

淡水河谷下调年度目标, 铁矿近强远弱格局未改

投资咨询业务资格:
证监许可【2012】669号

——淡水河谷一季度季报解析

报告要点

淡水河谷在 2020 年一季度季报中下调年度目标, 低于我们预期 1000 万吨, 但其减量已大部分在一季度兑现, 对 2020 年后续产量影响较小, 铁矿石近强远弱格局并未改变。



摘要:

由于暴雨以及自身矿区问题, 淡水河谷一季度产量仅 5960 万吨, 低于预期 640 万吨, 销量 5900 万吨, 低于预期 700 万吨。在此基础上, 叠加北部 Morro 1 启动推迟, 南部 Timbopoba、Fabrica 和 Brucutu 矿区复产不及预期, 以及新冠病毒的潜在影响, 淡水河谷最终将其年度目标由 3.4-3.55 亿吨下调至 3.1-3.3 亿吨, 下降约 2750 万吨, 并较我们前期预期下调 1000 万吨。与此同时, 由于 Brucutu 复产不及预期以及球团需求的不确定性, 淡水河谷将球团产量目标由 4400 万吨下调至 3500-4000 万吨。

目前南部主产区米纳斯吉拉斯州三、四月份降雨量已较一、二月份下滑不少, 环比同比均处于相对较低的位置, 而北部主产区卡拉加斯正如季报中所说, 三、四月份降雨环比同比均有放量, 对当前铁矿石生产仍有影响。

根据我们的预期, 淡水河谷下调年度目标的影响已在一季度兑现约 700 万吨, 二三四季度预计影响发运 300 万吨, 若后续淡水河谷发往中国比例稳定在 65%, 则影响中国月均进口 22 万吨, 整体来看影响不大。本次我们只是重点调整了平衡表 4 月份进口量数据, 上半年铁矿港口库存将最低达到 1.12 亿吨, 2020 年末将回升至 1.46 亿吨, 铁矿石近强远弱格局并没有改变。

黑色建材组:

研究员:
曾宁
021-60812995
zengning@citicsf.com
从业资格号: F3032296
投资咨询号: Z0012676

周涛
021-60812984
zhoutao@citicsf.com
从业资格号: F3018906
投资咨询号: Z0011749

任恒
021-60812993
renheng@citicsf.com
从业资格号: F3063042
投资咨询号: Z0014744

联系人:
辛修令
021-60812973
xinxiuling@citicsf.com
从业资格号: F3051600

李世朋
010-58135949
lishipeng@citicsf.com
从业资格号: F3047240

姜秀铭
021-60812982
jiangxiuming@citicsf.com
从业资格号: F3062206

一、淡水河谷一季度表现

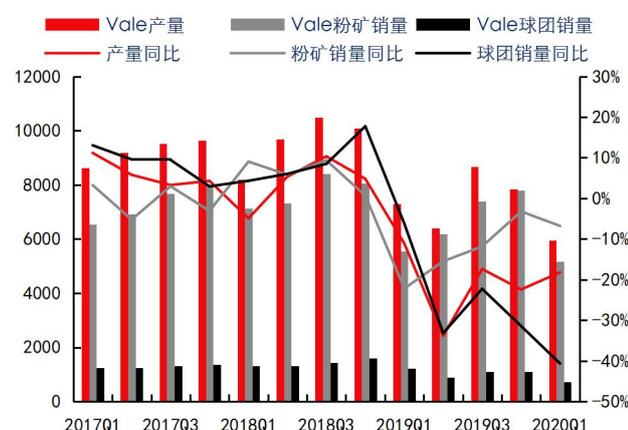
淡水河谷一季度产量出现明显下滑，为 5960 万吨，同比减少 18.20%。粉矿销量 5166 万吨，同比下降 6.79%，球团销量 731 万吨，同比下降 40.63%。（见图 1）

一季度产量不及预期主要有以下几个原因：

- 北方区域的减产：S11D 项目长距离传送带的不定期检修；三月份比往年更为集中剧烈的极端天气；因北部区域 Morro 1 矿区延迟启动相关导致的北部生产运营受限（450 万吨）；
- 由于巴西暴雨导致的第三方采购减少以及 Mutuca 生产受限（180 万吨）；
- Laranjeiras 与 Itabira 尾矿处置暂停导致的运营问题以及 Fazendao 矿区的枯竭（210 万吨）。

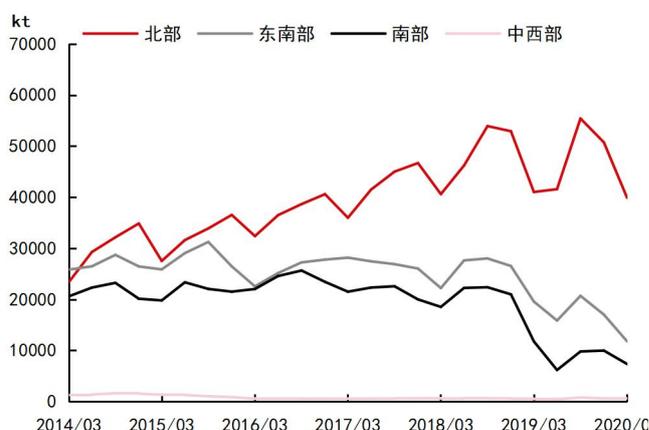
分地区来看，北部系统产量同比减少 112 万吨，东南部系统同比减少 789 万吨，南部系统同比减少 442 万吨，中西部同比增产 5.8 万吨（见图 2）。此外，阿曼区一季度共产球团 91 万吨，同比下降 106 万吨。

图 1： 淡水河谷产销统计（万吨）



数据来源：公司公告 中信期货研究部

图 2： 淡水河谷分区域产量（千吨）

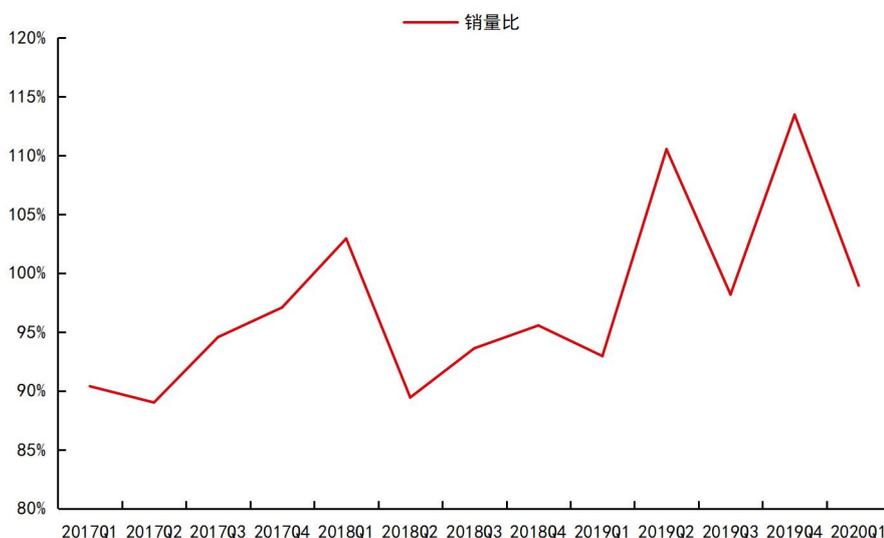


数据来源：公司公告 中信期货研究部

假设淡水河谷生产 1 吨球团消耗 1 吨铁精粉，淡水河谷产量=库存变动+销量。一季度淡水河谷销量占产量比重下滑至 98.93%（见图 3）。

淡水河谷重新申明了利润率高于产量的战略方案。并根据市场灵活调节，仍然计划在 2020 年补充其铁矿库存。

图 3：淡水河谷销量占比（%）



数据来源：公司公告 中信期货研究部

二、淡水河谷财年目标下调

淡水河谷在 2019 年一季度停产了 9300 万吨/年的铁矿石产能，后续陆续有矿山复产，目前各矿区经营情况不一（见图 4）。目前，淡水河谷还剩 Fábrica、Timbopeba 和 Vargem Grande Complex 等共 4000 万吨的产能需要恢复，而上述复产都需要通过与 ANM, MPMG 以及外部审计公司的审议。

在一季度财报中，淡水河谷表明自己已采取积极措施防范新冠疫情影响而带来的风险。

淡水河谷此次将其 2020 年的年度产量目标由 3.40-3.55 亿吨下调至 3.1-3.3 亿吨，主要有以下几个原因：

- 一季度产量损失及北部区域二季度产量可能不及预期（1100 万吨）；
- 由于新冠疫情推迟了淡水河谷的检查，评估和授权流程，Timbopeba 与 Fábrica 复工推迟（700 万吨）；
- Brucutu 尾矿处理项目的推迟，可能无法在 2020 年 2 季度完成（600 万吨）；
- 新冠病毒可能造成的其他影响。

若 Brucutu 在二季度仍然维持 40%的产能利用率，则淡水河谷年度产量将额外减掉 600 万吨，而新冠病毒的潜在风险也可能使得淡水河谷额外损失 1500 万吨的产量，考虑到 Brucutu 无法及时复产是大概率事件（60%），新冠病毒风险是小概率事件（40%），则淡水河谷 2020 年的销量大概率在 3.2 亿吨左右，较我们

前期预期下调 1000 万吨。

另外，淡水河谷将球团产量目标由 4400 万吨下调至 3500-4000 万吨，主要由于 Brucutu 复产不及预期以及球团需求的不确定性。

图 4：淡水河谷矿区现状

区域	矿区	产能量级 (万吨)	年报预期	一季报修正
北部	S11D	7300	2020 年有望达产 9000 万吨	维持不变
	Northern and Eastern ranges	11500	得益于 Morro 1 产能扩张，2020 年有望扩产至 1.2 亿吨。	Morro 1 的启动从 2020 年 4 季度推迟至 2020 年 2 季度
	Feijao	800	事故地点，无法复产	无法复产
	Jangada	5	事故地点，无法复产	无法复产
	Vargem Grande Complex	1300	2019 年 7 月复产，将额外贡献 700 万吨存货。	维持不变
南部	Vargem Grande 球团厂		预计 2020 年 3 季度恢复生产能力，而矿区大坝 4 季度才能恢复。	维持不变
东南部	Fabrica	1800	停产，预计 2020 年 2 季度复产，3 季度采用湿法加工。	干法复产推迟至 3 季度，湿法复产推迟至 4 季度
	Brucutu	3000	2019 年 6 月复产，通过湿法处理维持 40% 的产能利用率，后续需等待 Laranjeira 大坝及备选方案 Sul 大坝的评估改进。	维持 40% 产能利用率，复产进度可能不及预期
	Timbopeba	1280	停产，预计 2020 年 1 季度恢复干法加工，4 季度恢复湿法加工。	干法加工复产推迟至 2 季度，湿法 4 季度复产不变
	Alegria	1000	2019 年 11 月复产，2020 年生产 800 万吨，同比增 500 万吨。	维持不变

数据来源：公司公告 中信期货研究部

三、巴西主产区降雨量

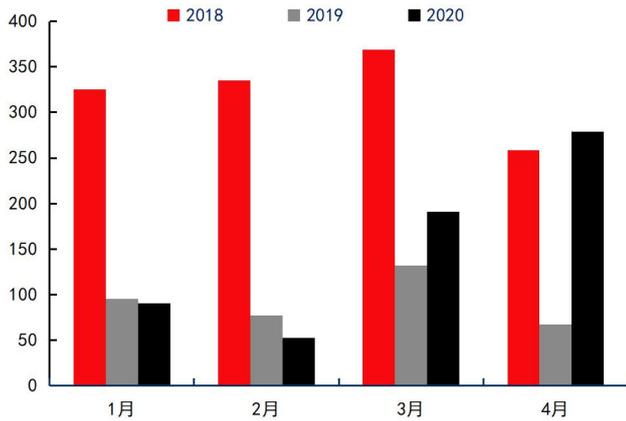
根据彭博对往年巴西铁矿石主产区北部卡拉加斯以及南方米纳斯吉拉斯州的降雨量统计，我们看到 2019 与 2020 年的降雨量整体是不及往年的，但个别月份除外。

对于卡拉加斯，一、二月份降雨量明显不高，对铁矿生产影响较小。但正如季报中所说，3 月份的天气明显开始转为恶劣，降雨量陡然增高，已影响铁矿石生产。我们看到截止目前，4 月的降雨量要比 3 月份大的多，并要高于往年，对

铁矿石的生产仍有影响。（见图 5）

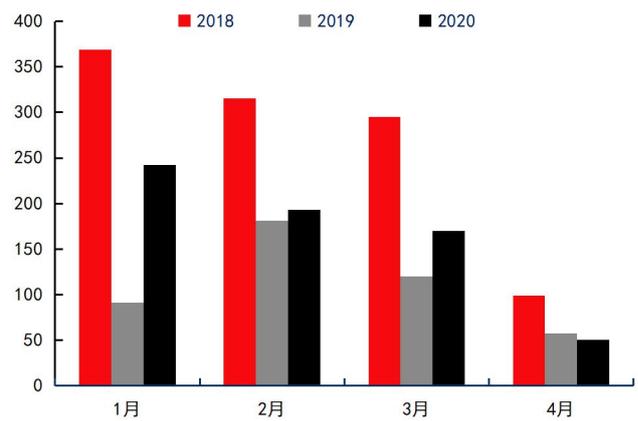
对于米拉斯吉拉斯州，一、二月份降雨量处于相对较高的位置，淡水河谷也曾声明当时巴西南部 and 东南部发生暴雨，致使当地的生产 and 运输暂时终端，预计损失 100 万吨的产量。但三、四月份降雨量已开始明显下滑，且同比处于低位，对铁矿生产暂无影响。（见图 6）

图 5： 卡拉加斯降雨量（mm）



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

图 6： 米纳斯吉拉斯州降雨量（mm）



数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

四、淡水河谷财报与第三方平台数据比较

此外，针对此前市场对于第三方平台数据真实性的质疑，我们将淡水河谷过去两个季度的出口量，同第三方平台发运数据做比较，发现第三方平台发运数据均没有完全覆盖淡水河谷出口量，但平台数据之间相差不大，且整体趋势不变。对于淡水河谷的真实铁矿供应，仍应以其自身财报为准。

图 7： 不同平台数据淡水河谷发运量比较（万吨）

	2019Q4	2020Q1	减少量	环比
Vale 出口（财报）	8243	5271（估）	2972	-36%
钢联网	6962	5024	1938	-28%
HiCargo	7058	4932.4	2126	-30%

数据来源：公司公告 HiCargo Mysteel 中信期货研究部

备注：淡水河谷出口量=总销量-巴西销量

五、铁矿石全球供需测算

根据淡水河谷最新财报预测，我们对铁矿全年供需平衡做了调整。前期我们预测 2020 年淡水河谷年度销量会达到 3.3 亿吨，一季度为 6600 万吨，而淡水河谷财报修正为年度销量中间值为 3.1-3.3 亿吨亿吨，一季度实际销量为 5900 万吨。综上，淡水河谷年度目标较预期下调 1000 万吨，一季度已经兑现 700 万吨，二三季度预计较预期下调 300 万吨，假设未来淡水河谷发往中国比例稳定在 65%，

则影响中国 5 月-次年 1 月进口 195 万吨，月均 22 万吨，影响不大。因此，本次调整只是重点下调了 4 月份的巴西进口预期，上半年铁矿港口库存将最低达到 1.12 亿吨，2020 年末将回升至 1.46 亿吨，铁矿石近强远弱格局并没有改变。

图 8：铁矿石年度供需平衡测算（万吨）

	铁矿石 进口总 量	铁矿石 出口总 量	澳大利 亚进口 量	巴西 进口 量	其他国 家进口 量	国产精 粉产量	进口 矿用 量	港口库存变动 预估（进口量- 用量）	港口库存	扣除高炉加废 钢后的生铁日 均产量
2020-01	9258	116	5565	2000	1693	2197	9488	-252	12352	226
2020-02	8526	116	4775	2058	1693	1781	8583	-182	12170	214
2020-03	8887	120	5307	2030	1550	2257	8975	-554	11616	217
2020-04	8819	120	5782	1537	1500	2316	8968	-256	11360	225
2020-05	9237	120	5863	1874	1500	2446	9248	-124	11236	226
2020-06	9233	120	5979	1754	1500	2445	8917	186	11422	227
2020-07	9584	120	6219	1865	1500	2504	8905	531	11953	220
2020-08	9742	120	6364	1878	1500	2516	9370	240	12193	230
2020-09	9903	120	6347	2056	1500	2397	8844	892	13085	224
2020-10	9333	120	5631	2252	1450	2323	8775	417	13502	214
2020-11	9129	120	5373	2356	1400	2359	8486	497	13999	216
2020-12	9660	120	5960	2300	1400	2281	8925	584	14583	216

数据来源：Wind Bloomberg Mysteel 中信期货研究部

六、总结

由于暴雨以及自身矿区问题，淡水河谷一季度产量仅 5960 万吨，低于预期 640 万吨，销量 5900 万吨，低于预期 700 万吨。在此基础上，叠加北部 Morro 1 启动推迟，南部 Timbopeba、Fabrica 和 Brucutu 矿区复产不及预期，以及新冠病毒的潜在影响，淡水河谷最终将其年度目标由 3.4-3.55 亿吨下调至 3.1-3.3 亿吨，下降约 2750 万吨，并较我们前期预期下调 1000 万吨。与此同时，由于 Brucutu 复产不及预期以及球团需求的不确定性，淡水河谷将球团产量目标由 4400 万吨下调至 3500-4000 万吨。

目前南部主产区米纳斯吉拉斯州三、四月份降雨量已较一、二月份下滑不少，环比同比均处于相对较低的位置，而北部主产区卡拉加斯正如季报中所说，三、四月份降雨环比同比均有放量，对当前铁矿石生产仍有影响。

根据我们的预期，淡水河谷下调年度目标的影响已在一季度兑现约 700 万吨，二三四季度预计影响发运 300 万吨，若后续淡水河谷发往中国比例稳定在 65%，则影响中国月均进口 22 万吨，整体来看影响不大。本次我们只是重点调整了平衡表 4 月份进口量数据，上半年铁矿港口库存将最低达到 1.12 亿吨，2020 年末将回升至 1.46 亿吨，铁矿石近强远弱格局并没有改变。

风险因素：矿山发货不及预期、政策刺激超预期（上行风险），海外疫情扩

散超预期（下行风险）。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>