业链终端需求好转渺渺无期。钢厂逐步减产，不管是主动还是被动，矿石需求短期复苏的概率越来越小。

**四、铁矿石低点预判**

**1.现货价格显示FMG目前盈亏平衡**

最新公布的2016财年一季度（2015年6月至2015年9月）现金成本已经降至16.9美元/湿吨，加上海运费等其他费用，到达中国的交付成本大约在26美元/湿吨左右，加上12美元/湿吨的利息以及折旧摊销，盈亏平衡成本大约40美元/湿吨。值得注意的是，FMG生产的矿石品位较低（比如：火箭粉58.5%，超特粉56.5%），按照市场售价在62%品位的普氏指数的85%-90%之间来折算（取平均87.5%），当普氏指数降至48（50/0.875/0.92）美元/吨时，已经触及其盈亏成本线。如果按照交付成本算，那么普氏指数达到33美元/吨时，触及其交付成本线。

**表2：48美元/吨的现货价格意味着FMG盈亏平衡**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 普氏指数（62%品位） | 折算成FMG可实现的售价 | FMG交付成本 | FMG盈亏成本 |
| 48 | 48\*0.875\*0.92=38.64 | 26 | 38 |
| **48美元/吨的现货价格意味着FMG盈亏平衡** |
| 备注 | 交付成本=开采成本+短途运输+出发港费用+特许权使用费+管理费+海运费 |
| 盈亏成本=交付成本+折旧摊销+利息 |

数据来源：FMG公告、WIND

**2.供给结构显示FMG成本支撑依然有效**

2014年我国生产生铁7.12亿吨，随着环保、淘汰落后产能等因素影响，2015年我们预计生铁产量7亿吨，折合矿石的话大约需要11.2亿吨。2014年全年进口矿石9.33亿吨，即使今年生铁产量在环保、淘汰落后产能等不利因素影响下出现负增长，但随着外矿性价比的不断提高，我们预测今年进口矿石量不会低于9亿吨。

2015年前9个月，我国进口的6.99亿吨矿石中，64.31%来自澳大利亚，19.19%来自巴西。而2014年全年从澳大利亚进口的矿石比例仅为58.80%，随着主流矿山对高成本矿石的挤出，我们预测今年从澳大利进口的矿石比例会上升至65%。除去力拓和必和必拓的供给，我们认为FMG2015年1.65亿吨的矿石供给量如果出现减产，那么将会使得矿石供需失衡矛盾出现逆转。所以我们判断，FMG的成本对整个矿石市场仍旧是最重要的支撑底线。

**表3：FMG 1.6吨产量举足轻重**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 2014我国生铁产量 | 7.12亿吨 | 备注 |
| 2015 生铁产量E | 7亿吨 |  |
| 2015需要矿石量E | 7\*1.6=11.2亿吨 |  |
| 2015进口量E | 9亿吨 |  |
| 2015来自澳大利亚E | 5.85亿吨 | 9\*65%=5.85 |
| 2015来自两拓供给E | 3.69亿吨 | 3.4\*0.75+2.5\*0.73=3.69 |
| 2015来自FMG供给E | **1.65亿吨** | **减产将导致供需失衡逆转**相对高成本矿：9000万吨 |
| 2015来自小矿山供给E | 0.51亿吨 | Atlas、Roy Hill等矿山 |

数据来源：公司公告、WIND

**3.选择FMG成本作为支撑线的其他理由**

A、业务单一；

B、出口国家基本只有中国；

**表4：四大矿山业务分布及矿石出口中国比重**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 公司 | 矿石业务营业收入占比 | 出口中国占比 |
| FMG | 100.00% | 96% |
| VALE | 68.40% | 50% |
| RIO TINTO | 48.84% | 75% |
| BHP | 31.78% | 73% |

数据来源：公司公告、WIND

C、四大矿山中FMG的竞争地位最低，成本较高；

D、矿石价格下跌过程中对业绩冲击最大。

2014年下半年矿石平均价格（普氏指数）仅为82.4美元/吨，同比下降38.4%，但FMG息税前利润却大幅下降55.3%。由于财报时间跨度不同，选取与FMG财报时间一致的BHP作为对比，我们发现，在矿价持续下跌时，FMG矿石业务对现货价格变化较为敏感。

|  |
| --- |
| **表5:矿石业务息税前利润对比：亿美元** |
|  | FMG | BHP | 平均普氏指数：美元/吨 |
| 2014下半年 | 14.4 | 42 | 82.4 |
| 2013下半年 | 32.2 | 65 | 133.7 |
| 同比变化 | -55.3% | -35.4% | -38.4% |
| 数据来源：公司公告 |

可以看出，我国钢材生产缩减对FMG的影响也最深。综合以上分析，我们认为FMG的成本线可能是矿价下跌过程中一个重要的支撑线。

**4.矿石低点在277元/吨左右**

根据最基本的经济学原理，当产品价格跌破变动成本时，企业可能会选择停产，所以我们认为 FMG 最新到达中国的交付成本26美金/湿吨可能是短期铁矿石有效的支撑线，折合成盘面价格大约为277元/吨。

**表6：成本支撑矿石低点295元/吨**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 交付成本 | 26美元/湿吨 | 计算过程 |
| 折换成干吨（含水8%） | 28.26美元/干吨 | 26/0.92 |
| 折换成标准品位(62%) | 32.30美元/干吨 | 28.26/0.875 |
| 对应期货盘面价 | **277元/吨** | 32.30\*1.17\*6.40+35 |

数据来源：公司公告

基于上文的分析，我们认为在当前供需两端都比较疲弱的状态下，后期矿石很可能会跌破300元/吨。

**五、操作策略**

通过以上分析我们可以看出，大矿山存在持续增产预期，主流矿发货量趋势性增加，后期港口库存可能继续回升，供给端对矿石现货难以形成有效支撑。

需求端来看，宏观经济继续恶化，房地产投资增速不断创新低。寒冬临近，工地逐步停工，钢材需求恶化，叠加年末钢企还贷压力，存在以价换量预期，钢材现货价格可能进一步下挫，这或将再次倒逼矿石现货探底。

但值得注意的是，主力合约I1601相对现货贴水仍达11%，目前这个时间点，离交割只有2个月时间，近月主力合约存在基差修复预期。通过上文分析，矿石现货存在下挫预期，近月主力合约可能继续通过现货跌幅大于期货跌幅来修复基差，所以我们选择远月次主力合约I1605作为沽空对象，缓解基差修复对远月合约期货盘面影响。但若现货价格跌势不止，则也可以考虑适量沽空I1601合约。

**具体策略如下:**

操作方向: 卖I1605

建仓区间：（325，335）

建仓资金比例：20%

止盈区间 （275,285）

止损区间 （345,355）

**六、风险提示**

**1.Samarco事件发酵**

虽然全球第二大球团生产商Samarco（产能3000万吨）停产对中国矿石供应直接影响不大。但其停产导致对欧美国家块矿和球团供应减少，这将间接导致像乌克兰、俄罗斯等国家出口到中国的块矿相应减少。随着事件继续发酵，或将影响中国进口矿石价格。

**2.I1601临近交割，存在基差修复预期**

目前I1601贴水现货仍高达11%，随着时间向交割日临近，存在强烈基差修复预期，我们上文分析近期矿石仍存在探底可能，但不排除短期内矿石现货企稳风险，届时近月合约可能出现像I1509、I1505合约大幅上涨回归现货行情。这或将带动远月合约上涨。

**3.矿价维持50美元/吨以下，部分小矿山可能再次出现停产**

前文我们已经分析，48美元的现货价格已经达到FMG的盈亏成本线，只不过FMG不断通过一系列的措施降低生产成本，其自身预测2016财年的盈亏成本可能降至39美元/吨，所以目前大矿山经营压力相对较小。但成本较高的中小矿山，由于其基本无产能释放，降成本的空间不大。像Atlas这样的矿山（盈亏成本50美元），如果矿石价格维持在50美元以下，其可能再次出现4月份那样的短暂停产现象，届时矿石价格或将受小矿山停产提振。