

沈巍

研究员，期货执业证书编号 F0311477

shenwei@dxqh.net

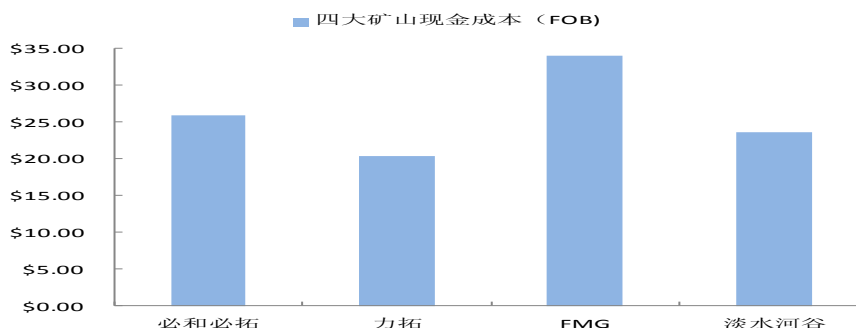
## 产能过剩下的钢矿比

一、四大矿山为何坐看矿价下跌？	1
1. 成本优势明显	1
2. 国内大型矿山产量未被显著挤压	2
二、2015年钢矿比价上行趋势能否延续？	2
1. 下游去产能进程快于上游	2
2. 钢厂利润持续好转	3
3. 需求的恢复自下而上	4
4. 澳元贬值扩大澳洲矿商盈利，原油价格下跌降低海外矿商成本	4
5. 钢矿比价上行的核心因素并未改变	5

### 一、四大矿山为何坐看矿价下跌？

#### 1. 成本优势明显

图1: 四大矿山边际成本优势明显 (单位美元)

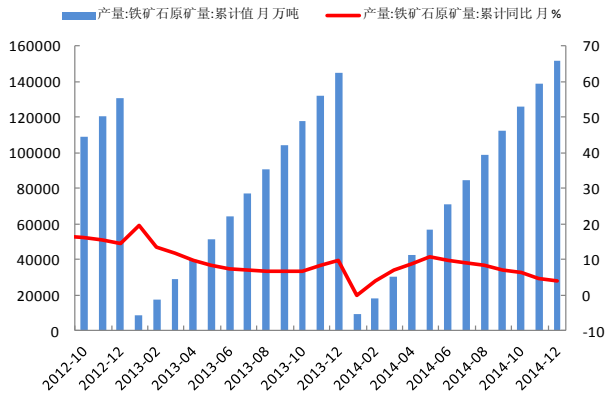


来源：公开资料、东兴期货研发中心

四大矿山离岸成本在 20-35 美元之间，目前普氏指数在 60 美元之上，成本优势明显增加矿业巨头扩产的底气。四大矿商中，FMG 成本最高，接近 34 美元，其 2014 年产量大约占四大矿山的 17%。

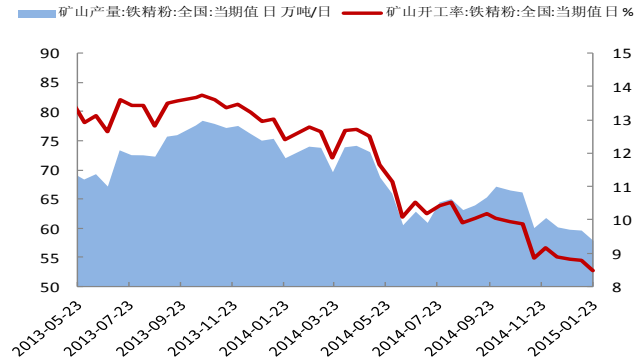
## 2. 国内大型矿山产量未被显著挤压

图 2: 国产矿产量仍高位运行



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 3: 国内矿山开工率下滑明显



来源: Wind, 东兴期货研发中心

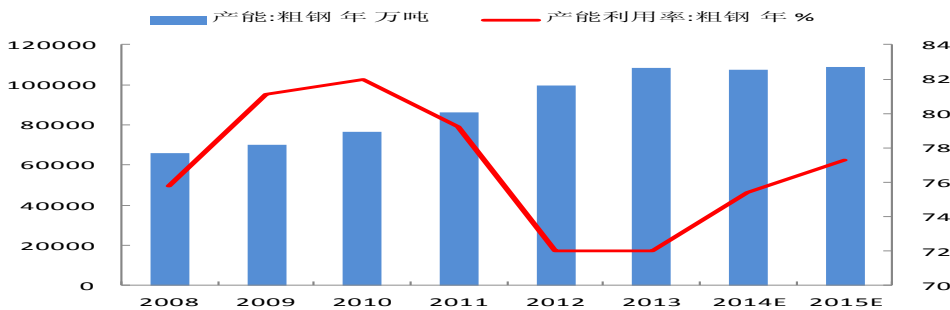
MYSTEEL 统计的国内部分矿山开工率下滑明显, 但国产矿产量仍高位运行, 可见国内大型矿山并没有因当前疲弱的价格而受显著挤压, 其在 70 美元附近仍能维持生产。目前普氏指数在 67 美元, 预计普指下破 60 美元后, 不光国内大型矿山会受显著挤压, 全球高成本的矿山同样岌岌可危。四大矿业巨头市场份额得以持续加大。所以基于以上判断, 国内铁矿产量减少逻辑上应领先于四大矿商的产量减少。

可以看出, 2014 年矿价跌去一半, 四大矿山却竞相扩产, 其目的是为了挤压竞争对手, 提高其自身的市场份额。目前 70 美元附近的矿价, 令国外非主流矿山以及国内中小矿山面临亏损, 相继大幅停产甚至减产。但还不足以大幅威胁到国内大型矿山, 只有当矿价跌破 60 美元/吨, 并持续一段时间后, 届时真正威胁全球高成本矿业, 四大矿山产能集中度才得以提高。所以四大矿商 2015 年并不会率先停产或保价, 而是通过不断增产以扩大市场份额, 并打击国内矿商为主。

## 二、 2015 年钢矿比价上行趋势能否延续?

### 1. 下游去产能进程快于上游

图 4: 粗钢产能利用率逐步回升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 5: 四大矿山产量增速维持在高位

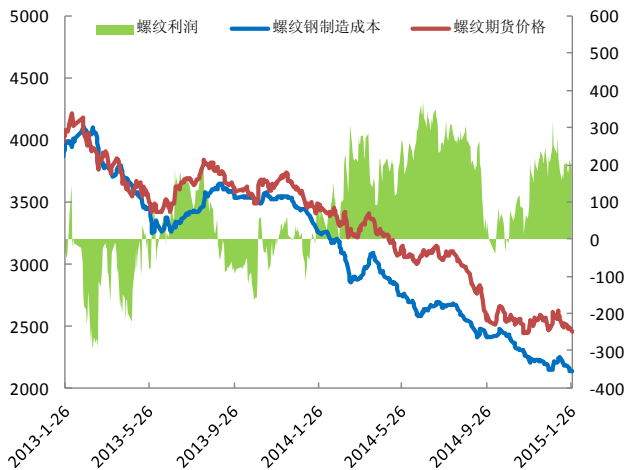
四大矿山产量统计	2012	2013	2014E	2015E
<b>必和必拓</b>	160,796	185,535	223,105	245,000
同比增长	7.63%	15.39%	20.25%	9.81%
<b>力拓</b>	198,869	208,966	281,039	330,000
同比增长	3.7%	5.08%	34.49%	17.42%
<b>FMG</b>	67,773	126,500	162,200	182,200
同比增长	26.42%	86.65%	28.22%	12.33%
<b>淡水河谷</b>	317,170	299,796	324,974	376,000
同比增长	-0.92%	-5.48%	8.4%	15.70%
<b>四大矿山合计</b>	744,609	820,797	991,318	1,133,200
同比增长	4.15%	10.23%	20.77%	14.31%

来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 4、图 5 所示, 2014 年我国新增的粗钢产能非常少, 且需求仍相对稳定, 这造成了钢铁行业的产能过剩现象有所缓解。2015 年国内粗钢新增产能将继续减少, 产能利用率将逐步回升, 去产能进程早已展开。反观铁矿石, 未来铁矿石供应增量主要来源于澳洲和巴西品位较高的矿山, 而四大矿山垄断大部分优质资源, 其产量增速一定程度上决定着未来全球供应增量。2015 年, 预计四大矿山产量增速仍然维持在高位, 去产能进程缓慢。可见, 下游去产能明显快于上游进程。2015 年铁矿石产能 14.3% 的增长速度和粗钢相比明显充裕, 上下游产能增速的差异是决定螺纹和铁矿比价的关键因素。

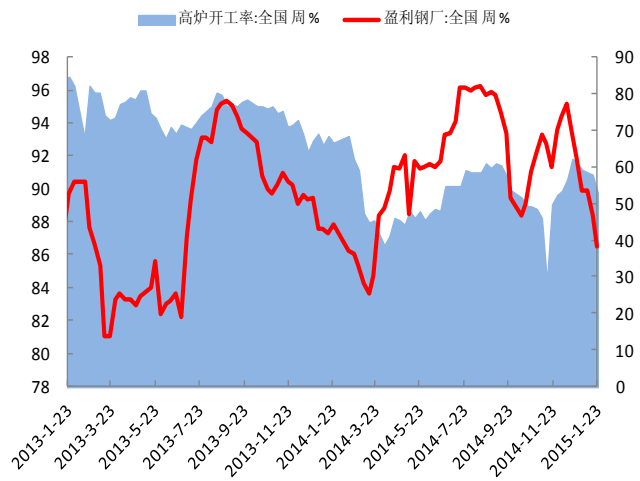
## 2. 钢厂利润持续好转

图 6: 螺纹钢利润大幅好转



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 7: 盈利钢厂比例仍处在上行通道

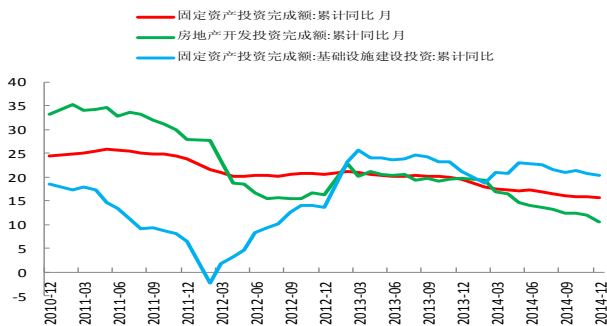


来源: Wind, 东兴期货研发中心

据测算，2014年钢厂利润平均预估为166.63元/吨，2013年为-21.95元/吨，可见利润扭亏为盈且大幅好转。此外，我国粗钢供给增速放缓，虽然供应增速依然大于需求增速，但去产能过程已经开始。我们认为2015年这个过程将延续，钢厂利润仍将维持。在钢厂有较好的盈利情况时，钢厂之间难以发生踩踏事件，因有利润基础，且增产降价空间有限。此外，钢铁股由于盈利从负变正，股价涨幅较大，P/B大幅增长。预计2015年螺纹价格继续强于上游铁矿，钢厂盈利仍将维持高位震荡。

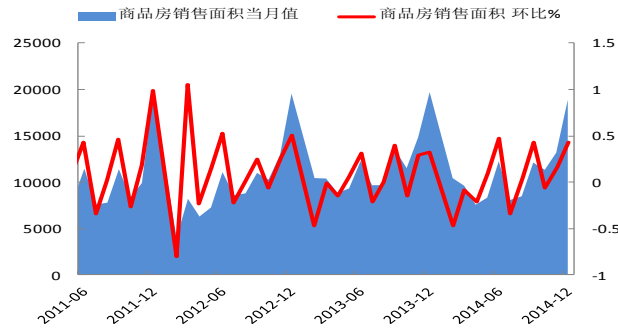
### 3. 需求恢复自下而上

图 8: 固投增速持续走低



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 9: 商品房销售面积 14 年 11 月份有所回升



来源: Wind, 东兴期货研发中心

需求的恢复是自下而上的，由终端房地产传导到中游螺纹钢，最终影响上游原材料（铁矿石）。2014年固投增速持续下滑，房地产开发投资占固投的20%左右，今年不确定因素依然在房地产开发投资。我们不认为2015年房地产市场会有乐观的表现，其投资增速依旧处于下行趋势，最终跌破10%是大概率事件。但值得注意的是2014年11月开始，商品房销售面积环比出现好转，最终传导到新屋开工面积上，可能影响到2015年一季度末出现阶段性的需求反弹。而终端需求的启动，或将拉动螺纹钢价格快速上涨，由于目前铁矿石库存以及储量仍处于高位，基本面较螺纹更显偏空，其上涨的幅度将小于螺纹钢。从传导机制上来看，钢材相比铁矿石更加靠近下游需求，如一季度末二季度初房地产投资增速果真企稳，则螺纹走强的确定性和涨幅将好于铁矿。

### 4、澳元贬值扩大澳洲矿工盈利，原油价格下跌降低海外矿山成本

图 10: 澳元兑美元处于下行周期



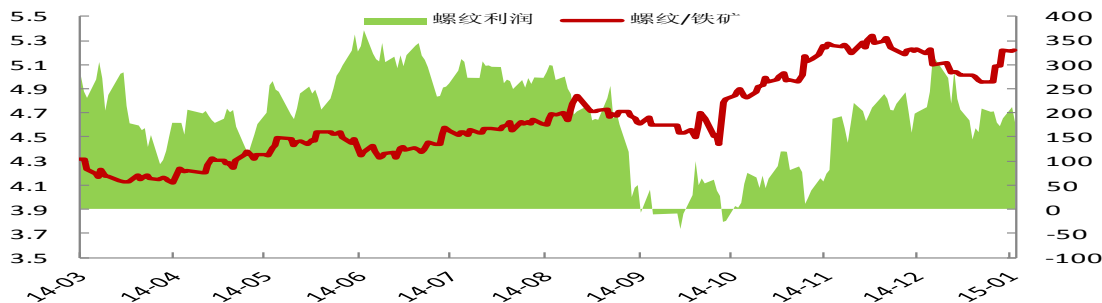
来源: Wind, 东兴期货研发中心

当前，美国经济持续复苏推动美元兑澳元走强，预计 2015 年美元仍处在大的上行周期，澳币有所承压。尽管铁矿价格 2014 年出现明显下跌，但货币的贬值缓解了产成品下跌的拖累，而且目前铁矿石的价格仍高于成本，国际矿业巨头的利润仅仅是缩小，而远未到发生踩踏的亏损阶段。

原油价格 2014 年下半年大幅走低，铁矿成本中很大一部分来自原油的消费，原油价格走低将降低海外矿商的成本，令澳洲铁矿石价格成本持续下移，有利于矿商的生产经营和生存。

## 5、钢矿比价上行的核心因素并未改变。

图 11: 钢矿比价上行趋势仍将延续



来源: Wind, 东兴期货研发中心

我们认为趋势形成必然有其核心因素，尽管核心因素或许有传递或逐渐的转变。但核心因素不改变，趋势往往不会出现改变。我们认为 2014 年螺纹钢铁矿比价的大幅上涨的主要核心因素是：

- 1、我国结构转型，房地产投资增速的下滑。趋势未变。
- 2、房地产投资增速下滑被部分固定投资替代，但可替代的幅度有限，国内经济转型仍在进行中。趋势未变。
- 3、钢厂去产能已经开始，而四大矿商却拼命扩大产能。趋势未变。
- 4、对比黑色产业链，铁矿石无疑是产业链中供应过剩最明显的。趋势未变。

综上所述，2015 年，螺纹钢与铁矿石比价仍会延续上行趋势，2014 年影响其上行的核心因素并未改变。而预计钢厂发生踩踏事件只是阴谋论猜测，发生概率极小。因此，2015 年，继续推荐做多钢厂利润（买螺纹，卖铁矿）。全年来看，螺纹钢铁矿石比价仍将高位运行。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。