

铁矿估值已至高位，消费决定价格高度

研究院 黑色建材组

研究员

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

投资咨询号: Z0017855

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

投资咨询号: Z0016256

邝志鹏

✉ kuangzhipeng@htfc.com

从业资格号: F3056360

投资咨询号: Z0016171

余彩云

✉ yucaiyun@htfc.com

从业资格号: F03096767

投资咨询号: Z0020310

联系人

刘国梁

✉ liuguolaing@htfc.com

从业资格号: F03108558

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

通过供需推演，若假设国内粗钢消费按照 1% 测算，国内铁矿在弥补去年供需缺口后，港口库存仍将累库 1,600 万吨，铁矿石价格已经明显处于高位区间。全年维度看，若铁矿供需维持基本平衡，则国内粗钢消费增速将需达到 2% 左右。过去几年，在国内钢铁消费结构调整大背景下，年内消费波动较为显著，粗钢消费预判较难，容易出现阶段性极度乐观或悲观去体现对国内粗钢消费的预判。

核心观点

■ 市场分析

近两年，海外需求表现亮眼，中国出口延续大增。据华泰期货研究院测算，2024 年 1-3 月，海外粗钢消费累计 23,747 万吨，同比增长 6.10%，三月份消费创历史单月新高；在海外需求大幅增加，中国钢材出口一季度大幅增加，折粗钢累计净出口 2,496 万吨，同比大幅增长 35.1%；海外全铁累计产量 13,256 万吨，同比增长 3.0%，折铁矿石消费增加 618 万吨，其中三月份海外全铁下降 1.3%，为今年首次出现下降。内需方面。2024 年 1-3 月国内粗钢累计消费 22,270 万吨，同比下降 2.1%，分单月日均消费来看，分别为 28.40%、-7.70% 和 -19.10%，2 月和 3 月份消费均同比大幅下降，主要受春节后消费启动偏慢影响；国内生铁产量累计 21,253 万吨，同比下降 1.6%，折铁矿消费减少 543 万吨，其中三月份日均铁水产量 227.0 万吨，同比降 10.8%。

铁矿供应大幅增加，到港量持续攀升。进口矿方面：2024 年 1-3 月，我国铁矿石进口 3.1 亿吨，较去年增加 1,632 万吨，累计同比增长 5.60%；国产铁矿石供给：1-3 月份，我国国产铁矿精粉 6,565 吨，累计同比增加 3.20%。综合来看，我国 1-3 月份铁矿石总供给增加近 1,770 万吨。今年以来，铁矿供给持续高位，预计全年铁矿石供应将大幅增长。

废钢消费大幅波动，下修全年废钢消费。据华泰期货研究院测算，1-3 月份国内废钢消费同比增加 703 万吨或 12.3%。在去年 1-2 月废钢消费低基数下，今年 1-2 月录得 1,180 万吨废钢消费增量，但 3 月份废钢消费同比大降 476 万吨，废钢消费呈大幅波动态势。展望 2024 年，根据华泰期货研究院最新测算，2024 年国内废钢消费同比增幅下修至 1,000 万吨左右，折可替换铁矿石消费近 1,600 万吨。废钢供应及消费节奏的变化，对黑色产业链影响较大，需重点关注。

铁矿估值已至高位，消费决定价格高度。截止 4 月 24 日，普式指数收于 118.85 美金，铁矿边际供应仍难见减量。连铁 05 合约收于 927 元/吨，估值近 120 美金，09 合约收于 888 元/吨，估值超 110 美金。通过供需推演，若假设国内粗钢消费按照 1% 测算，国内铁矿在弥补去年供需缺口后，港口库存仍将累库 1,600 万吨，铁矿石价格已经明显处于

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

高位区间。全年维度看，若铁矿供需维持基本平衡，则国内粗钢消费增速将需达到 2% 左右。过去几年，在国内钢铁消费结构调整大背景下，年内消费波动较为显著，粗钢消费预判较难，容易出现阶段性极度乐观或悲观去体现对国内粗钢消费的预判。

策略

年度展望铁矿供需转向宽松，当前矿价处于价格区间偏高水平

■ 风险

钢厂利润、海外发运情况、宏观经济环境、国内消费超预期等。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
一、2024年一季度全球钢铁行业供需分析	5
1.1 海外需求表现亮眼，中国出口延续大增	5
1.2 国内需求下降，下游主动去库	5
1.3 铁矿石供应增加，到港量持续攀升	7
1.4 钢厂库存大幅累库，节后复产不及预期	10
二、内需弱外需强，铁矿供需转宽松	11
2.1 PMI 重上荣枯线，印度引领海外需求	11
2.2 废钢消费大幅波动，下修全年废钢消费	12
2.3 内需偏弱运行，铁矿供需逆转	13
三、铁矿估值已至高位，考验国内消费强度	16
3.1 一季度负反馈明显，铁矿石价格大幅下跌	16
3.2 铁矿估值已至高位，消费决定价格高度	16
四、结论	18

图表

图 1: 海外粗钢产量季节性图 单位: 万吨	5
图 2: 海外粗钢消费季节性图 单位: 万吨	5
图 3: 中国粗钢净出口季节性图 单位: 万吨	5
图 4: 海外全铁产量季节性图 单位: 万吨	5
图 5: 全国粗钢日均产量 单位: 万吨	6
图 6: 全国粗钢日均消费量 单位: 万吨	6
图 7: 全国生铁日均产量 单位: 万吨	6
图 8: 全国废钢消费量 单位: 万吨	6
图 9: 全国铁矿石月度消费量 单位: 万吨	6
图 10: 全国铁矿石月度累计消费量 单位: 万吨	6
图 11: 中国铁矿石月度进口量 单位: 万吨	7
图 12: 中国月度进口澳洲铁矿石量 单位: 万吨	7
图 13: 中国月度进口巴西铁矿石量 单位: 万吨	7
图 14: 中国月度进口印度铁矿石量 单位: 万吨	7
图 15: 中国月度进口南非铁矿石量 单位: 万吨	8
图 16: 中国进口澳巴印南以外铁矿石量 单位: 万吨	8
图 17: 全球铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨	8
图 18: 澳洲铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨	8
图 19: 巴西铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨	8
图 20: 非主流铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨	8
图 21: VALE 铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨	9

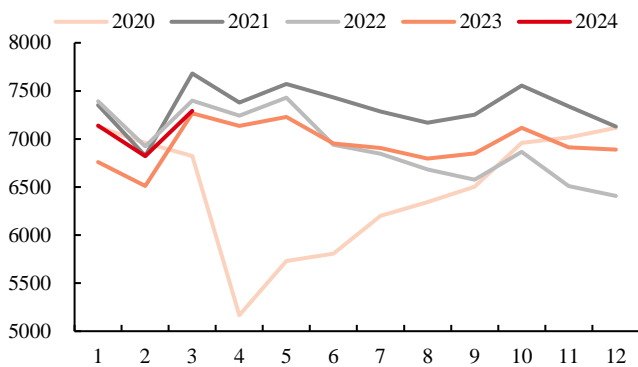
图 22: RIO TINTO 铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨.....	9
图 23: BHP 铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨.....	9
图 24: FMG 铁矿发运 (累计同比) 单位: 万吨.....	9
图 25: 钢联 45 港到港量数据 (累计同比) 单位: 万吨.....	10
图 26: 国内精粉月度产量 单位: 万吨.....	10
图 27: 国内精粉月度累计产量 单位: 万吨, %.....	10
图 28: 钢厂财务库存 单位: 万吨.....	11
图 29: 中国粗钢内需+净出口 (日均) 单位: 万吨.....	11
图 30: 全国铁矿石总库存 单位: 万吨.....	11
图 31: 全口径铁元素库存 单位: 万吨.....	11
图 32: 全球各主要经济体 PMI 数据 单位: %.....	12
图 33: 290 家钢厂废钢到货 (月日均) 单位: 万吨.....	13
图 34: 290 家钢厂废钢日耗 (月周均) 单位: 万吨.....	13
图 35: 全国 255 家钢厂废钢库存 单位: 万吨.....	13
图 36: 全国废钢消费推演 单位: 万吨.....	13
图 37: 粗钢日均产量 (推演) 单位: 万吨.....	15
图 38: 生铁日均产量 (推演) 单位: 万吨.....	15
图 39: 铁矿总供给 (推演) 单位: 万吨.....	15
图 40: 港口铁矿石库存 (推演) 单位: 万吨.....	15
图 41: 青岛港 PB 现货价格及澳洲粉矿 62% 远期现货价格指数 单位: 元/吨, 美元/吨.....	16
图 42: 澳洲粉矿 62% 远期现货指数 单位: 美元/吨.....	17
图 43: 青岛港 PB 现货价格 单位: 元/吨.....	17
表 1: 2024 年海外消费推算表 单位: 万吨, %.....	12
表 2: 2024 年中国铁矿整体供需情况 (推演) 单位: 万吨, %.....	14
表 3: 2024 年全球铁矿整体供需情况 (推演) 单位: 万吨, %.....	15
表 4: 普氏指数折算成连铁仓单 单位: 美元/吨, 元/吨, %.....	17

一、2024 年一季度全球钢铁行业供需分析

1.1 海外需求表现亮眼，中国出口延续大增

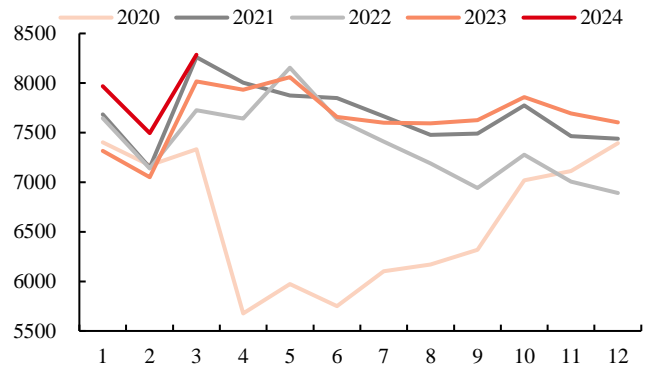
据华泰期货研究院测算，2024 年 1-3 月，海外粗钢产量累计 21,251 万吨，同比增长 3.5%，三月份同比增长 0.3%，降幅进一步收窄；海外粗钢消费累计 23,747 万吨，同比增长 6.10%，三月份消费创历史新高；在海外需求大幅增加，中国钢材出口一季度大幅增加，折粗钢累计净出口 2,496 万吨，同比大幅增长 35.1%；海外全铁累计产量 13,256 万吨，同比增长 3.0%，折铁矿石消费增加 618 万吨，其中三月份海外全铁下降 1.3%，为今年首次出现下降。

图 1: 海外粗钢产量季节性图 | 单位: 万吨



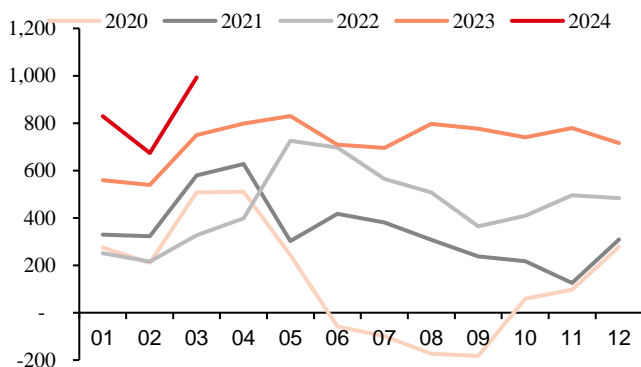
数据来源: WSA 华泰期货研究院

图 2: 海外粗钢消费季节性图 | 单位: 万吨



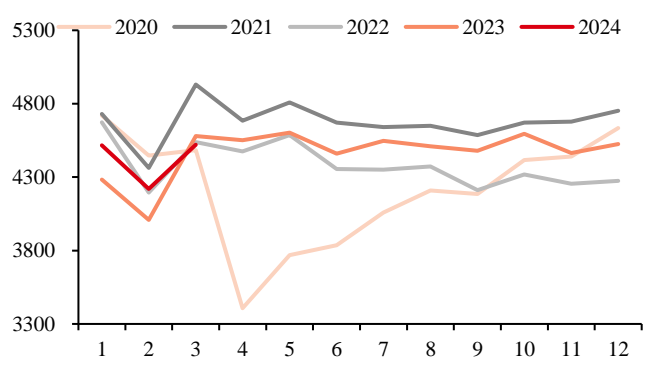
数据来源: WSA 华泰期货研究院

图 3: 中国粗钢净出口季节性图 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 4: 海外全铁产量季节性图 | 单位: 万吨



数据来源: WSA 华泰期货研究院

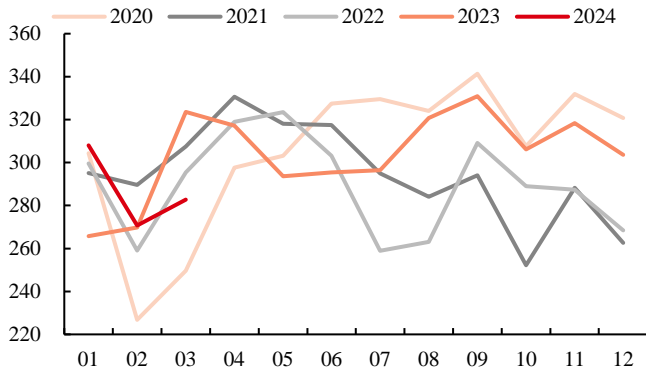
1.2 国内需求下降，下游主动去库

据华泰期货研究院测算，2024 年 1-3 月国内粗钢累计产量 26,164 万吨，同比增长 1.30%，分单月日均产量增速来看，分别为 15.9%、3.9%和-12.6%，三月份同比降幅较为明显；

国内粗钢累计消费 22,270 万吨，同比下降 2.1%，分单月日均消费来看，分别为 28.40%、

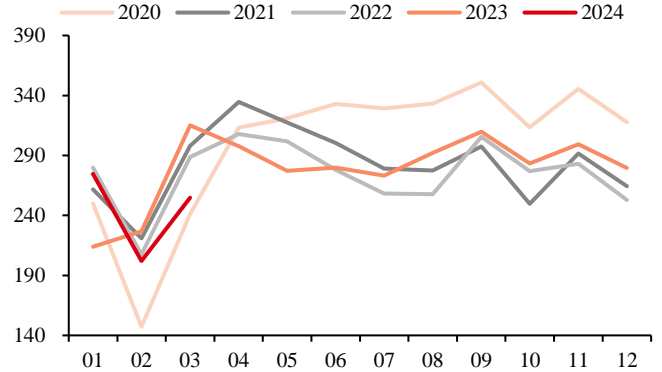
-7.70%和-19.10%，2 月和 3 月份消费均同比大幅下降，主要受春节后消费启动偏慢影响；国内生铁产量累计 21,253 万吨，同比下降 1.6%，折铁矿消费减少 543 万吨，其中三月份日均铁水产量 227.0 万吨，同比降 10.8%。

图 5: 全国粗钢日均产量 | 单位: 万吨



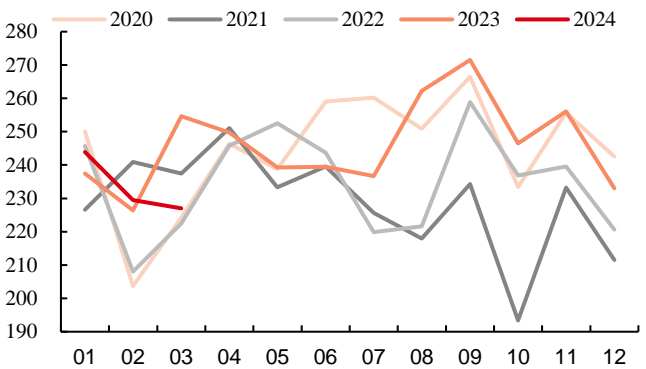
数据来源: 华泰期货研究院

图 6: 全国粗钢日均消费量 | 单位: 万吨



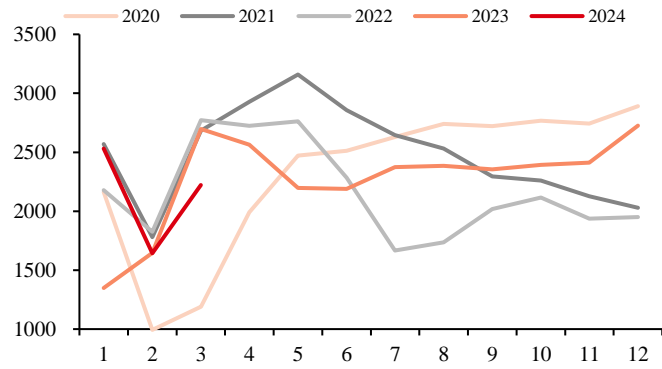
数据来源: 华泰期货研究院

图 7: 全国生铁日均产量 | 单位: 万吨



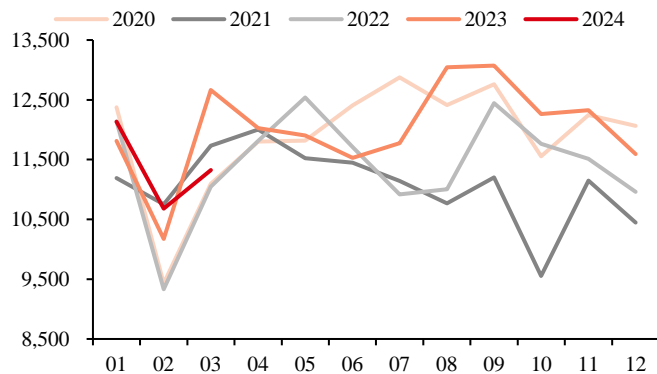
数据来源: 华泰期货研究院

图 8: 全国废钢消费量 | 单位: 万吨



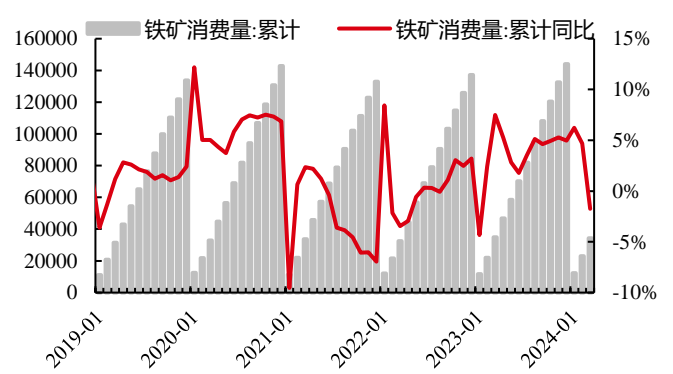
数据来源: 华泰期货研究院

图 9: 全国铁矿石月度消费量 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 10: 全国铁矿石月度累计消费量 | 单位: 万吨

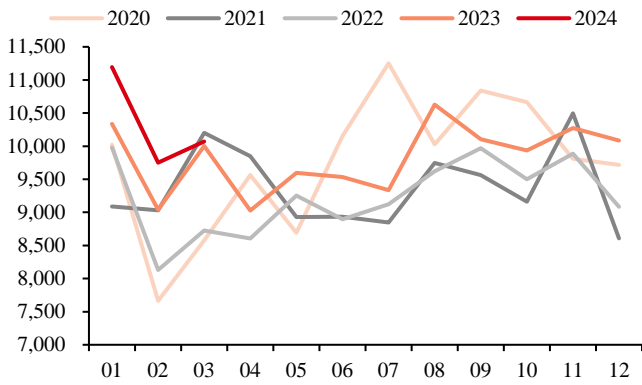


数据来源: 华泰期货研究院

1.3 铁矿石供应增加，到港量持续攀升

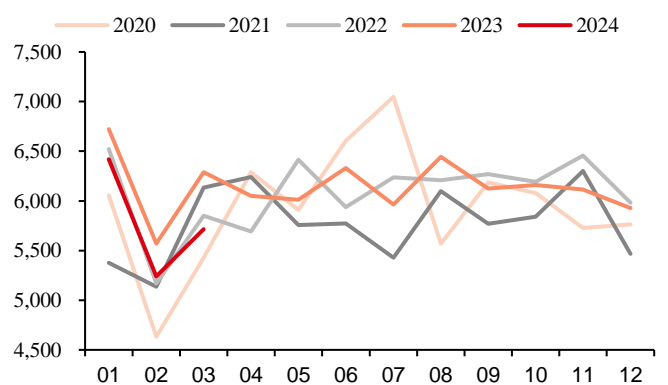
进口矿方面：2024年1-3月，我国铁矿石进口3.1亿吨，较去年增加1,632万吨，累计同比增长5.60%；从进口国来看，1-3月，中国进口澳大利亚铁矿石1.74亿吨，累计同比增长-6.5%；进口巴西铁矿石6,965万吨，累计同比增长9.10%；进口南非和印度铁矿石1,060万吨、1,650万吨，累计同比分别增长9.0%、79.1%；进口除澳巴印南四国以外铁矿石3,967万吨，累计同比增长29.70%，其中进口乌克兰铁矿石349万吨；整体来看，澳洲铁矿供应明显下降，巴西和非主流铁矿供应增量明显。

图 11: 中国铁矿石月度进口量 | 单位: 万吨



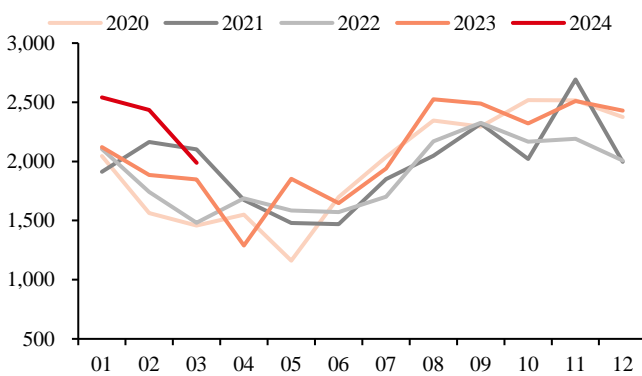
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 12: 中国月度进口澳洲铁矿石量 | 单位: 万吨



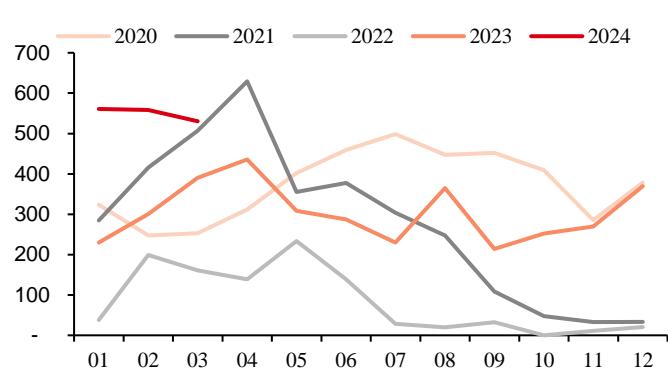
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 13: 中国月度进口巴西铁矿石量 | 单位: 万吨



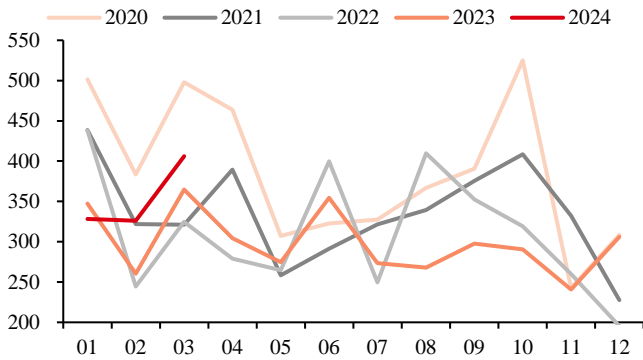
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 14: 中国月度进口印度铁矿石量 | 单位: 万吨



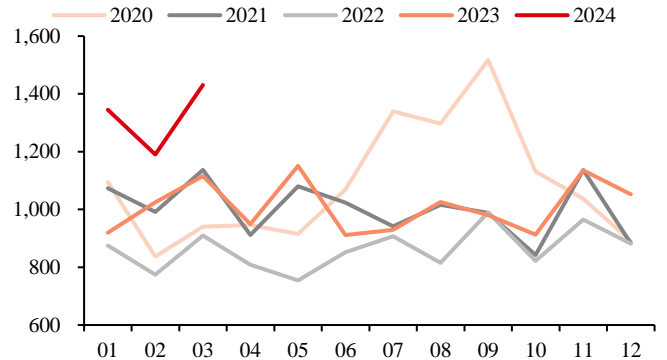
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 15: 中国月度进口南非铁矿石量 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

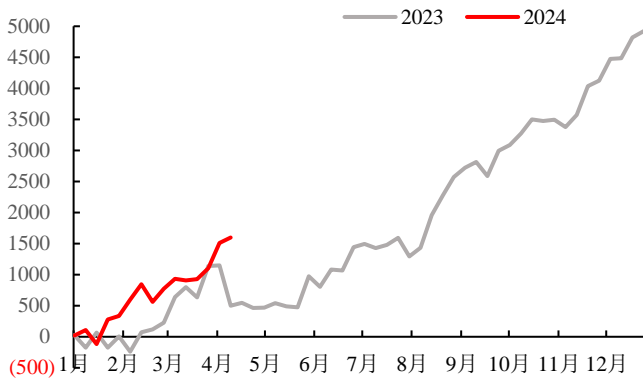
图 16: 中国进口澳巴印南以外铁矿石量 | 单位: 万吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

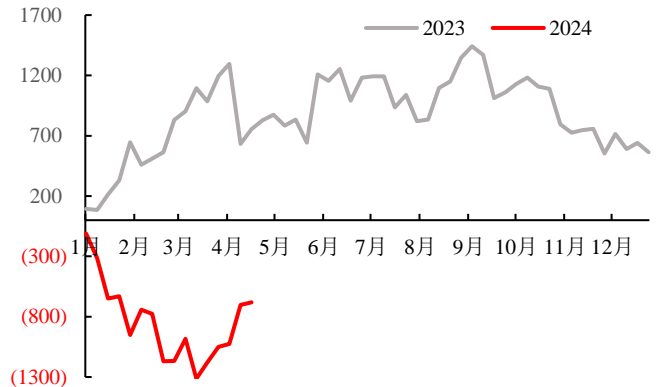
发运数据来看: 截止 4 月 22 日, 钢联全球发运累计同比增加 1,670 万吨, 其中澳洲累计同比降 680 万吨, 巴西累计同比增 1133 万吨, 非主流发运累计同比增 1217 万吨。

图 17: 全球铁矿发运 (累计同比) | 单位: 万吨



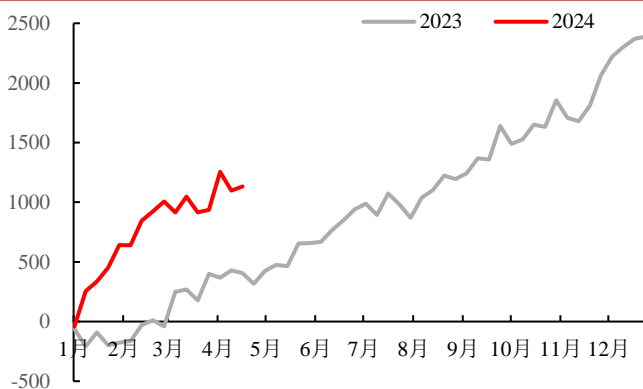
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 18: 澳洲铁矿发运 (累计同比) | 单位: 万吨



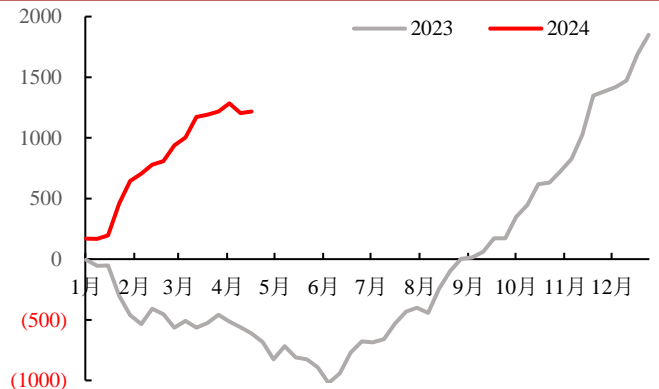
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 19: 巴西铁矿发运 (累计同比) | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

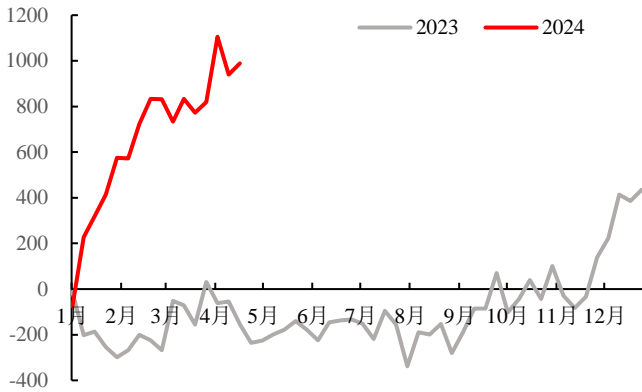
图 20: 非主流铁矿发运 (累计同比) | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

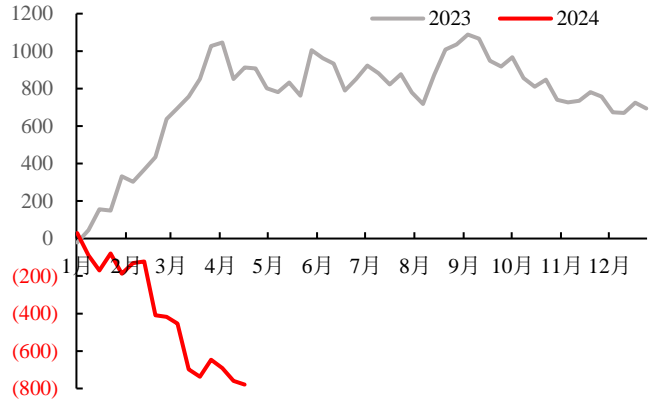
四大矿山铁矿发运累计同比增加 343 万吨，其中 VALE 铁矿发运累计同比增加 989 万吨，RIO TINTO 铁矿发运累计同比减少 779 万吨，BHP 铁矿发运累计同比增加 359 万吨，FMG 铁矿发运累计同比减少 226 万吨，后期 RIO TINTO 和 FMG 发运仍有补量空间。

图 21:VALE 铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



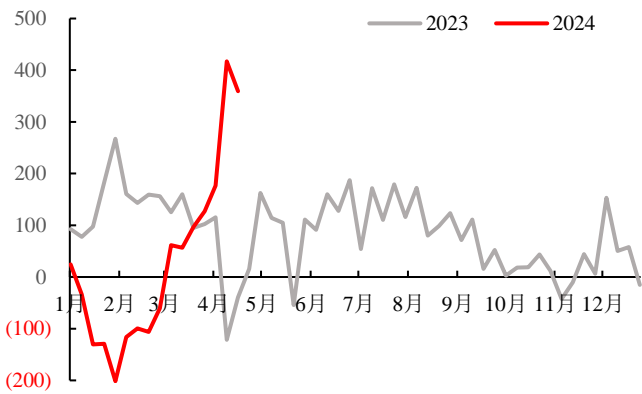
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 22:RIO TINTO 铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



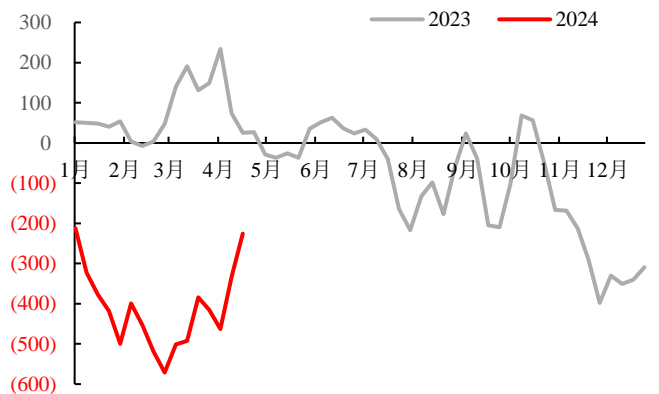
数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

图 23:BHP 铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

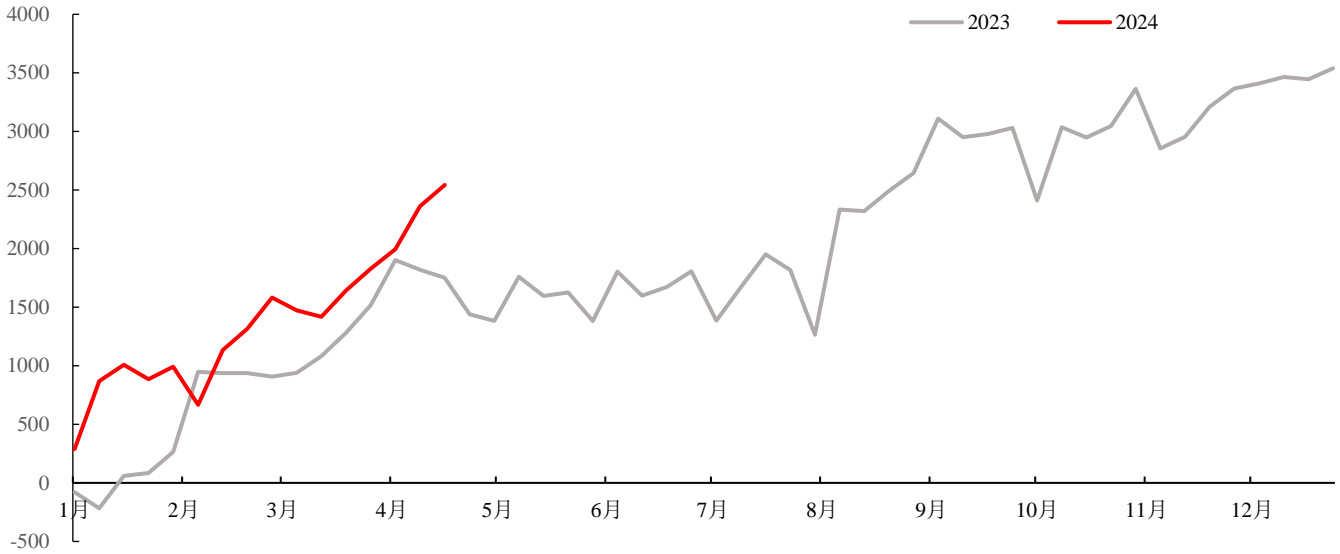
图 24:FMG 铁矿发运（累计同比） | 单位：万吨



数据来源：Mysteel 华泰期货研究院

到港量数据：截止 4 月 22 日，钢联 45 港到港量累计同比增加 2,543 万吨，其中澳洲累计同比降 925 万吨，巴西累计同比增 2,047 万吨，非主流发运累计同比增 1422 万吨，其中印度增 490 万吨，乌克兰增 514 万吨。到港量数据显示，四月份铁矿供应将呈同比增量态势，铁矿供应仍处于宽松状况。

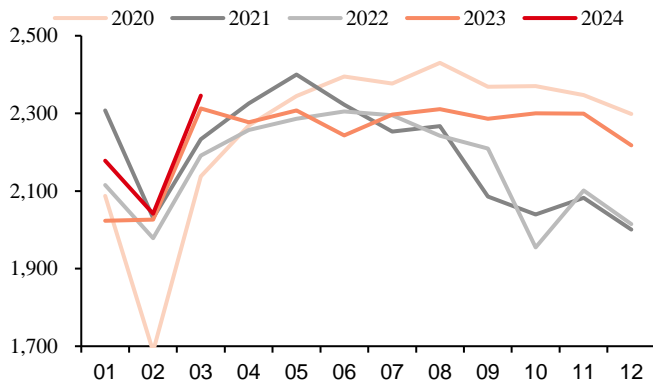
图 25: 钢联 45 港到港量数据 (累计同比) | 单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

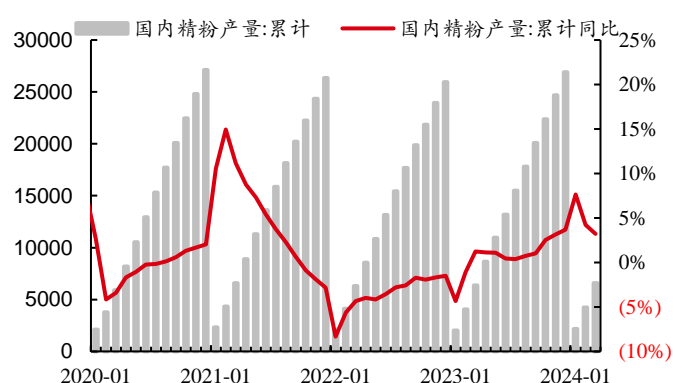
国产铁矿石供给: 1-3 月份, 我国国产铁矿精粉 6,565 吨, 累计同比增加 3.20%。综合来看, 我国 1-3 月份铁矿石总供给增加近 1,770 万吨。今年以来, 铁矿供给持续高位, 预计全年铁矿石供应将大幅增长。

图 26: 国内精粉月度产量 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 27: 国内精粉月度累计产量 | 单位: 万吨, %



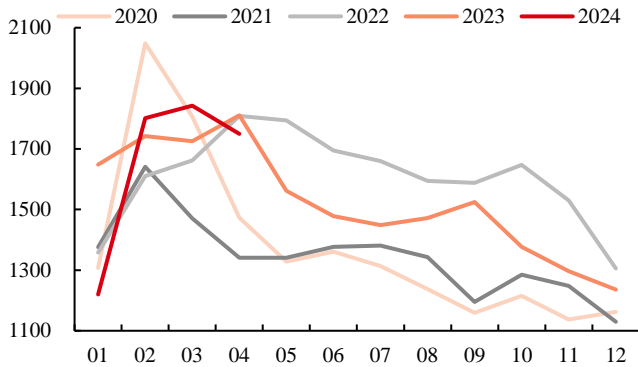
数据来源: 华泰期货研究院

1.4 钢厂库存大幅累库, 节后复产不及预期

今年一季度, 国内消费不及预期, 钢厂财务库存大幅累库, 斜率仅仅次于 2020 年同期。在钢厂库存压力较大背景下, 春节假期后钢厂维持低产量运行, 复产节奏与往年大相

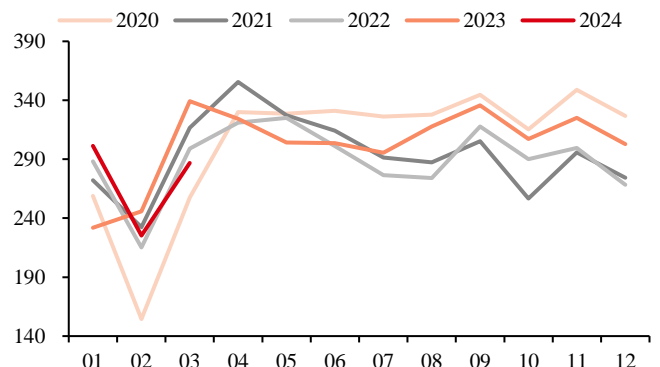
径庭，原料消费大幅减少。通过对全口径铁矿石库存和“铁元素”库存数据监测，节后铁矿石总库存和“铁元素”去库幅度大幅不及往年同期。展望后市，铁矿石在高库存和高供给下，全年维度供需偏松格局有望形成。

图 28: 钢厂财务库存 | 单位: 万吨



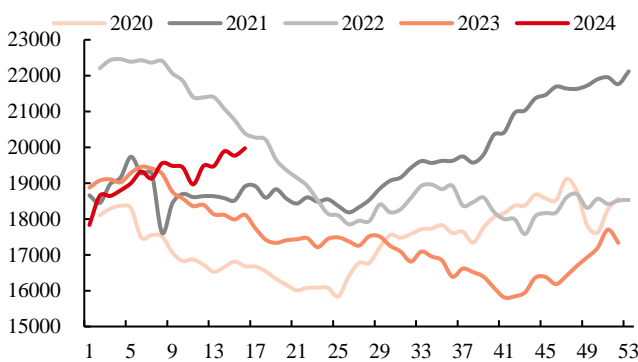
数据来源: 中钢协 华泰期货研究院

图 29: 中国粗钢内需+净出口(日均) | 单位: 万吨



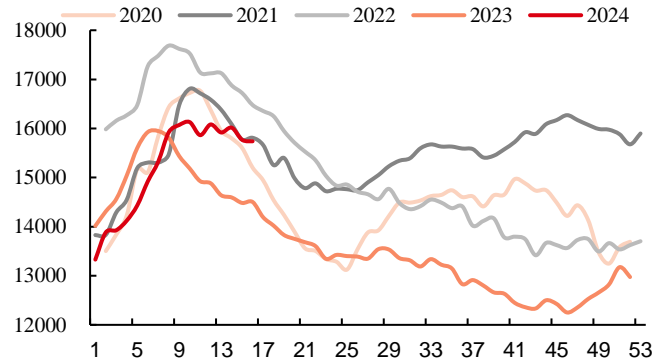
数据来源: 华泰期货研究院

图 30: 全国铁矿石总库存 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 31: 全口径铁元素库存 | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

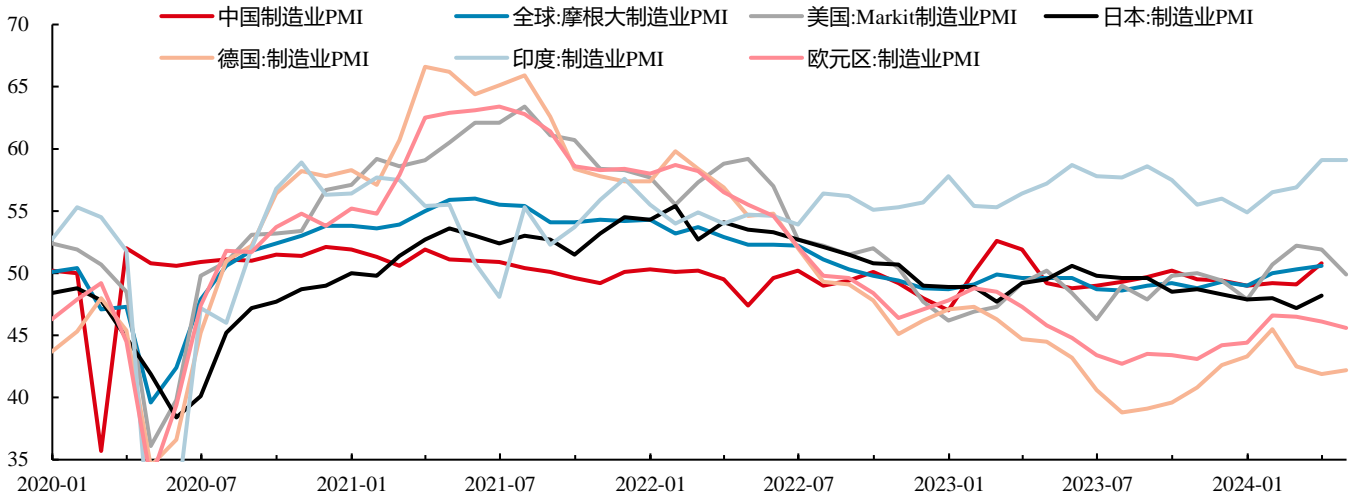
二、内需弱外需强，铁矿供需转宽松

2.1 PMI 重上荣枯线，印度引领海外需求

2024 年开局，全球制造业 PMI 重回荣枯线以上。3 月摩根大通全球制造业 PMI 50.6，创近 20 月新高，为连续 3 个月荣枯线以上，制造业回升对全球经济增长带来积极影响。2024 年全年，海外粗钢消费在印度等地区带动下预计仍能维持较快增长。按照华泰期货研究院测算，海外 2024 年全年消费同比增长 3.8%，粗钢产量增长 2.9%；海外折粗钢进口继续维持高位增加，较 2023 年增 1,000 万吨以上；在粗钢产销同比增长下，海

外废钢消费将增加 1,288 万吨；而海外全铁产量同比增加 1,363 万吨，折铁矿石消费增加 2,182 万吨。

图 32: 全球各主要经济体 PMI 数据 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表 1: 2024 年海外消费推算表 | 单位: 万吨, %

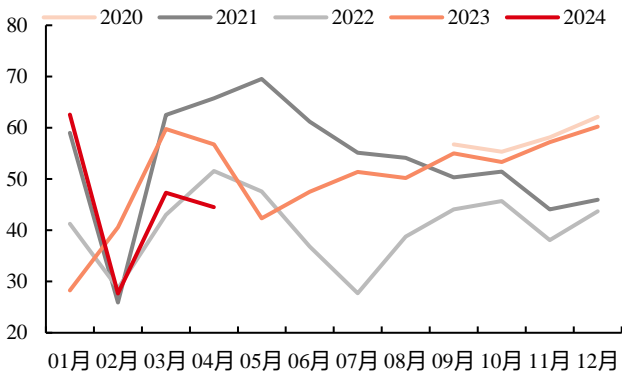
海外钢铁 (不含中国)	2024Q1		2024Q2		2024H1		2024H2		2024	
	增量	增速	增量	同比	增量	同比	增量	同比	增量	同比
全铁产量	386	3.0%	327	2.4%	713	2.7%	651	2.4%	1,364	2.5%
铁矿消费	618	3.0%	523	2.4%	1,140	2.7%	1,042	2.4%	2,182	2.5%
粗钢产量	715	3.5%	576	2.7%	1,291	3.1%	1,120	2.7%	2,410	2.9%
废钢消费	401		306		707		581		1,288	
粗钢消费	1,364	6.1%	860	3.6%	2,223	4.8%	1,241	2.7%	3,465	3.8%
粗钢供需缺口	-648		-284		-933		-122		-1,054	

数据来源: 华泰期货研究院

2.2 废钢消费大幅波动，下修全年废钢消费

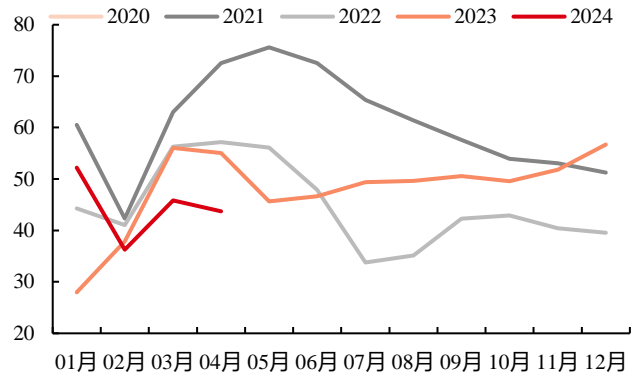
2024 年一季度，受节后钢材价格大幅下跌影响，废钢供应也呈现收缩态势。据华泰期货研究院测算，1-3 月份国内废钢消费同比增加 703 万吨或 12.3%。在去年 1-2 月废钢消费低基数下，今年 1-2 月录得 1,180 万吨废钢消费增量，但 3 月份废钢消费同比大降 476 万吨，废钢消费呈大幅波动态势。展望 2024 年，在一季度国内粗钢产销不及预期下，我们降对国内粗钢产销下修，废钢供给量也将下降。根据华泰期货研究院最新测算，2024 年国内废钢消费同比增幅下修至 1,000 万吨左右，折可替换铁矿石消费近 1,600 万吨。废钢供应及消费节奏的变化，对黑色产业链影响较大，需重点关注。

图 33: 290 家钢厂废钢到货 (月日均) | 单位: 万吨



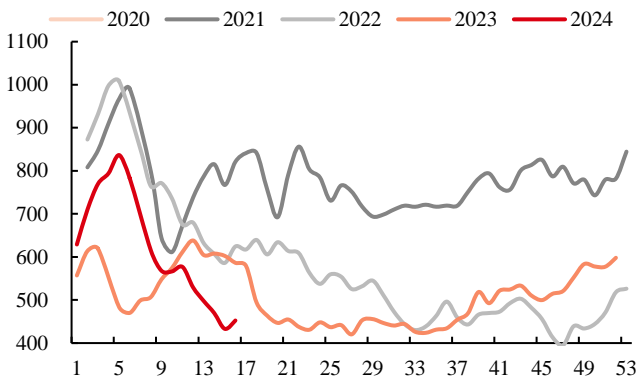
数据来源: 富宝、华泰期货研究院

图 34: 290 家钢厂废钢日耗 (月周均) | 单位: 万吨



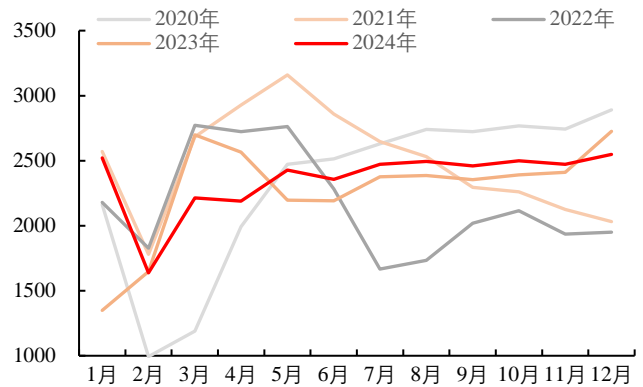
数据来源: 富宝、华泰期货研究院

图 35: 全国 255 家钢厂废钢库存 | 单位: 万吨



数据来源: 富宝、华泰期货研究院

图 36: 全国废钢消费推演 | 单位: 万吨



数据来源: 富宝数据 华泰期货研究院

2.3 内需偏弱运行，铁矿供需逆转

当下内需表现整体偏弱，低于年初预期。海外需求相对超预期，因此我们在下调内需的同时，将海外需求整体上调。基于国内钢材消费同比增 1% 的假设下，同时考虑到今年乌克兰铁矿石供应增量的影响，对原料端供应做出假设：

- ✓ 钢材消费 2024 年 Q1 下降 1.8%，主要受三月份消费大幅下降影响；H1 增 0.6%，H2 增 1.3%；全年增加 1.0%；钢材产量 2024 年 Q1 增 1.4%，三月份产量也呈现大幅下降；H1 增 1.3%；H2 增 1.4%，全年增 1.4%。
- ✓ 1-3 月预估全球铁矿石产量增加 2,617 万吨，在乌克兰今年增量背景下，上修全年全球铁矿石产量增量至 6,861 万吨。
- ✓ 1-3 月国内废钢消费增加 702 万吨，预计 H1 降 648 万吨，H2 废钢消费同比增 355 万吨，在下调国内粗钢产销的背景下，下修全年废钢消费至 1,003 万吨。
- ✓ 1-3 月国内生铁产量降低 317 万吨，H1 生铁产量微增 99 万吨，H2 增加 531 万吨，全年产量增 630 万吨，或 0.7%，折铁矿石消费增加 1,060 万吨。
- ✓ 1-3 月铁矿石净进口增 1,567 万吨，H1 同比增加 2,479 万吨，或 4.4%，H2 增加 1,357 万吨，全年进口矿增加 3,836 万吨；国产矿供给增加，全年微增 614 万吨。

基于以上假设条件，对铁矿石库存进行推演（详见图 39），可以看到铁矿石供需全年呈现偏宽松格局，港口库存将维持偏高态势运行。

表 2: 2024 年中国铁矿整体供需情况（推演） | 单位：万吨，%

国内黑链商品	2023		2024Q1		2024Q2		2024H1		2024H2		2024	
	增量	同比	增量	同比	增量	同比	增量	同比	增量	同比	增量	同比
铁矿净进口	7,221	6.7%	1,567	5.4%	912	3.3%	2,479	4.4%	1,357	2.3%	3,836	3.3%
国产铁矿	952	3.7%	203	3.2%	137	2.0%	340	2.6%	274	2.0%	614	2.3%
铁矿消费	6,938	5.1%	-509	-1.5%	717	2.0%	208	0.3%	853	1.2%	1,060	0.7%
生铁产量	4,173	4.9%	-317	-1.5%	416	1.9%	99	0.2%	531	1.2%	630	0.7%
铁矿库存（期末-期初）	-1,194	-9.1%	2,439	7.2%	-585	8.7%	1,855	8.7%	-190	13.9%	1,665	13.9%
生铁还原铁进口	-125	-62.4%	-15	-44.2%	-11	-64.1%	-26	-50.6%	-11	-48.7%	-38	-50.0%
国内废钢消费	1,321	5.1%	702	12.3%	-53	-0.8%	648	5.1%	355	2.4%	1,003	3.7%
废钢进口	-3		-8		1		-9		-23		-33	
钢材坯净出口	3,249	59.7%	606	32.8%	94	4%	700	16.7%	295	6.5%	994	11.4%
粗钢产量	5,076	4.8%	354	1.4%	332	1.2%	686	1.3%	828	1.4%	1,514	1.4%
粗钢国内总供给	1,828	1.8%	-252	-1.1%	238	0.9%	-14	0.0%	534	1.0%	520	0.5%
粗钢消费	1,487	1.5%	-417	-1.8%	712	2.7%	294	0.6%	703	1.3%	997	1.0%
钢材库存（期末-期初）	162	8.5%	1,075	10.1%	-839	2.4%	236	2.4%	-270	-1.7%	-34	-1.7%

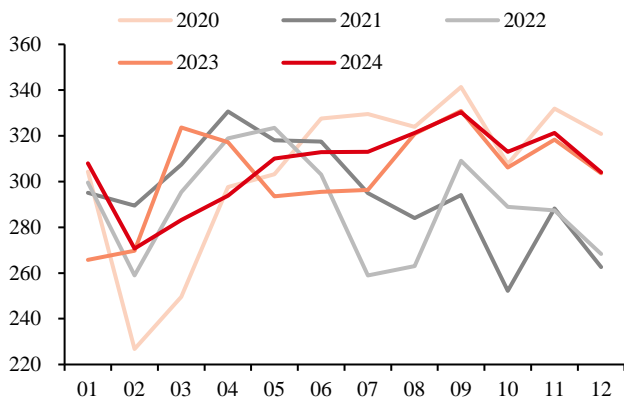
数据来源：华泰期货研究

表 3: 2024 年全球铁矿整体供需情况 (推演) | 单位: 万吨, %

全球铁矿供需平衡	2024Q1		2024Q2		2024H1		2024H2		2024	
	增量	增速	增量	同比	增量	同比	增量	同比	增量	同比
中国铁矿石净进口	1,567	5.4%	912	3.3%	2,479	4.4%	1,357	2.3%	3,836	3.3%
中国国产铁矿	203	3.2%	137	2.0%	340	2.6%	274	2.0%	614	2.3%
中国铁矿总消费	-509	-1.5%	717	2.0%	208	0.3%	853	1.2%	1,060	0.7%
海外 (不含中国) 铁矿消费	846	4.1%	523	2.4%	1,369	3.2%	1,042	2.4%	2,411	2.8%
全球铁矿总消费	337	0.6%	1,240	2.2%	1,577	1.4%	1,894	1.6%	3,471	1.5%
全球铁矿产量	2,617		1,571		4,188		2,673		6,861	
中国铁矿港存变动 (期末-期初)	2,439	7.2%	-585	8.7%	1,855	8.7%	-190	13.9%	1,665	13.9%

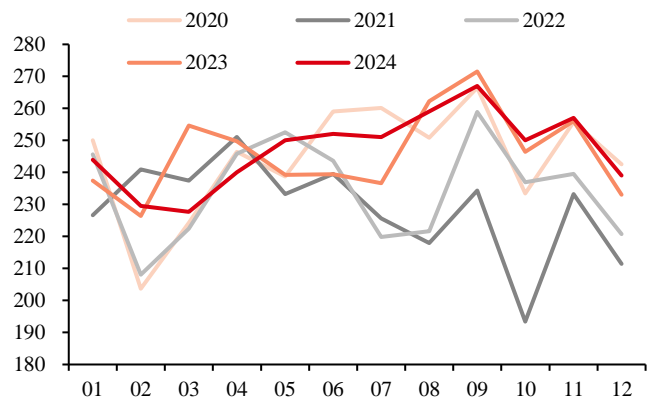
数据来源: 华泰期货研究

图 37: 粗钢日均产量 (推演) | 单位: 万吨



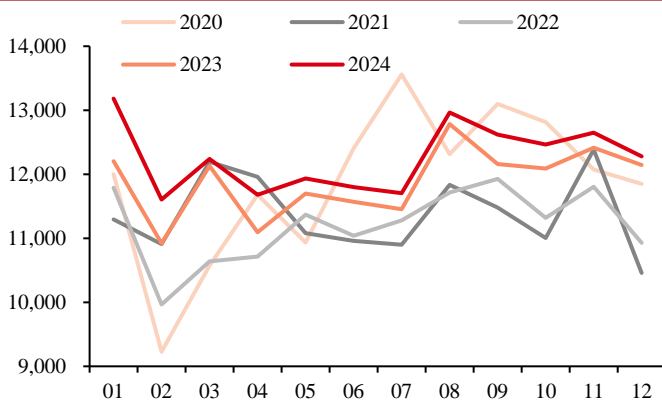
数据来源: 华泰期货研究院

图 38: 生铁日均产量 (推演) | 单位: 万吨



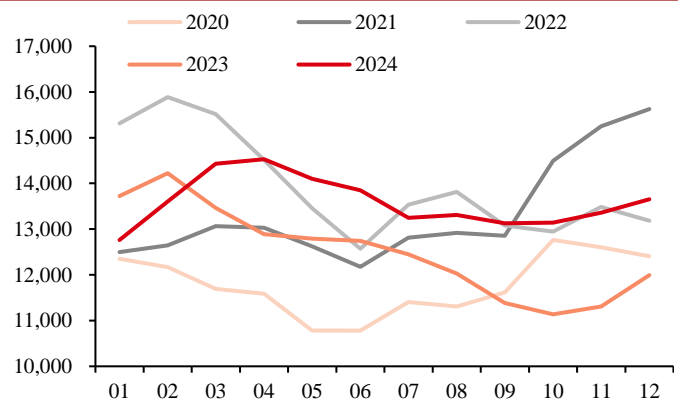
数据来源: 华泰期货研究院

图 39: 铁矿总供给 (推演) | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 40: 港口铁矿石库存 (推演) | 单位: 万吨



数据来源: 华泰期货研究院

三、铁矿估值已至高位，考验国内消费强度

3.1 一季度负反馈明显，铁矿石价格大幅下跌

2024 年一季度，地方政府债券发行缓慢，传统基建项目启动缓慢，房地产行业仍处于筑底阶段。受此影响，建筑行业活动在春节假期结束后并未如期而至，黑色系商品期现货价格出现快速回落。在市场悲观情绪下，黑色产业链各环节主动去库，钢厂复产缓慢，原料需求减少，负反馈形成。同时，铁矿供应大幅增加，铁矿现货价格下跌接近 30%，超去年 3-5 月的跌幅。

图 41：青岛港 PB 现货价格及澳洲粉矿 62% 远期现货价格指数 | 单位：元/吨，美元/吨



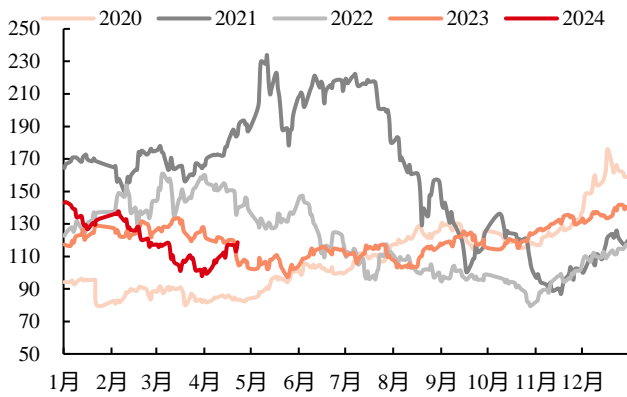
数据来源：Mysteel、华泰期货研究院

3.2 铁矿估值已至高位，消费决定价格高度

进入四月，宏观预期大幅改善，全球大宗商品在有色及贵金属带领下大幅上涨。同时，下游钢材消费持续向上，在钢厂产量低的情况下，库存持续下降，市场开始交易钢厂复产预期，铁矿石价格触底反弹。同时，国内专项债发行加速，资金面得到改善，5-6 月将进入实操环节，进一步刺激铁矿石价格上涨。

3 月份，各矿山公布 4 月份的铁矿品种折扣，超特 4 月折扣大幅扩大至 16.5%，通过对普式指数折仓单测算，100 美金以上连铁仓单对应标的是以超特为代表的低品矿。同时，近期 BHP 公布 5 月份最新的铁矿品种折扣，金布巴折扣为 6.5%、麦克 3%、杨迪为 1%，相较 4 月份折扣整体仍有所扩大。在超特库存高位大幅增加下，料超特折扣整体仍将处于扩大态势，若 5 月份折扣进一步加大，则铁矿石估值中枢将进一步下移，后续需持续关注。

图 42: 澳洲粉矿 62%远期现货指数 | 单位: 美元/吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 43: 青岛港 PB 现货价格 | 单位: 元/吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

表 4: 普氏指数折算成连铁仓单 | 单位: 美元/吨, 元/吨, %

普氏指数(矿种)	超特粉折扣	折连铁仓单	金布巴折扣	折连铁仓单	罗伊山折扣	折连铁仓单	PB 粉	折连铁仓单
2024 年 4 月	16.50%	X=1.5	4.50%	X=1.5	0.25%	X=1.5	0.00%	X=1.5
70	489	624	572	634	596	585	605	583
80	551	686	649	710	677	666	687	665
90	614	749	725	787	758	747	770	747
100	676	811	802	863	838	827	852	829
110	739	874	878	940	919	908	934	912
120	801	936	955	1016	1000	989	1016	994
130	864	999	1032	1093	1080	1069	1098	1076
140	926	1062	1108	1170	1161	1150	1181	1158
150	989	1124	1185	1246	1241	1230	1263	1240

数据来源: 华泰期货研究 (取 X=1.5, 即时汇率: 日期截至 4 月 24 日)

正如前文所推算, 在国内粗钢消费增 1%的情况下, 面对今年铁矿供应大增, 国内铁矿石供需仍处于宽松态势, 铁矿石港口库存将维持偏高态势运行。截止 4 月 24 日, 普氏指数收于 118.85 美金, 铁矿边际供应仍难见减量。连铁 05 合约收于 927 元/吨, 估值近 120 美金, 09 合约收于 888 元/吨, 估值超 110 美金。通过供需推演, 若假设国内粗钢消费按照 1%测算, 国内铁矿在弥补去年供需缺口后, 港口库存仍将累库 1,600 万吨, 铁矿石价格已经明显处于高位区间。全年维度看, 若铁矿供需维持基本平衡, 则国内粗钢消费增速将需达到 2%左右。过去几年, 在国内钢铁消费结构调整大背景下, 年内消费波动较为显著, 粗钢消费预判较难, 容易出现阶段性极度乐观或悲观去体现对国内粗钢消费的预判。

四、结论

海外需求表现亮眼，中国出口延续大增。据华泰期货研究院测算，2024年1-3月，海外粗钢消费累计23,747万吨，同比增长6.10%，三月份消费创历史新高；在海外需求大幅增加，中国钢材出口一季度大幅增加，折粗钢累计净出口2,496万吨，同比大幅增长35.1%；海外全铁累计产量13,256万吨，同比增长3.0%，折铁矿石消费增加618万吨，其中三月份海外全铁下降1.3%，为今年首次出现下降。内需方面。2024年1-3月国内粗钢累计消费22,270万吨，同比下降2.1%，分单月日均消费来看，分别为28.40%、-7.70%和-19.10%，2月和3月份消费均同比大幅下降，主要受春节后消费启动偏慢影响；国内生铁产量累计21,253万吨，同比下降1.6%，折铁矿消费减少543万吨，其中三月份日均铁水产量227.0万吨，同比降10.8%。

铁矿供应大幅增加，到港量持续攀升。进口矿方面：2024年1-3月，我国铁矿石进口3.1亿吨，较去年增加1,632万吨，累计同比增长5.60%；国产铁矿石供给：1-3月份，我国国产铁矿精粉6,565吨，累计同比增加3.20%。综合来看，我国1-3月份铁矿石总供给增加近1,770万吨。今年以来，铁矿供给持续高位，预计全年铁矿石供应将大幅增长。

废钢消费大幅波动，下修全年废钢消费。据华泰期货研究院测算，1-3月份国内废钢消费同比增加703万吨或12.3%。在去年1-2月废钢消费低基数下，今年1-2月录得1,180万吨废钢消费增量，但3月份废钢消费同比大降476万吨，废钢消费呈大幅波动态势。展望2024年，根据华泰期货研究院最新测算，2024年国内废钢消费同比增幅下修至1,000万吨左右，折可替换铁矿石消费近1,600万吨。废钢供应及消费节奏的变化，对黑色产业链影响较大，需重点关注。

铁矿估值已至高位，消费决定价格高度。截止4月24日，普氏指数收于118.85美金，铁矿边际供应仍难见减量。连铁05合约收于927元/吨，估值近120美金，09合约收于888元/吨，估值超110美金。通过供需推演，若假设国内粗钢消费按照1%测算，国内铁矿在弥补去年供需缺口后，港口库存仍将累库1,600万吨，铁矿石价格已经明显处于高位区间。全年维度看，若铁矿供需维持基本平衡，则国内粗钢消费增速将需达到2%左右。过去几年，在国内钢铁消费结构调整大背景下，年内消费波动较为显著，粗钢消费预判较难，容易出现阶段性极度乐观或悲观去体现对国内粗钢消费的预判。

策略

年度展望铁矿供需转向宽松，当前矿价处于价格区间偏高水平

■ 风险

钢厂利润、海外发运情况、宏观经济环境、国内消费超预期等。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com