

2024年4月23日

供应扰动加剧，关注硅锰投资机会

分析师：

刘慧峰

从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68757089
邮箱：Liuhf@qh168.com.cn

联系人

武冰心

从业资格证号：F03118003
电话：021-68757089
邮箱：wubx@qh168.com.cn

投资要点：

- **锰矿供应受限时间延长**：South32在4月下旬最新发布得一季报显示，受损得码头和基础设施修复工作仍在继续，预计于2025年一季度重新开始码头得运营和出口销售。根据Mysteel相关数据，GEMCO码头所在得格鲁特岛日均锰矿发运量在1.15万吨，按此估算得话，这一事件将影响锰矿供应量约241.5万吨，约占全球锰矿产量得11.3%左右（按2022年2130万吨产量计算）。
- **合金供应或进一步收缩**：铁合金两品种之间利润开始出现分化，煤炭价格前期得走弱，使得甘肃之外得其他区域硅铁生产均有利润，硅锰则因成本高企继续处于亏损状态。所以，在目前合金需求依旧偏弱得情况下，未来2-3个月铁合金整体得供应依然会延续之前得收缩趋势，但考虑两品种利润之间得差异，硅锰得供应收缩利多可能会大于硅铁。
- **需求偏弱，但已有改善迹象**：5大品种成材产量仍有进一步回升空间，所以铁合金得现实需求和补库需求均会有有所增加。5月合约结束之后，钢材市场面临一定抛压，钢材价格亦可能有阶段性调整风险。虽然下游需求对合金走势影响得权重低于供应和成本端，但仍可能会对合金盘面形成一定压力。
- **结论**：South32一季报显示，3月份澳洲气旋对发运得影响可能会延续至2025年一季度，锰矿供应或大幅收缩，导致硅锰生产成本抬升。相比之下，硅铁生产成本则处于相对平稳得状态。所以后续即使会因亏损导致供应收缩，硅锰得收缩力度可能会更大。另一方面，合金需求继续延续弱势，但已经有所改善，故后期现实和补库需求均有一定增长空间。但也需要注意，5月份钢材市场面临阶段性调整压力，虽然下游需求对合金走势影响得权重低于供应和成本端，但仍可能会对合金盘面形成一定压力。。
- **操作建议**：5月钢材市场调整结束前，可考虑多硅锰空硅铁（09合约）；待钢材价格企稳后可考虑单边逢低买入硅锰2409
- **风险因素**：锰矿供应扰动减弱，煤炭供应收紧

目录

1. 策略概述	3
2. 锰矿供应扰动时间延长	3
3. 持续亏损下，合金供应进一步收缩	3
4. 需求依旧偏弱，但已有改善迹象	4
5. 风险因素	5
6. 结论及投资建议	5

图表目录

图 1 锰矿发运量季节性走势	3
图 2 铁合金主要成本比值及价差走势	3
图 3 硅锰硅铁生产利润走势	4
图 4 硅锰产量季节性走势	4
图 5 5 大钢材品种周度产量季节性走势	4
图 6 螺纹钢产量与钢厂合金库存天数走势对比	4

1. 策略概述

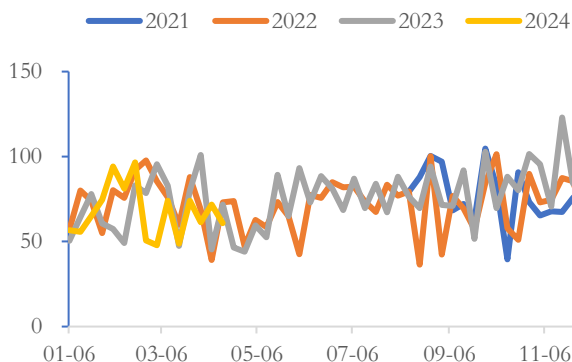
4 月份以来,铁合金逐步企稳反弹,其中锰硅反弹幅度更大,主力合约 2409 反弹幅度接近 10%,硅铁主力合约反弹幅度也接近 6%。我们认为在 5 月份黑色板块调整预期比较强得情况下,短期可以考虑多硅锰空硅铁套利策略;一旦黑色板块调整结束,钢材价格企稳,则可考虑逢低买入硅锰操作。

2. 锰矿供应扰动时间延长

3 月 18 日,受澳大利亚气旋 Megan 影响,导致 GEMCO 码头设施损坏, South32 锰矿发运受到影响,3 月份未装船货物按不可抗力取消。不过,当时天津港、钦州港锰矿库存均处于高位,且钢材价格大幅下挫,钢厂减产检修范围也在扩大之中,所以当时市场对于锰矿供应受限这一消息并未给予过多关注。不过, South32 在 4 月下旬最新发布得一季报显示,受损得码头和基础设施修复工作仍在继续,预计于 2025 年一季度重新开始码头得运营和出口销售。

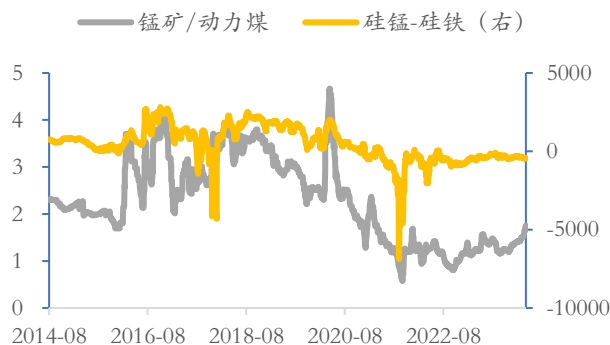
根据 Mysteel 相关数据, GEMCO 码头所在得格鲁特岛日均锰矿发运量在 1.15 万吨,按此估算得话,这一事件将影响锰矿供应量约 241.5 万吨,约占全球锰矿产量得 11.3% 左右(按 2022 年 2130 万吨产量计算)。我们在此前得分析中提到过,铁合金价格得分析中成本和供应端得影响权重较大,决定价格走势方向;而需求端得权重较低,一般是决定上涨或下跌的高度。因此,若 South32 短期无法找到替代得运输手段得话,将会使得硅锰得生产成本明显抬升,推动价格走高。而硅锰和硅铁生产成本结构得差异亦为两品种间得价差套利提供机会。

图1 锰矿发运量季节性走势



资料来源:东海期货研究所、Mysteel

图2 铁合金主要成本比值及价差走势



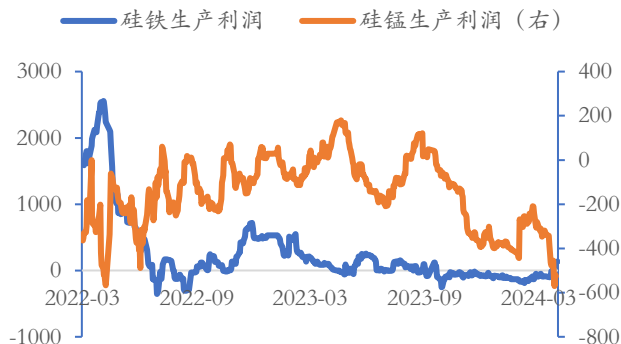
资料来源:东海期货研究所、Mysteel

3. 持续亏损下,合金供应进一步收缩

因下游需求走弱,上游成本高企影响,开年以来硅锰、硅铁得产量均持续下行,一季度硅锰产量为 261.85 万吨,同比下降 4.1%;硅铁产量为 132.13 万吨,同比下降 9.3%。但进入 4 月份之后,铁合金两品种之间利润开始出现分化,煤炭价格前期的走弱,使得出甘肃之外得其他区域硅铁生产均有利润,硅锰则因成本高企继续处于亏损状态。截止到 4 月 22 日,

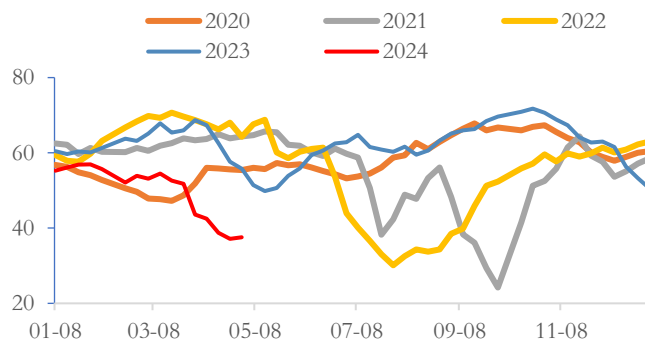
全国主要区域硅铁生产利润均值为 132.6 元/吨，硅锰则为-531.33 元/吨。所以，在目前合金需求依旧偏弱得情况下，未来 2-3 个月铁合金整体得供应依然会延续之前得收缩趋势，但考虑两品种利润之间得差异，硅锰得供应收缩利多可能会大于硅铁。

图3 硅锰硅铁生产利润走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图4 硅锰产量季节性走势

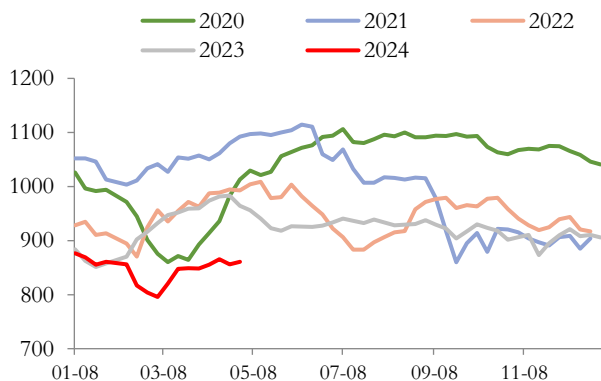


资料来源：东海期货研究所、Mysteel

4. 需求依旧偏弱，但已有改善迹象

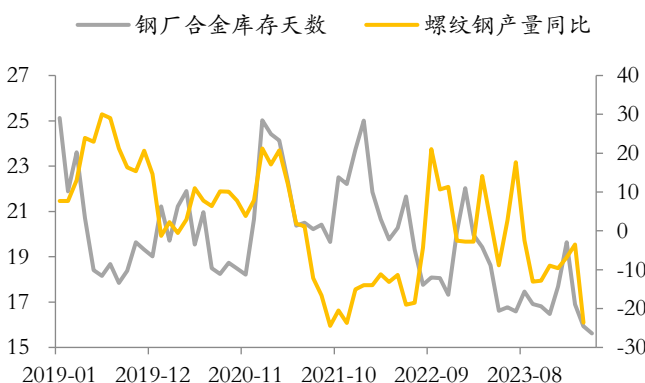
铁合金得下游需求主要是用作炼钢得脱氧剂和合金剂。今年以来，因钢材下游需求持续走弱，5 大品种钢材产量持续处于低位，春节过后，该数据得同比降幅基本都在百万吨以上。同时，钢厂对于原料也采取低库存策略，截止到 4 月下旬，全国主要钢厂硅铁库存天数为 15.77 天，同比下降 2.92 天；硅锰库存天数为 15.47 天，同比下降 3.09 天。合金需求得持续走弱，使得在供应相对低位得情况，硅铁、硅锰生产企业库存均处于历史同期高位。

图5 5 大钢材品种周度产量季节性走势



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

图6 螺纹钢产量与钢厂合金库存天数走势对比



资料来源：东海期货研究所、Mysteel

4 月份之后，下游需求情况略有改观，高炉日均铁水产量及 5 大品种成材产量环比均有所回升。截止到 4 月 18 日当周，5 大品种成材产量为 860.46 万吨，环比前一周及 4 月底均回升了 4.5 万吨左右。鉴于前一轮黑色产业链负反馈的过程中原料得跌幅明显大于成材，故最新得全国 247 家钢厂盈利占比仍在 48%左右；电炉钢得谷电目前也重回盈利状态，利润约为 60 元/吨左右。在这种情况下，5 大品种成材产量仍有进一步回升空间，所以铁合金得现实需求和补库需求均会有有所增加。

不过，需要注意得是，5月份为传统得钢材需求淡季，5大品种钢材表观需求5.1之后或阶段性见顶；同时，3-4月钢材特别是螺纹钢基本都是盘面升水格局，导致无论是交割量还是期现正套得量都偏大，所以5月合约结束之后，钢材市场面临一定抛压，钢材价格亦可能有阶段性调整风险。虽然下游需求对合金走势影响得权重低于供应和成本端，但仍可能会对合金盘面形成一定压力。

5. 风险因素

(1) 本轮锰矿得供应扰动主要是运输问题，与淡水河谷溃坝不同，若South32后续找到替代运输方式，则影响量可能会大大减少。

(2) 硅铁生产成本中电力占60%，若二季度国内出台能耗双控或者煤炭供应收缩政策，可能会导致硅铁价格大涨，策略失败

6. 结论及投资建议

South32一季报显示，3月份澳洲气旋对发运得影响可能会延续至2025年一季度，锰矿供应或大幅收缩，导致硅锰生产成本抬升。相比之下，硅铁生产成本则处于相对平稳得状态。所以后续即使会因亏损导致供应收缩，硅锰得收缩力度可能会更大。另一方面，合金需求继续延续弱势，但已经有所改善，故后期现实和补库需求均有一定增长空间。但也需要注意，5月份钢材市场面临阶段性调整压力，虽然下游需求对合金走势影响得权重低于供应和成本端，但仍可能会对合金盘面形成一定压力。

操作建议，5月份钢材市场调整结束前，建议考虑多硅锰09空硅铁09套利，(-50,0)介入，目标看(200,300)，若价差跌破-150考虑止损。

钢材价格企稳后可考虑单边逢低买入09，建议6500-6600之间介入，若锰矿供应问题持续发酵，目前可看7000附近，价格跌破6400考虑止损

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市峨山路505号东方纯一大厦10F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL：Jialj@qh168.com.cn