

最近的价格复苏很可能只是暂时的

翻译: 信达期货 韩飞 陈成

虽然近期铁矿石价格走强的力度令人惊讶,但我们相信这是由来自西澳大利亚铁矿石低于预期,晚于正常的季节性潮湿天气。这是在年初中国粗钢产量走高后,使得铁矿石现货市场紧张。尽管如此,我们维持价格负面看法的关键原因仍在,这种供应的障碍只是短暂的,我们预计低成本生产者的供应空间仍将对价格继续施压。总而言之,我们预测下半年价格低点高于 40 美元。

铁矿石价格的反转令人惊讶:铁矿石现货价格在最近几周大幅增加:2015年4月初以来上涨近40%到今天 62 美元/吨。这个变动扭转了两年以来价格下滑趋势。我们相信诸多因素导致了偏紧的市场,包括: 1) 来自中国和其它地区高成本供应商的减少; 2)由于季节潮湿的天气,来自澳大利亚的产量增长乏力; 3)年初以来,中国钢产量和矿石消费的季节性反弹。

中国钢铁,较低消费,较低产量和较高的出口:中国钢铁表观需求迄今下跌了 5%(2015 年 5 月),由于驱房地产和基础设施建设活动低于预期。结果,我们的全球金属和矿业团队降低了 2015 年钢铁产量增长的预期至-1.5%。同时,预测需求在未来几年下滑,出口保持平稳,中国钢铁产量预计在 2016 年下降 2%,在 2017 年企稳。

我们仍然认为,低成本的供应将导致更低的价格:总的来说,我们预期在 2014-2020 年间,有额外 2.5 亿吨的产量增长来自四大矿山。加上汉考克的 2015 年底的 5500 万吨,意味着正常的供给预测到 2020 年将具有 6.5%的复合年增长率。相比之下,全球需求的增长率预计同期只有 1.0%。这意味着高成本供应继续被取代进而对价格构成压力。我们相信价格的关键阻力点是 45 美元/吨。在我们看来,低于这个价格棕色地带,经济学意义上来看,供应增长将对低成本生产商形成挑战性。

价格调整的预测:如下所示,我们调整了短期的价格预测。尽管我们仍然预计价格低点高于 40 美元,我们预计这发生在 2015 后期。我们的长期价格预测不变与我们估计低成本生产国的绿地项目扩张的价格诱因维持一致。

表 1: 价格预期调整变化

US\$/t	Q1	Q2	Q3	Q4	2015	2016	2017	2018	Long-term
New	63	58	53	50	56	53	57	63	75
Old	63	47	43	50	51	50	56	64	75
Change	n/c	+23%	+23%	n/c	+10%	+6%	+1%	-1%	n/c

Source: J.P. Morgan estimates

矿石在过去的 10 周里上涨 30%:如下表所示,在最近几周,铁矿石价格大幅上涨。当前的现货价格 62 美元/t 是,比 2015 年 4 月低点 47 美元/t 上涨了 32%。

图 1: 铁矿石现货价格



来自我们的全球研究小组反馈表明,访问中国市场表明市场是相当紧张的。这主要是受许多因素决定的:(a)供应方面的调整,中国内矿被进口铁矿石取代;(b)澳大利亚发货延迟冲击市场;(c)库存下降;(d)季节性增加铁矿石消费。因此,短期内铁矿石价格已经稳定高于 60 美元/ t。

通过将这些因素纳入我们的模型,我们调整了近期的价格预测: 2015 年 56 美元/ t,2016 年 53 美元/ t , 2017 年 57 美元/ t。我们仍然预计价格低谷在 40 美元可能出现在 2015 年稍晚的时候。

图 2: 铁矿石价格预期变动

	Q1	Q2	Q3	Q4	2015	2016	2017	2018	Long-term
New	63	58	53	50	56	53	57	63	75
Old	63	47	43	50	51	50	56	64	75
Change	n/c	+23%	+23%	n/c	+10%	+6%	+1%	-1%	n/c

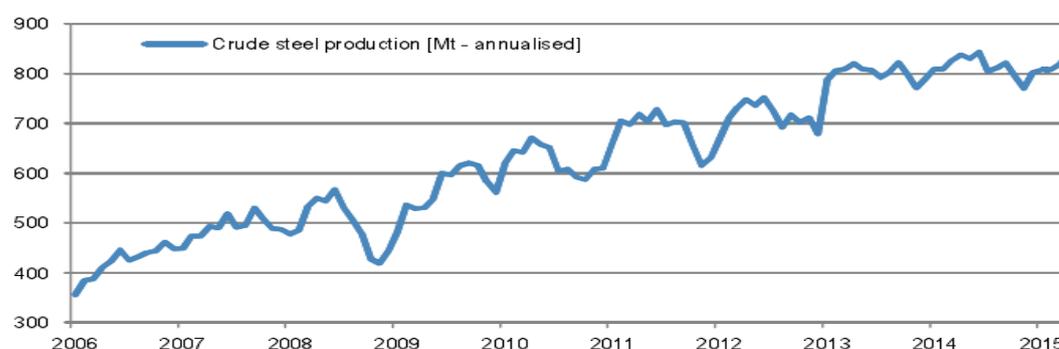
Source: J.P. Morgan estimates.

尽管最近的房价上扬,支撑我们看空的关键因素仍是不变的:我们仍预期低成本供应商将进一步增加低取代非传统来源以及进一步对价格形成压力。

我们预测~ 2.5 亿吨的新产能(62% Fe)将在现在到 2020 年里从淡水河谷量(1.49 亿吨),必和必拓(BHP Billiton)(0.39 亿吨)和力拓(Rio Tinto)(0.59 亿吨)。另外,汉考克的罗伊山项目仍将在 2015 年年底开始生产,这个项目预计将增加 0.55 亿吨(60% Fe)进入市场。总的,在我们预计供应总量从现在到 2019 年复合增长率为 6.5%, 同期对应的全球需求增长为 1.0%。

3 年中国铁矿石有限的消费增长: 中国钢铁产量从 2011 年到 2014 年复合年增长率增加了 6%。今年前 4 个月,钢铁产量年上升了 5%的增长率,年化 8.38 亿吨(2015 年 4 月)。今年以来,钢铁产量同期已经下降了 1.5%。

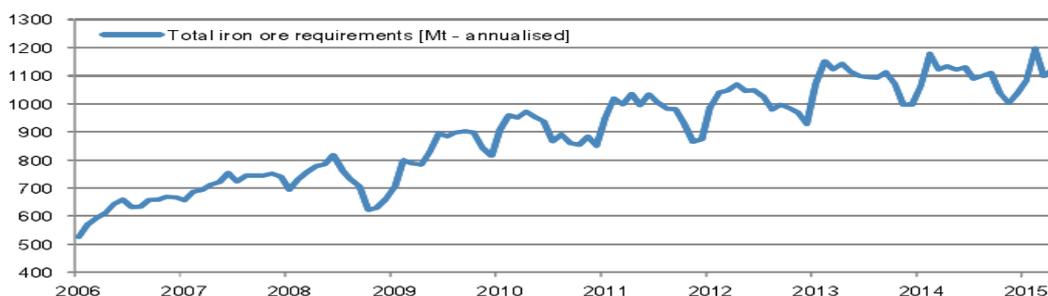
图 2: 中国粗钢产量



Source: Bloomberg.

虽然粗钢总产量稳步上升,生铁产量的增长更缓慢一点,从 2011 年到 2014 年的复合年增长率为 4%(据彭博社)。这是由于不断上升的报废率造成的,随着中国的发展阶段开始走向成熟。自今年年初,我们估计中国铁矿石需求一直徘徊在 11 亿吨。如下所示,中国铁矿石消费从 2013 年初到现在有着很小的增长。

图 3: 中国铁矿石需求



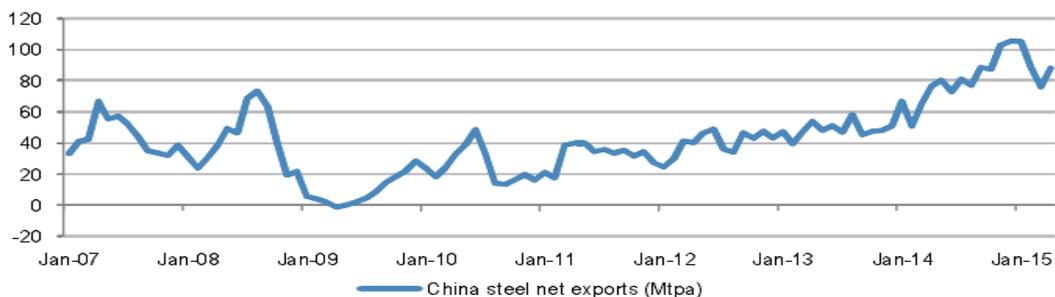
Source: J.P. Morgan estimates, Bloomberg.

我们注意到典型的季节性因素，导致铁矿石消费以 8% 的增速从今年年初增加到 2015 年 4 月的 11 亿吨。

中国钢材表观消费需求迄今下跌了 5%: 2015 年 5 月中国钢材表观消费需求下跌了 5% (实际需求下降了 6%, 包括库存的变动), 我们今年早些时候对房地产和基础设施建设活动的驱动预期, 表现不尽如人意。虽然我们预计今年下半年复苏, 但到目前为止的急剧下降将确保中国 2015 年成为连续下降的钢铁需求的第二年 (表观消费量在 2014 年是 -3.4%)。作为早期循环商品, 中国从投资驱动增长过渡到“新常态”, 已经对钢铁业产生了沉重的打击。

中国钢铁需求在 2013 年创下 7.65 亿吨的峰值, 前下降 3.4%, 2014 年下降 3.4% 至 7.39 亿吨。假设今年下半年出现一个小的复苏, 我们预测的需求 2015 年进一步下跌 4% 到 7.09 亿吨, 进一步下跌 2% 到 2016 年的 6.95 亿吨, 在 2017 年之前稳定。中国国内需求疲软导致近几年出口激增。中国的净出口 2014 年增长了 64%, 2015 年前 5 月也攀升了 37%, 尽管今年早些时候取消了出口退税。今年的出口力量遏制了中国的钢铁产量前 5 月只下降了 1.6%, 尽管到目前为止 5% 的需求下降, 但保护主义抬头政策, 我们认为出口已经见顶, 我们预测后期将保持平稳。

图 4: 中国钢材净出口



Source: J.P. Morgan estimates, Bloomberg.

2015 年, 我们预计中国钢铁产量下降 1.5%, 但同时预测需求在未来几年下降记忆出口保持平坦, 我们假定产出在 2016 年下降 2%, 并在 2017 年之前保持平稳。

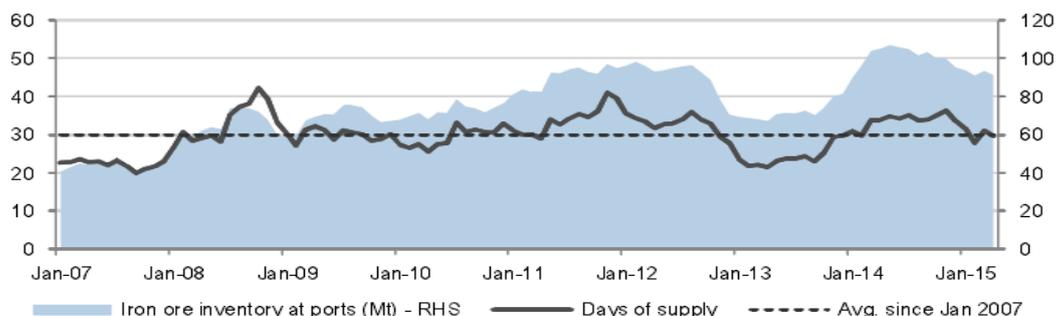
在我们看来, 占据了 40% 的钢铁需求的房地产行业仍然是主要的驱动力。直到高水平的房地产库存逐步下滑, 我们认为, 可能是 2016 年上半年, 激励开发者推出新项目的动力将很低。由于放宽限制, 房地产销售正在恢复中, 但这主要集中在一级城市。低线城市 (3 和 4) 仍然严重供过于求, 这将需要时间来消化。目前的趋势应该扩大到低线城市, 我们预计房地产在 16 年下半年到 17 年上半年开始可以恢复。

基础设施, 占中国钢铁需求的 20% - 25%, 在未来几年内承载着政府政策驱动的显性需求。然而, 资金一直是一个关键的绊脚石, 反映在基础设施花费落后于 2015 年的目标。还有很多讨论关于一带一路计划的潜在影响, 但安泰科估计的总体提升的需求可能只需要 5000 万吨钢铁, 或 7% - 8% 的当前年度钢铁需求。如果我们假定大多数基础设施项目应该需要 3 - 4 年才能完成, 一带一路每年可能增加 2% 的额外钢铁需求。

所以一带一路是很有帮助的,但我们不相信这是一个改变中国钢铁需求规则的项目。

2015 年初新的更严格的环境标准到位进一步为这个行业增加了动力。中国钢铁工业协会估计,70%的企业不能满足新标准, 2015 年前 5 月产量只下降了 1.6%,这表明执行新标准力度一直疲软。这是我们作为影响中国钢铁产量下行风险的指标,我们将继续监控。此外,中国计划去产能的力度可能深化,安泰科预计从 2015 到 2018 四年升级计划将去除 1.50 亿吨, 将伴随着第 13 个“五年规划”推出。虽然这有助于减少产能过剩和提升的总体利用率水平,然而我们并不期望它会对产量产生实质性的影响。

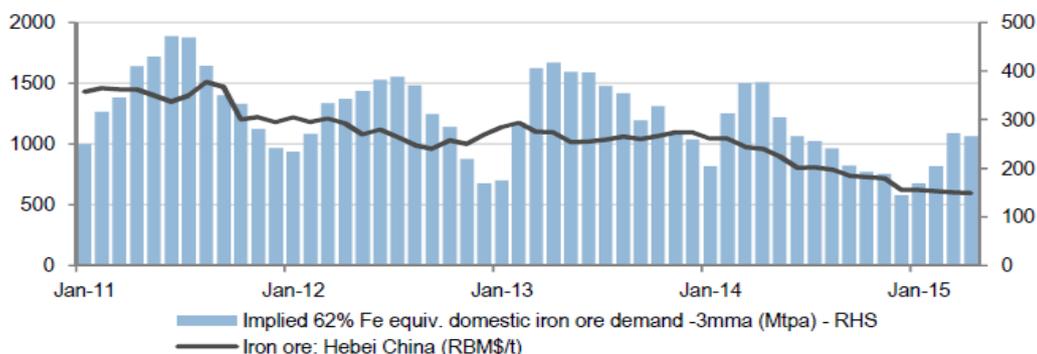
图 5: 中国港口库存



Source: J.P. Morgan estimates, Bloomberg.

中国越来越依赖进口铁矿石：中国铁矿石资源主要来自本国的矿山、澳大利亚和巴西、和其它地区。中国国内的供给已经导致了更低的价格：2014 中国铁矿石生产对价格的反应明显降低缩减：从 2014 年 12 月我们可以发现运行速度从 2014 年早些时候每年 400 百万吨下降到每年 200 百万吨。我们注意到，在最近几个月的价格已经回升（传统的供应比预期更慢），由此中国国内的季节性因素供应已回升至每年 275 万吨

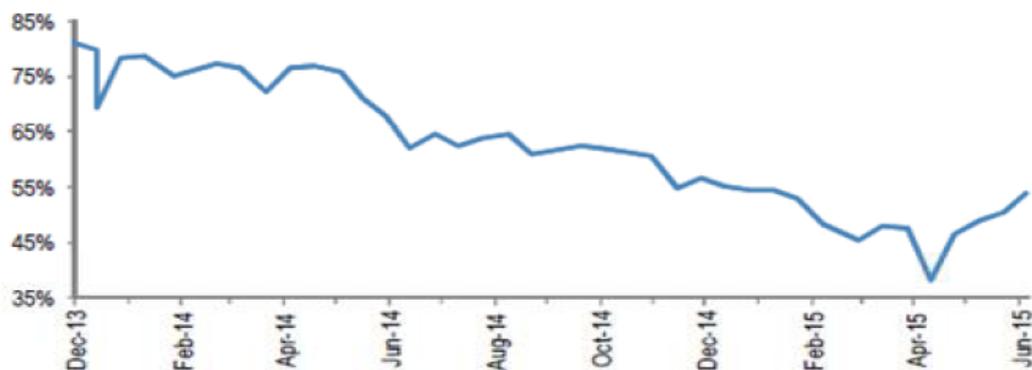
图 6: 中国国内铁矿石产量



Source: J.P. Morgan estimates, Bloomberg.

尽管最近恢复生产，我们估计只有 50-60%中国的铁矿石产能目前正在运行。

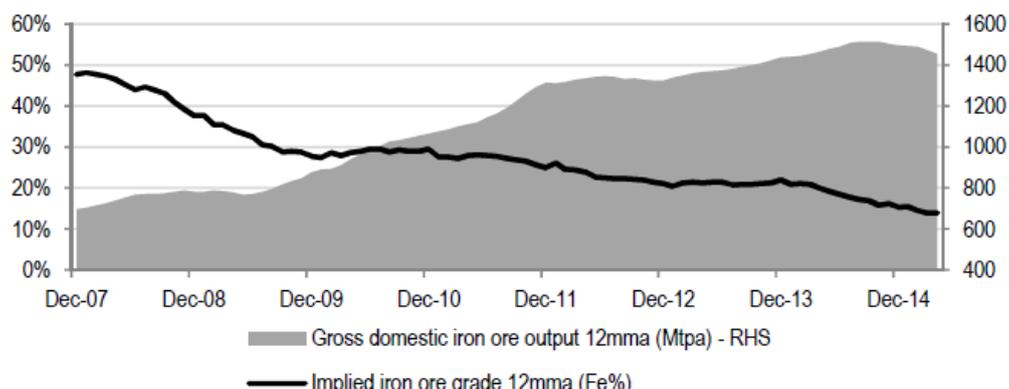
图 7: 中国铁矿石产能利用率



Source: MySteel, J.P. Morgan estimates.

有趣的是中国国内铁矿石供应继续下降，现在徘徊在 15% 个水平。这大量的减少很可能来高成本和最低等级的矿。这表明尽管中国政府采取措施来支持该行业但是供给成本仍然在增加。

图 8：中国国内铁矿石矿品位



我们认为中国进一步缩减生产：目前中国生产数量继续在上升，我们认为这将对减产提供持续的压力，尤其是更低成本的供给在增加。最近对一家私人采矿企业进行调研，该企业位于邯郸，总共五千万吨的产量。相比于别的矿现金成本低 380 人民币每吨，目前该企业铁矿石库存维持在正常水平，如果需求不回升，管理层考虑减产。

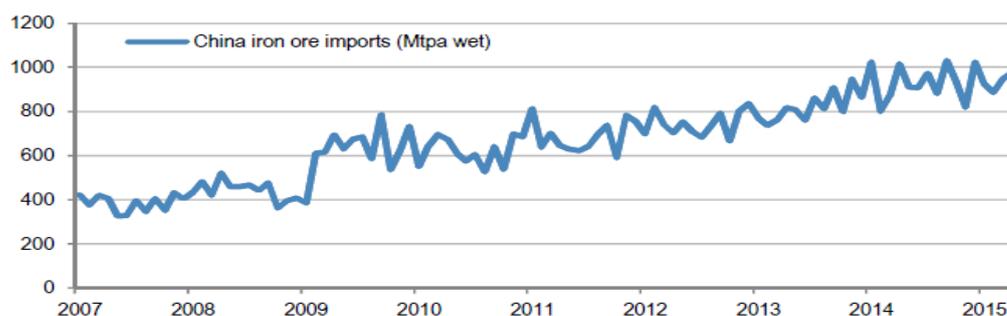
图 9：中国私人铁矿石工厂



Source: J.P. Morgan.

来自传统来源的铁矿石进口量正在增加：下图显示了中国进口铁矿石的总量，如下图所示，进口产品在每年十亿吨之下波动。进口总额从 2013 年的 8 亿两千万吨上涨 14%，在 2014 年达到 9 亿 3300 万吨。然而我们也注意到进口自 2014 年开始持平。

图 10：中国铁矿石进口



Source: J.P. Morgan estimates, Bloomberg.

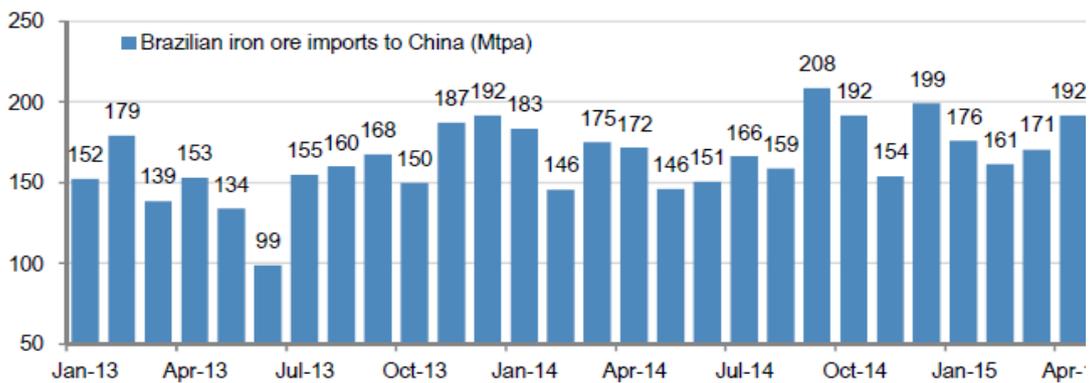
如下图所示，有一个现象十分明显，2015 年巴西和澳大利亚的供给增长并不明显，这表明低成本供应的增长已经很难跟上。

图 11：中国从澳大利亚进口铁矿石



Source: J.P. Morgan estimates, Bloomberg.

图 12：中国从巴西进口铁矿石



Source: J.P. Morgan estimates, Bloomberg.

2015 年第二季度供应量会比预期的少吗？ 主要生产商的供应量继续来自必和必拓、力拓和淡水河谷。然而，最近的价格上涨是由于澳大利亚生产的减少，我们认为这可能是力拓。

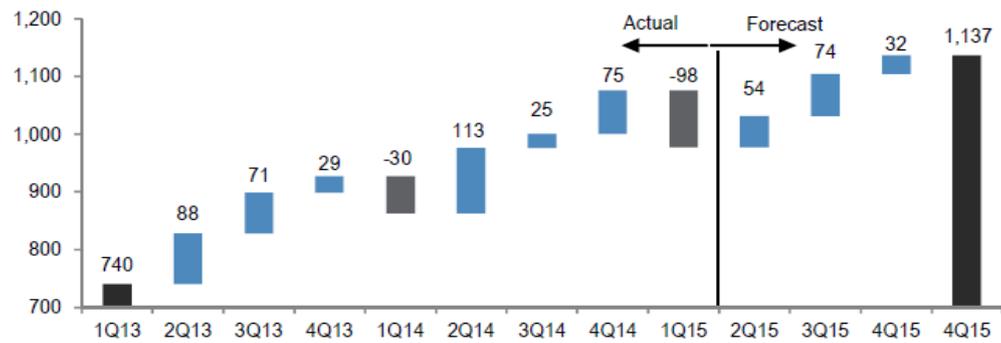
力拓 2015 年的产量要弱于预期，预期为 3 亿 3 千万吨。由于最近潮湿的天气，随着工程的扩建，我们认为力拓今年可能生产“接近”3 亿 3 千万吨。我们预测力拓 2015 的生产在 3 亿 2100 万吨。

必和必拓的产量可能达到 250-260 百万吨，2016 年会增长到 270 百万吨： 必和必拓的在产量上表现在比力拓更高，2015 年第一季度比 2014 年第四季同比略有增长，达到 260 百万吨每年的速度。该公司表示它可以在没有额外支出的情况下将产能提高到每年 270 百万吨，并且如果黑德兰港扩产项目不延迟的话，产量将达到 290 百万吨每年。我们认为，必和必拓已经找到方法在没有额外支出的情况下将产能提高到每年 290 百万吨，项目的延迟不会使延缓产量增长产生较大作用。近期，我们预计必和必拓的产量会稳定在每年 250 到 260 百万吨直到 2016 年达到每年 290 百万吨的产量

FMG 产量维持在每年 165 百万吨： FMG 在过去三个月已经达到了可以生产每年 165 百万吨的产能。当大部分项目完成之后，我们认为在未来这家公司在优化成本的基础上将保持这一产量。尽管该公司表示产量不会达到每年 180 百万吨，但是我们了解到的基本情况显示到达 180 百万吨不需要额外的资本支出。

淡水河谷仍保持 2015 年 3.40 亿吨的目标,全年逐步增加: 2015 年 1 季度 3 月交付 7450 万吨后,我们希望淡水河谷 2 季度从 1 季度的季节性潮湿天气里恢复增加产量。公司的铁矿石项目保持正常运转,2015 年的产量增长将由 Additional 40, Serra Leste and Vargem Grande Itabiritos、Conceicao Itabiritos II (1H15) 和 Caue Itabiritos (2H15)产量的快速启动提供支持。公司强调连同 1 季度的结果,折合年产能 3000 万吨高成本的产量有关闭的风险,但是我们相信它只有可能在铁矿石价格低于 50 美元/吨时发生。高速增长的项目应该持续到 2016 年,以及 2016 年下半年启动的 S11D 可以支持年度产量增加直到 2018 年的高于 4.50 亿吨。

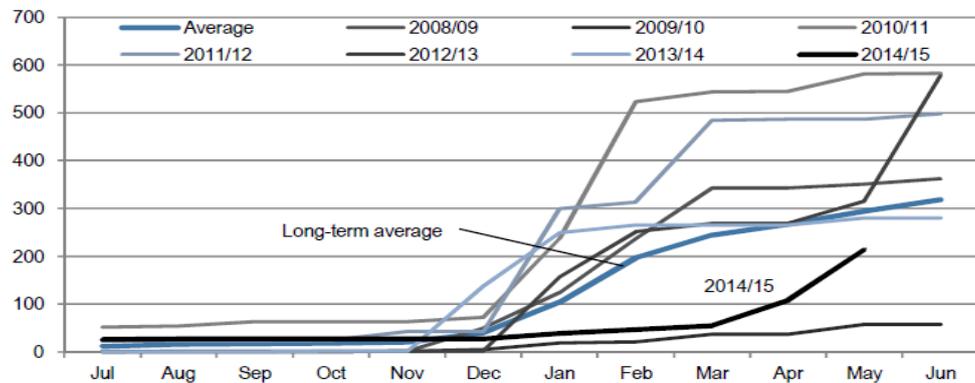
图 13: 主要供给



Source: J.P. Morgan estimates, Company data.

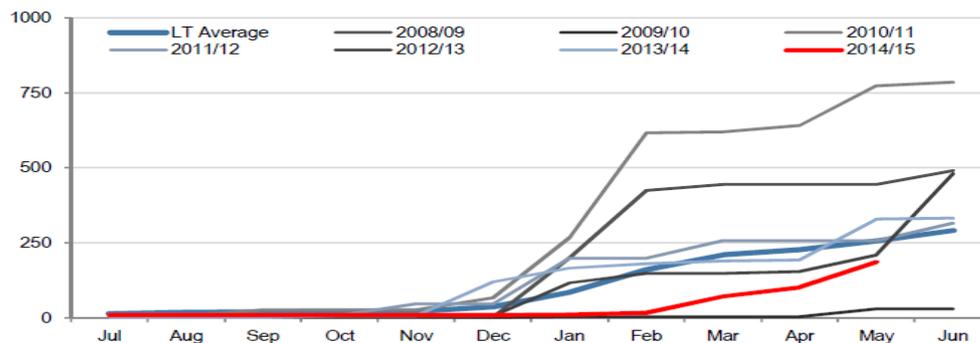
雨季导致供应的减缓: 我们认为延迟供应的一大因素是西澳大利亚的雨季。下图显示黑德兰港(必和必拓的港口)和丹皮尔(力拓的港口)的雨量数据。如图所示,虽然累积雨量数据是远低于平均水平,但四五月份显著高于过去。这暗示到六月季度低成本生产者的产量将下降。

图 14: 黑德兰港累计雨量[毫米]



Source: Bureau of Meteorology

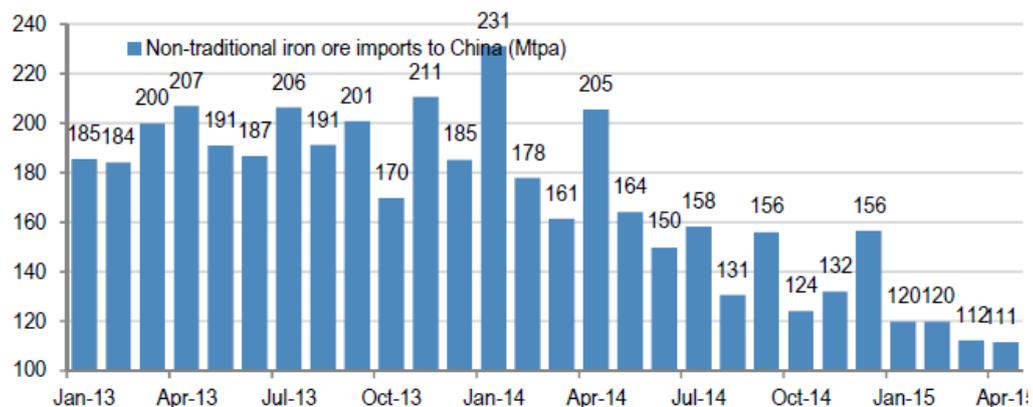
图 15: 丹皮尔累计雨量[毫米]



Source: Bureau of Meteorology

除了澳大利亚、巴西和南非以外的国家，中国的供应量也有接近较低价格。这个生产的产量从 200 百万吨每年减少到约 120 百万吨每年，表明 80 百万吨 每年的高成本产品的减少。在我们看来，这将被更低成本的澳大利亚和巴西所取代。

图 16: 运到中国的非传统供应商



Source: J.P. Morgan estimates, Bloomberg.