

供需矛盾加剧，黑色金属价格反弹易起反转难求

2024年初以来，金融流动性由紧缩向宽松渐进转变、商品需求增长稳健，推动众多大宗商品价格强势上扬。然而，黑色金属价格疲软走势与商品牛市下有色金属一路上扬的普涨行情分道扬镳。我们认为，供需矛盾凸显使得2024年以铁矿石与钢铁为代表的黑色金属产品价格虽易季节性反弹，但趋势性反转难度颇大，其与有色金属价格间的走势分化料将延续。

主流矿山超额达产与指引产量上调使得市场形成铁矿石供给相对宽松的预期，而高频数据显示这一预期正在变为现实。全球流动性渐趋宽松环境下，铁水旺季产量虽有回升但增长乏力、港口矿石去库周期异常累库、黑色产业链供大于求矛盾加剧，铁矿石价格反弹易起反转难求。我们预计2024年铁矿石价格大概率在90美元/吨~120美元/吨区间波动。

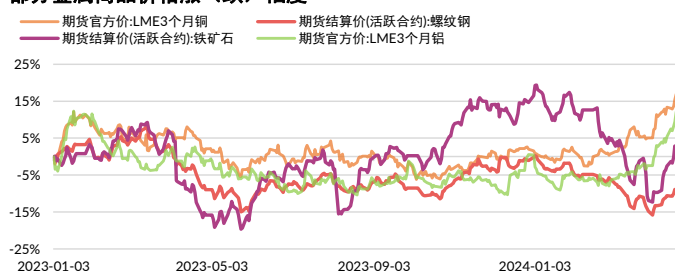
价格走低对中国钢铁部门盈利形成重大挑战。盈利/现金流恶化导致钢企财务灵活性趋紧并引发市场对部分钢企信用质量弱化的担忧。中小钢厂在利润边际修复预期下借机增产、终端需求疲软短期内难以扭转、贸易保护主义愈演愈烈使得钢价反弹容易反转难。我们预计2024年螺纹钢价格大概率在3,450元/吨~4,100元/吨的低景气区间波动。

惠誉博华

黑色金属价格疲软走势与商品牛市下有色金属一路上扬的普涨行情分道扬镳

2024年一季度，美国就业与零售数据屡超预期、二次通胀风险抬头，市场已被迫抛弃年内降息三次的押注，但2024年美联储将至少采取两次宽松行动的预期仍被多数投资者所接纳。经济增长赢弱叠加通胀压降顺利，欧洲央行多名管委接连发表鸽派言论，欧元区于2024年6月启动首次降息已箭在弦上。美欧央行货币政策转向曙光浮现，金融流动性由紧缩向宽松的渐进转变为大宗商品开启新一轮牛市周期创造了契机。更为重要的是，货币政策的潜在转向并非为对抗迫在眉睫的全球经济衰退而采取的纾困行动。当前美国经济在限制性利率下虽有所降温但仍具韧性，中国经济于一季度录得5.3%的超预期增长，这意味着对商品的需求增速仍将保持稳健并与逐步宽松的流动性预期形成效用叠加，进而推动了2024年初以来大宗商品价格的高景气行情。

部分金属商品价格涨（跌）幅度



注：以各商品2023年1月3日价格为基期计算（相对）涨跌幅度。
来源：Wind，惠誉博华

若聚焦金属领域，惠誉博华监测的部分工业金属受益于市场情绪好转，价格快速上攻。截至4月26日，LME铜、LME铝期货官方价各报9,990美元/吨、2,587美元/吨，较2024年初分别增长17.0%、8.8%，较作为本报告基期的2023年初增幅进一步扩大至18.8%、9.2%。然而，黑色金属价格走势与铜铝大相径庭，铁矿石与螺纹钢期货结算价自年初以来趋势性下探，4月需求旺季虽有所回升，但（至4月26日）价格各报879元/吨、3,670元/吨，较2024年初仍分别下跌11.2%、9.1%。黑色金属价格未能充分汲取商品牛市赋予的普涨动能并与其他有色金属一路上扬的价格走势分道扬镳。

供需矛盾凸显导致2024年黑色金属价格反弹易起反转难求，其与有色金属价格间的走势分化料将延续

我们认为，黑色金属产品价格并未紧随大宗商品牛市快速上涨的症结在于其失衡的供需基本面。沿黑色产业链快速蔓延的疲弱终端需求与铁矿石相对宽松的产量预期、钢铁缺乏自律的生产协调间的矛盾愈发凸显。考虑到价格波动的本源与核心在于供需格局而非金融环境的催化，特别是在美国降息路径充满变数、滞胀情绪缓慢滋生的现状下，2024年以铁矿石与钢铁为代表的黑色金属产品价格虽易季节性反弹，但趋势性反转难度颇大，其与铜、铝等有色金属价格间的走势分化料将延续。

分析师

唐大千 CPA, CFA

+ 86 (10) 5663 3873

darius.tang@fitchbohua.com

常海中

+ 86 (10) 5663 3870

haizhong.chang@fitchbohua.com

媒体联系人

李林

+ 86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

铁水旺季产量虽有回升但增势疲软、港口去库周期异常累库，当前矿石供大于求矛盾凸显，2024 年铁矿石价格大概率在 90 美元/吨~120 美元/吨区间波动

铁矿石是黑色金属产业链的源头。基于世界钢铁协会数据，2023 年全球铁矿石产量达 27.6 亿吨，同比增长 1.5%。占矿石产量比重逾四成的力拓（Rio Tinto）、淡水河谷（Vale）、必和必拓（BHP）与 FMG 实现铁矿石产量/发运量合计 11.3 亿吨，同比增长 2.4%。其中，前两大矿山力拓与淡水河谷矿石产量分别实现 2.5%、4.2% 的乐观增长。2023 年，四大矿山达产情况良好：铁矿石产量/发运量均突破年初指引下限，其中淡水河谷与 FMG 铁矿石产量/发运量

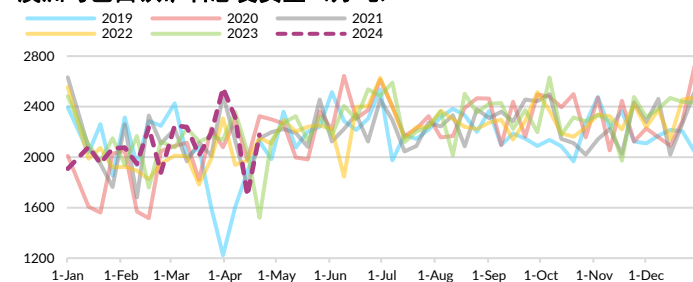
四大矿山 2023 年铁矿石达产情况与 2024 年产量/发运量指引

公司名称	总部所在国	铁矿石产量/发运量（百万吨）			产量/发运量指引（百万吨）					
		2022A	2023A	YoY (%)	2023E（年初）		指引达成率 (%)		2024E	
					下限	上限	下限	上限	下限	上限
力拓（Rio Tinto）	英国	324	332	2.5	320	335	103.8	99.1	323	338
淡水河谷（Vale）	巴西	308	321	4.2	310	320	103.5	100.3	310	320
必和必拓（BHP）	澳大利亚	283	285	0.7	278	290	102.5	98.3	282	294
FMG	澳大利亚	189	192	1.6	187	192	102.7	100.0	192	197

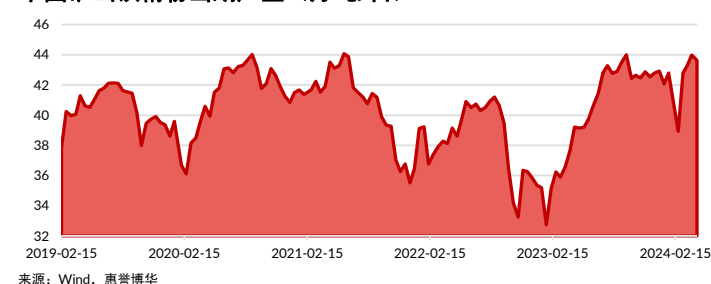
注：1. 必和必拓与 FMG 对应年度为财年而非自然年； 2. 2024E 产量指引绿色、黄色标识分别代表 2024E 指引规模超越、等同 2023E（年初）产量指引规模。
来源：各公司年报，惠誉博华

高频监测数据显示，2024 年更为宽松的铁矿石供给正由指引变为现实。占全球产量比重近 45% 的澳洲与巴西铁矿石发货量在经历近两个月的蛰伏后快速攀升至近五年高位：前 16 周澳巴铁矿石发货量录得 3.4 亿吨，处于自 2019 年以来次高水平。2024 年 3 月以来，中国矿山铁精粉生产强度亦迅猛回升，至 4 月初录得 43.99 万吨/日，处于近五年强度数据（每半月更新）第四高位。然而，相对宽松的上游矿石供给正面临中游冶炼装置需求疲弱的严重冲击，而这种突出的供需矛盾恰由中国驱使。中国庞大的、占据世界约 55%（2023）产量比重的钢铁生产规模使得全球近七成的铁矿石贸易流入其冶炼市场。因此，中国钢厂铁矿石（以生产铁水）的耗用强度对全球矿石消费量及其增速具有支配性影响。

澳洲与巴西铁矿石总发货量（万吨）



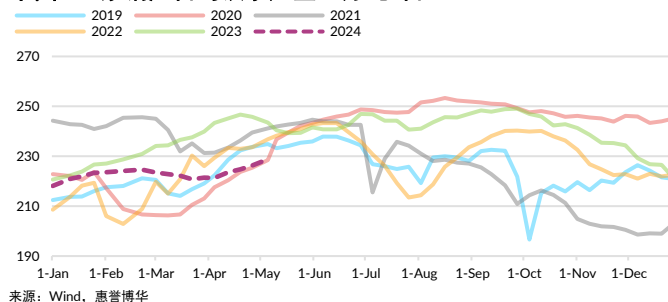
中国矿山铁精粉当期产量（万吨/日）



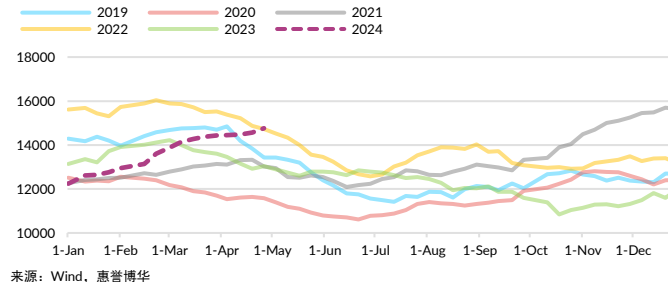
更是突破年初指引上限。2024 年，除淡水河谷维持指引产量（较 2023 年初）不变外，力拓、必和必拓与 FMG 均上调了年度产量指引，使得四大矿山 2024 年铁矿石指引总产量居于 11.07 亿吨~11.49 亿吨区间，下、上限较 2023 年初指引总产量 10.95 亿吨~11.37 亿吨均上涨约 1.1%。主流矿山超额达产与指引产量上调使得铁矿石供给进入相对宽松局面，这与达产多不及 2023 年初指引并广泛下调 2024 年指引产量而呈现供给紧张的铜矿石形成鲜明对比（详见惠誉博华 3 月发布的《供给不及预期、低碳经济高速发展助推“铜博士”身价走高》热点透视报告）。

当前，身处铁矿石下游的中国钢铁部门正面临财务业绩亏损、终端需求萎靡的严重挑战，钢厂排产普遍谨慎，生产意愿明显低迷。4 月 26 日当周，中国 247 家钢厂日均铁水产量录得 228.8 万吨/日，铁水生产强度处于自 2019 年以来次低位，基本等同于疫情肆虐的 2020 年同期。虽然自 3 月中旬旺季开启以来铁水生产有所提速，但其产量复苏强度弱于往年且复苏时点亦滞后于历史同期，呈现出较为典型的“旺季不旺”特征，这对铁矿石的增量需求无异于雪上加霜。供给相对宽松与需求显著承压的强烈反差同样作用于库存变化。钢厂维持刚需采购、主动压降库存水平，大中型钢铁企业进口矿石可用天数控制在 20~23 天的低位，港口库存向钢厂转移通路受阻。主要港口铁矿石快速累库，至 4 月 26 日当周库存已达 14,763

中国 247 家钢厂日均铁水产量（万吨/日）



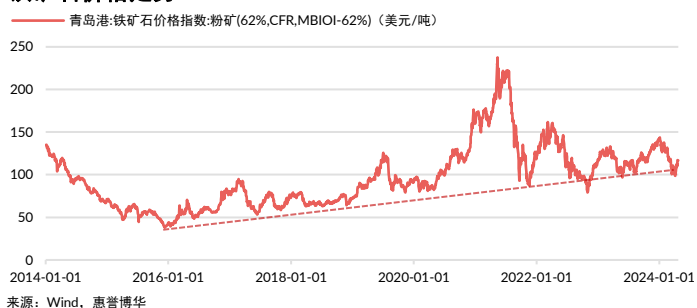
中国主要 45 港口铁矿石库存（万吨）



万吨的近五年最高位且仍未见回落迹象，这在港口库存的历史中实属异常。

惠誉博华认为，从主流矿山产量指引与实际发运量角度考量，2024 年全球铁矿石的供给增量较有保障，但下游中国铁水产量在以建筑业为主导的，具有持续性低迷风险的终端需求压制下（详见下节），生产强度料将维持受限，这可能导致年内铁矿石供给相对宽松的矛盾难以化解。即使 4 月以来铁水生产边际回升、钢厂复产情绪略有修复，但铁水绝对产量偏低且弱于季节性、港口传统去库时段异常累库是 2024 年铁矿石价格走软的特殊因素，特别是在夏季酷暑招致的需求淡季日益迫近的当下。矿石价格或更易跌破其长期上升趋势线（下图虚线）或仅呈季节性反弹但缺乏反转动能，我们预计 2024 年铁矿石价格大概率将在 90 美元/吨~120 美元/吨区间波动。

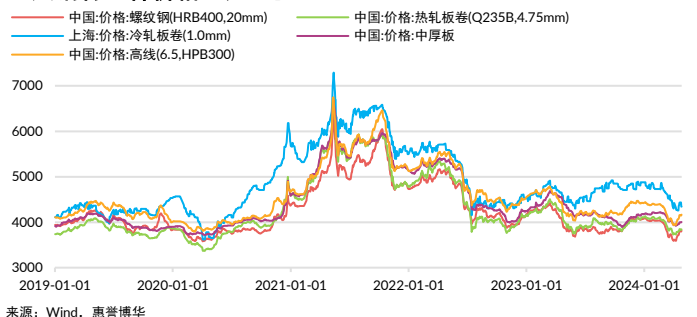
铁矿石价格走势



生产协调缺乏自律、终端需求深陷低迷、贸易保护愈演愈烈使得钢价反转艰难，2024 年螺纹钢价格大概率在 3,450 元/吨~4,100 元/吨的低景气区间波动

铁矿石价格实现向上反转难度较大的关键原因之一是需求疲软，即铁水生产强度呈现弱于季节性的低迷，这与身处黑色产业链中游的钢铁部门颓势尚未扭转息息相关。自 2021 年四季度以来，钢铁价格震荡下行，加速探底。五大钢材螺纹钢、热轧板卷、冷轧板卷、中厚板、线材 2024 年 3 月均价较年初 1 月（均价）分别下滑 7.0%、5.1%、5.2%、2.7%、6.4%，较 2021 年高景气阶段代表月份（10 月）均价分别下滑 34.7%、32.7%、29.0%、30.9%、33.3%。部分品种钢材 3 月均价已跌落至近五年低位：如螺纹钢、线材均价分别处于自 2019 年以来价格序列十分位、二十分位；而板材均价分位数相对较高，热轧板卷、中厚板、冷轧板卷均价各处于近五年来三十分位、三十五分位与四十五分位。

五大钢材品种价格（元/吨）

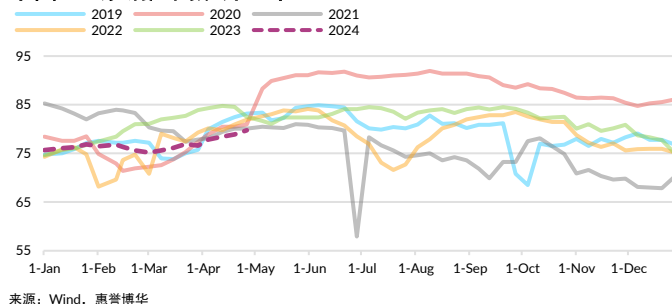


价格走低对中国钢铁部门盈利形成重大挑战。基于国家统计局数据，2023 年与 2024 年一季度，黑色金属冶炼及压延加工业分别

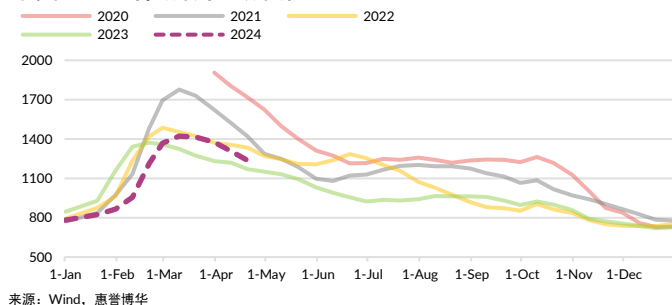
录得营业收入 83,352 亿元、19,087 亿元，同比各下滑 2.2%、2.8%；录得利润总额 565 亿元、-214 亿元，行业盈利已由薄利转向亏损。2024 年 3 月，247 家钢厂盈利率降至三成以下，接近五年低位，这与行业繁荣时期（2021 年）逾八成的钢企盈利率不可同日而语。惠誉博华监测的已完成年报与一季报披露的钢铁企业财务数据印证了这一困境。2023 年，14 家监测钢企中 9 家营业收入同比下滑、11 家净利润同比下滑（或转负）；2024 年一季度，14 家钢企中各有 7 家、8 家营业收入与净利润同比回落（或净利润转负），其中不乏新钢股份、新兴铸管、沙钢股份、河钢股份等盈利指标弱化较为明显的大中型钢企（详见附录）。盈利/现金流恶化导致中国钢铁企业财务灵活性趋紧，这可能引发市场对部分钢企信用质量弱化的担忧。

钢价低迷触发的盈利压力迫使钢厂减产。2023 年与 2024 年一季度，中国分别实现粗钢产量 101,908 万吨、25,655 万吨，同比增长 0.0%、-1.9%。247 家钢厂高炉开工率在偏低位置踟蹰不前，自 4 月用钢旺季到来后开工率弱于季节性的趋势更为突出，这与（上节）钢厂日均铁水生产强度的变化遥相呼应。尽管如此，我们依然意识到了积极因素：虽强度不及往年，高炉开工率已呈趋势性回升之势，提示钢厂复产/增产预期增强，这得益于钢价自 4 月初的翘尾走势引发的盈利修复，247 家钢厂盈利率至 4 月末已升至五成。虽然五大钢材社会库存已掉头向下、厂库存处于自 2020 年以来最低位，但惠誉博华仍认为 2024 年钢铁价格与铁矿石一并，将遭受反弹易起反转难求的困扰，螺纹钢价大概率将在 3,450 元/吨~4,100 元/吨低景气区间波动，这主要是基于我们对基本面的以下三点判断。

中国 247 家钢厂高炉开工率（%）



中国五大品种钢材社会库存（万吨）



一是中小钢厂可能在利润边际修复预期下借机增产，这将削弱政策性调控对供给的约束。3 月 28 日，中国钢铁工业协会发布《认清形势 保持定力 共同维护钢铁行业平稳有序发展》倡议书，指出钢材市场快速下行，呈现高产量、高成本、高库存、低需求、低价格、低效益的“三高三低”局面，提议钢铁企业主动作为、自律生产以降低生产强度，坚持以销定产、以效定产、以现定销，

减少无效供给，维护供需平衡；反对低价倾销，抵制恶性竞争，龙头应率先垂范。4月，工业和信息化部组织宝武集团、鞍钢集团等十余家头部钢企开展座谈，分析行业发展困难并挖掘原因，以助力政策制定。与此同时，国家发展和改革委员会协同相关部门继续开展全国粗钢产量调控工作，以节能降碳为重点，开展全国钢铁冶炼企业装备基础信息摸底工作，区分情况、有保有压、分类指导、扶优汰劣。惠誉博华认为，2024年钢铁产量调控政策力度较大，降碳重点与政府工作报告中“单位国内生产总值能耗降低2.5%左右”的量化目标相呼应并以装备摸底方式开展全方位、针对性控产，这是从供给侧化解当前行业低迷燃眉之急的必要之举。然而，中国钢铁部门缺乏类似于水泥部门的行业协同与自律机制，旺季来临利润修复或将诱使部分中小钢厂利用装备摸底落地前的时间差借机扩产，进而削弱本轮钢铁政策性控产的实际效用。

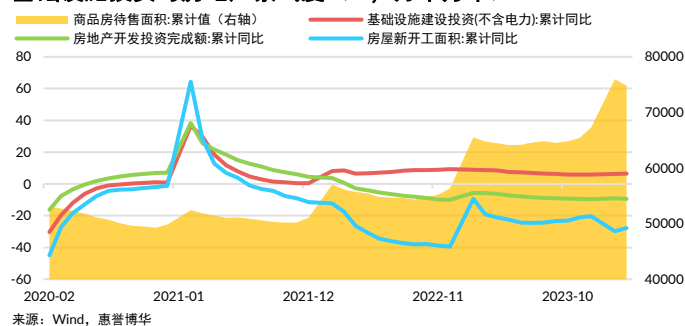
二是终端需求疲软短期内难以扭转，严重制约钢材消费量。这是以钢铁与铁矿石为代表的黑色产品价格反转困难的核心原因，也是其与有色金属价格走势延续分化的缘由。近55%的钢铁产品被应用于建筑领域。然而，债务高企使得部分地方政府对基建投资趋于谨慎。即使国家发展和改革委员会拟推动所有增发国债项目于6月底前开工建设，但实物工作量的形成节奏或相对温和。房地产行业深度探底的艰苦旅程仍在继续，其时间跨度与回调幅度均远超市场预期。截至2024年3月末，中国房地产开发投资完成额、房屋新开工面积在低基数下进一步下滑9.5%、27.8%，而商品房待售面积则逼近75,000万平方米。基建投资增长相对温和、地产萎靡状态难改使得建筑业对钢材的消费需求大幅缩水。虽然制造业复苏强劲，且不乏造船、电气机械、通用设备、汽车等明星子项一季度可实现24.8%、13.9%、13.9%、7.4%的固定资产投资高增，其仍无法弥合建筑业低迷对钢铁需求形成的巨大缺口。

我们高度关注当前建筑业与制造业景气度的巨大分化并认为其是贯穿2024年全年的热点议题，该分化对不同品类商品的终端需求与价格趋势具有重要影响。50%以上应用于电气设备的铜与近55%应用于建筑材料的钢铁的价格走势反差便是这种分化的一个典型例证，而我们认为这种反差在地产投资企稳前将持续存在。景气度分化的结果也体现在不同钢铁产品子类间，广泛用于建筑业的螺纹钢在4月最后一周的表现需求量为289万吨，处于近五年最低位，较2019~2023年同期周度消费量均值396万吨下滑27.0%；而广泛应用于制造业的冷轧薄板3月表现消费量为415万吨，处于近五年次高位，较2019~2023年同期月度消费量均值351万吨高出18.2%。这一消费需求的分化也间接体现在产品价格分位中：

（前述）五大钢材品种中螺纹钢与线材的3月均价分位（10~20分位）明显低于热轧板卷、中厚板与冷轧板卷（30~45分位）。惠誉博华认为，这一由需求引发的分化将对2024年中国钢铁供给结构产生影响，即钢厂将加大制造业而降低建筑业用钢的生产比重，这也将使得本轮钢铁产量调控目标向螺纹品类集中。

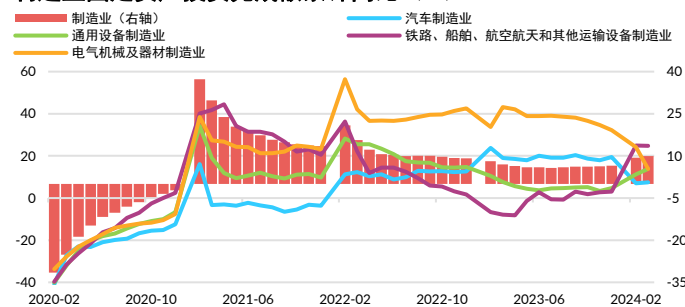
三是贸易保护主义蔓延影响钢材出口。2023年与2024年一季度，中国分别实现钢材出口9,026万吨、2,580万吨，同比增长36.2%、30.7%。中国钢材出口量占产量比重约为5%，其对钢铁价格具有边际影响。美国正计划对源自中国的钢铁产品启动基于“301条款”的调查，将关税自7.5%提升至近25%；智利则对国内采矿业使用的中国钢铁产品征收临时反倾销税，未来六个月自中国进口的钢球及钢棒关税将分别提升至33.5%、24.9%。当前，以钢铁为代表的出口产品容易受到以低价倾销为由的贸易壁垒杯葛，愈演愈烈的贸易保护主义将对中国钢材出口形成挑战。

基础设施投资与房地产景气度（%，万平方米）



来源：Wind，惠誉博华

制造业固定资产投资完成额累计同比（%）



来源：Wind，惠誉博华

附录：部分上市钢铁企业 2023 年与 2024 年一季度经营与财务数据

公司简称	钢铁产品产量 (万吨)		核心钢铁产品 毛利率		营业收入 同比变动		净利润 同比变动		净债务/CFO (x)			(现金及等价物+CFO) /短期债务 (x)		
	2023	YoY	2023	2022	2024Q1	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2023	2022	2024Q1	2023	2022
宝钢股份	5,194	4.2%	4.3%	3.8%	2.4%	-6.6%	4.8%	-2.1%	1.3	1.4	0.8	2.6	2.2	2.7
河钢股份	2,539	-5.4%	11.4%	10.6%	-6.6%	-14.4%	-38.4%	-24.7%	10.9	11.8	13.6	0.4	0.3	0.3
首钢股份	2,318	4.5%	4.6%	5.8%	2.9%	-3.7%	84.3%	-50.1%	6.1	5.8	4.3	0.4	0.5	0.4
中信特钢	1,986	23.2%	13.7%	15.7%	1.6%	15.9%	-5.6%	-17.0%	3.6	3.0	1.1	0.8	1.1	2.0
柳钢股份	1,968	12.1%	1.5%	-0.7%	16.5%	-1.3%	-85.6%	63.0%	CFO<0	108.9	3.9	0.0	0.5	1.2
包钢股份	1,426	6.1%	-2.7%	-3.9%	3.5%	-2.2%	-86.8%	转正	CFO<0	CFO<0	19.9	0.2	0.1	0.2
太钢不锈	1,317	13.8%	0.6%	3.0%	-5.6%	8.2%	转正	转负	3.1	4.1	1.8	1.1	1.1	1.6
新钢股份	1,086	4.7%	2.7%	6.4%	-50.6%	-28.1%	转负	-50.7%	CFO<0	CFO<0	131.7	0.2	0.3	0.3
南钢股份	1,040	5.6%	12.2%	12.3%	-5.7%	2.7%	28.7%	-3.4%	7.9	9.1	5.8	0.5	0.4	0.4
新兴铸管	859	3.3%	6.5%	7.7%	-23.0%	-9.4%	-57.5%	-26.4%	3.6	3.7	2.4	1.3	1.2	1.7
八一钢铁	651	12.4%	5.2%	3.2%	-12.9%	-0.3%	12.1%	16.9%	82.3	CFO<0	23.1	0.1	0.1	0.2
杭钢股份	452	1.8%	2.7%	4.1%	28.5%	28.9%	2.9%	-61.7%	CFO<0	净债务<0	净债务<0	0.2	0.8	2.8
方大特钢	419	-3.7%	8.8%	10.3%	40.7%	14.1%	-5.8%	-23.8%	净债务<0	5.3	0.1	1.6	0.6	2.0
沙钢股份	343	1.5%	6.1%	8.6%	-4.6%	-15.5%	-43.5%	-66.2%	净债务<0	CFO<0	2.3	1.2	0.0	0.7

注：1. 受披露限制，2024Q1 现金及等价物中可能包含受限资金。2. 2024Q1 CFO 经年化处理，包含至 2024 年 3 月过去 12 个月的 CFO。
来源：各公司年报，惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性（包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性）或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。