

国内75%产能亏损 出局还是硬撑？

# 降价冲击波：铁矿石企业乱世求生

□本报记者 王姣

风萧萧兮澳洲寒，矿价一跌兮不复还。继2014年被拦腰斩断后，今年国际铁矿石价格依然无比任性，普氏指数从年初的70美元失速坠落至目前的47美元一线，创下记录以来的历史新低，仅今年年内就折价近三成。“疯狂的石头”从高处滚落，带给国内矿业巨大的冲击。据业内人士透露，因生意越来越难做，很多铁矿石贸易商不得不转行。而国内矿山企业更是凄凄惨惨，在“产1吨矿最多亏300块”的集体亏损环境下，成本高企的中小矿企约八成左右被迫减产甚至关停。

即使是实力相对雄厚的上市公司也难以幸免。中国证券报记者查询2014年年报及相关公告获悉，因铁矿石价格大幅下跌，包括五矿发展、兴创能源、海南矿业、攀钢钒钛等在内的上市公司在铁矿石业务上皆出现业绩下滑甚至巨额亏损。

目前来看，尽管矿价的持续暴跌令一些国际巨头也开始“不淡定”，但呼吁联合减产的声音仍显微弱，继续加大供应以垄断市场的博弈日趋白热化，可以预见的是，供需失衡加速将继续施压铁矿石市场。“随着铁矿石价格持续下跌，预计未来国内矿山企业处境将更加艰难，如果不能有效利用金融衍生品对冲风险或者积极寻求转型，大量企业将被淘汰出市场。”业内人士认为，面对“低价冲击波”的阵阵寒意，一方面，企业要积极利用金融衍生品规避系统性风险，另一方面也要积极寻求转型，降本增效，提升企业的核心竞争力。

## “石头”滚落 国内矿企受“重伤”

2014年以来，随着中国经济增速放缓及海外新增铁矿石产能的密集投放，铁矿石以雪崩式的下跌宣告了其黄金十年的结束。2014年，普氏62%铁矿石指数从1月份的平均127.92美元/干吨下跌至12月份的平均69.25美元/干吨，下跌幅度高达45.86%。

当“疯狂的石头”只能卖出白菜价之时，国内矿石贸易商和矿山企业举步维艰。中国冶金矿山企业协会主席团主席杨家声日前表示，冶金矿山企业遭受重挫。2014年四季度，大型矿山开工率不足80%，中型矿山不足一半，小型矿山更是不足两成，国内75%的产能已处于亏损状态。

“河北、山西、内蒙古等地的10多家矿山表示，产1吨矿最多亏300块。河北目前共有1800家选矿企业在册，约70%的矿山企业已经停产，继续维持生产的大都是国有矿山企业，而且也在亏钱生产。”宝城期货金融研究所所长助理程小勇告诉中国证券报记者。

那么，实力相对雄厚的大型企业经营状况如何呢？为此，记者特地查询了几家铁矿石类上市公司的年报，结果发现，因铁矿石价格暴跌受伤严重的“倒霉蛋”远不止中小型矿企。

上市公司海南矿业在4月1日晚发布的最新年报中表示，2014年，公司实现营业收入17.68亿元，同比下降39.47%；实现归属于上市公司股东的净利润4.24亿元，同比下降57.76%；主要原因即公司的主要产品铁矿石价格跌幅较大。

“国家队”的表现同样令人失望。五矿发展的2014年年报显示，其子公司中国矿产有

限责任公司去年净利润仅为864.91万元，同比下降95.16%。而受铁矿石价格严重下跌影响，五矿发展甚至终止了其重大资产重组项目。

更难抵抗市场寒意的创兴资源则出现巨额亏损，公司预计2014年归属于上市公司股东的净亏损将为3.6亿元至4.0亿元，主要由于其全资子公司神龙矿业的铁矿石采选成本与售价严重倒挂，神龙矿业自2014年7月停产至今尚未复产，公司拟对神龙矿业采矿权摊余价值计提约3.1亿元减值准备。

采选成本与售价严重倒挂是如何发生的？据业内人士介绍，中国铁矿石资源分布散，平均品位较低，贫铁矿石占全国储量的97%，较差的资源禀赋、政策环境等导致铁矿石平均开采成本远高于国外主流矿企。

“国内矿企面临的最大问题是成本太高，多数国内矿企的成本高于500元/吨，30%以上铁矿石企业的成本高于650元/吨，一些矿山成本甚至超过800元/吨。而国际主流矿山企业的成本低于40美元/吨。”国信期货黑色金属分析师施雨辰表示。

由于生产成本远高于国外矿企，很大一部分国内企业正在经历“越生产越赔钱”的尴尬境地。而随着国际铁矿石价格加速跌破48美元/吨，国内恐怕已经不止75%的企业产能处于亏损状态了。

中国冶金矿山协会的数据显示，在国内排名前11的矿企中，6家企业亏损额达到了2.9亿元，一些中小矿山的经营更是举步维艰。

“春节过后，很多矿山减产数量继续增多，国内企矿山如邯邢矿业现有铁矿山13座，在产铁矿山只有6座，且只有1家略有盈利，其他5座都在亏损；富贵鸟矿业7座铁矿山中，已有5座矿山处于关停状态，维持生存的两个矿山，一个基本保本，另一个微利，但不是靠铁矿石，而是靠伴生磷等其他矿产品盈利。”程小勇说。

另据中信期货黑色金属高级研究员刘洁提供的数据，2015年至今，国产矿开工率由54.6%下降至47.9%，其中产能小于30万吨的矿山开工率由10.4%下降至9.2%。“2014年国产矿产量被挤出很多，小规模矿山大幅关闭，中等规模以上矿山抗性较大。目前产能小于100万吨的矿山基本在退出市场，而产能大于100万吨的矿山开工相对比较稳定。”

值得注意的是，铁矿石价格高企时，中国资本大举投资海外矿产资源，掀起一波海外收购矿产企业的高潮，现在却不得不为此计提巨额减值准备。如中信股份证实对其投资的中澳铁矿进行25亿美元减值拨备；攀钢钒钛2014年刚将澳洲卡拉拉矿业有限公司并表，当年就计提了3.6亿澳元（约17亿元人民币）的减值准备，导致该公司预计去年将亏损21亿元至26亿元。

## 硝烟弥漫 四大矿商“死磕”价格战

“铁矿石，成也供给，败也供给。”一位研究员曾如是说。

从供给来看，全球铁矿石生产较集中，澳大利亚、巴西、中国、印度和俄罗斯的铁矿石产量约占世界总产量的75%以上，而淡水河谷、力拓、必和必拓和FMG这四大矿企就占了全球的40%以上，在矿石贸易中起着绝对的主导地位。

从历史上看，铁矿石价格在2003年以前

相对平稳，2003年以后，随着中国需求的爆发，全球铁矿石市场开始供不应求，铁矿石价格在此期间快速上涨，2003年至2011年的8年间，铁矿石价格从不到30美元/吨上涨至接近200美元/吨，年均复合增长率超过30%。

“2011年以来，随着中国经济增速放缓导致钢材需求逐步下滑及海外矿石新增产能不断释放，铁矿石供需格局出现严重错配，供过于求的局面进一步恶化，港口铁矿石库存积压，铁矿石价格步入长期跌势。”安信期货高级钢材分析师何建辉表示。

据悉，自中国经济减速进入“新常态”后，粗钢产量需求下滑趋势明显，但没有一个国家和地区能够承接中国的需求缺口，业内预计2015年全球铁矿石需求有可能出现2009年以来首次萎缩。

尽管供给过剩导致价格暴跌，不过矿业巨头们显然并不打算削减产量救市，而是反其道而行之，继续产能扩张计划。数据显示，2011年以来，世界矿业巨头已经投入1200亿美元扩大产能，并且在这几年陆续投产。2015年，预计四大矿山累计增产接近1亿吨，其中力拓增产约3000万吨；必和必拓增产约2000万吨；FMG增产约1000万吨；淡水河谷增产约3500万吨。

在业内人士看来，四大巨头继续增产的首要原因在于投资回报。“四大矿企在铁矿石价格高企时进行了大量投资，而矿山产能从计划投资到实际投产往往需要3—5年周期，停产和复产的成本相对较高，不具备足够的供给弹性。”华泰长城期货分析师许惠敏指出。

随着低成本矿石不断涌入市场，“铁矿石价格不断下跌，依次打破了内矿成本、非主流矿平均成本两道防线，现在开始攻克FMG成本这第三道防线。现在，最受市场关注的焦点就是FMG是否减产，这将是短期决定铁矿石价格的关键因素之一。”南华期货研究所高级总监曹扬慧说。

据悉，目前力拓铁矿石现金成本已经降至17美元/吨，必和必拓也力争将吨矿生产成本控制在20美元以下，而FMG铁矿石的生产成本相对较高，眼看市场份额被逐步夺走，此前一直坚持不减产的FMG坐不住了，其高层日前就呼吁四大矿山联合减产，不过遭到力拓的拒绝。力拓集团首席执行官称，倘若公司减产，那么缺失的供给将被高成本竞争对手所补充，因此扩产势在必行。

施雨辰补充称，目前力拓和必和必拓等企业将铁矿石运至中国北方港口的成本仅有30—40美元/吨，因此虽然国际铁矿石价格跌破50美元/吨，其仍有一定利润。而大量国内矿山和东南亚等国的高成本小矿山因为严重亏损而被迫出局，由此澳洲和巴西的矿商进一步抢占市场份额，中国的钢铁企业对国外矿的进口依赖度不断升高，在2014年达到了74%。

“四大矿山通过低成本、高品位矿抢占全球市场份额的策略并没有太大变化，国内矿山被大量挤出市场，中国铁矿石进口依存度不断上升，全球铁矿石成本曲线也大幅下移，未来铁矿石价格仍有下行空间。”何建辉说。

## 困局难破 衍生品工具成香饽饽

分析人士认为，在挤压式战略下，国际巨头们有了庞大的市场占有率，也就控制了市场定价权——这才是世界级矿企的真实意图，此

举将导致我国铁矿石企业生存更为艰难，进而威胁我国铁矿石的自给自足。

“现在的矿山企业头上悬着三把刀，一是供过于求的整体市场环境，二是环保、土地的压力，三是赋税负担重，融资的难度大。”有业内人士表示。

以税费为例，目前国内铁矿石生产商要承担至少25项各种税费，费用超过100元/吨，占据总销售收入的20%以上，而国外很多矿山的税负只有5—10%。

“短期来看，比较现实的只有降低税负这一条。但从煤炭资源税改革后的实际效果来看，铁矿石资源税改革并不见得能带来多大利好。”施雨辰认为，国内矿山企业的竞争力即使在未来也很难超过国外企业，中国钢铁企业越来越依赖国际矿的趋势将继续。

程小勇认为，国内矿山企业的根本出路在于产业升级、降本增效、优化重组实现规模化和集约化经营。“在产业升级方面，积极提高采选技术，提高采选效率。在降本增效方面，矿山企业可以通过互联网大数据等现代技术，实现人力成本下降、部分业务外包，提高生产效率。在产业重组方面，实施大型企业强强联合，中小企业抱团重组，达到规模化和集约化的目的。”

值得注意的是，在市场环境的倒逼下，一些钢铁矿企也开始尝试利用金融衍生品工具来规避市场风险。如2014年，菱菱钢铁投资铁矿石期货的初始投资额为901.91万元，期末投资额为654.09万元，实际损益为159.47万元；投资铁矿石掉期的初始投资额为204.47万元，期末投资额为275.97万元，实际损益为148.69万元。

施雨辰告诉记者，目前大中型民营钢厂和贸易商参与螺纹钢和铁矿石期货较多，可以通过卖出螺纹套期保值来规避矿价下跌风险、买入铁矿石套期保值来控制原料成本，甚至进行螺纹钢和铁矿石品种之间的套利等多种手段。

不过总体来看，国内矿山企业利用衍生品工具的比例相对较低，大多数矿企保持着谨慎态度。“一是和矿山经营水平有关，二是和战略规划和决策层的认识有关。因为衍生品是一个区别于现货经营的新领域，企业有理解障碍、操作障碍、人员障碍、资金障碍等。”刘洁说。

何建辉补充称，目前国内矿山企业利用衍生品的比例并不高，一是由于过去十年铁矿石黄金发展期“惯坏了”整个行业，通过开采就能获得丰厚利润导致企业经营模式单一，在铁矿石价格掉头向下之后，企业思想观念转变较慢，风险预估不足，利用衍生品动机较弱。二是由于相关企业对期货、期权等衍生品不熟悉，不能正确理解套期保值的本质。

对于该如何更好地利用衍生工具服务铁矿石实体经济。许惠敏建议，企业要培养专业的操盘人员，或与期货公司合作，共同建立完善的风险管理体系。在衍生品市场选择上，除了期货市场，也可结合SGX掉期和上清所掉期等多个市场结合操作，以获得更为稳健的保值收益。

程小勇同时表示，企业需要积极性参与金融衍生品市场的学习，从制度上予以重视。积极培养相关的人才，为企业运用金融衍生品工具而打下基础。科学认识金融衍生品工具，用好这把“双刃剑”，不要将风险管理变成了投机。

## 分析师集体看跌矿价

□本报记者 王姣

尽管铁矿石价格已经跌破50美元/吨大关，然而，面对国际市场供给过剩的局面，中国继续疲弱的需求，以及环保政策的升温，目前来看，多位分析人士一致认为，铁矿石价格远未见底，在二季度矿石供应将达到峰值的预期下，将继续向更低价位靠拢。

矿价理论底部源自低价致减产后的供给收缩，尽管50美元已经是再度触及矿山集中退出的关键点位，但由于低价到减产仍需6个月左右滞后期，短期底部仍未看到。且新增供应量二季度即将释放，极端悲观情绪下，矿市仍将继续下行。”华泰长城期货研究员许惠敏表示。

中信期货黑色金属高级研究员刘洁也认为铁矿石后期价格仍有进一步走低可能。首先，供应压力加大。从计划供应量来看，2015年国内主流矿山供应增量大于2014年供应增量，产量约1.43亿吨。销量约1.38亿吨。而根据季节性规律，二季度开始海外矿山将大力增加矿山发货量，因此二季度矿石供应压力会加大。其次，需求预期减少。从2月数据来看，全国粗钢产量、钢材产量、生铁产量、钢铁冶炼用电量都处于下降过程中，尤其是钢铁冶炼用电量下滑明显，出现将近10%的负增长。

宏观方面，近期公布的一系列数据，无论是工业增加值、铁路货运量、发电量等反映工业企业运营情况的指标，还是汇丰制造业PMI、固定资产投资等综合性指标，均大幅低于预期，对钢铁行业至关重要。房地产行业也尚未有起色。

环保因素也是打击铁矿石的一个重要原因。业内人士认为，目前环保对钢厂的影响才刚刚开始，后期随着环保要求逐渐施压，钢厂生产会继续下滑，铁矿石需求也会下降。

相比以前而言，目前政府对环保治理的态度明显认真，钢铁等高污染行业一旦违规，也将受到真正的严厉处罚。这意味着后期钢铁产量将下降，虽然对钢材价格形成一定利好，但铁矿石和焦煤焦炭等原材料的需求也将因此而缩水。”国信期货黑色金属分析师施雨辰表示。

施雨辰同时指出，从国际上来看，美元的走强对大宗商品价格不利，包括铁矿石。后期来看，国际铁矿石市场供过于求的局面将进一步加重，铁矿石价格仍有继续下跌的空间。

展望后市，南华期货研究所高级总监曹扬慧认为，短期铁矿石将继续探底，预期在300—400元/吨之间盘整。形成这种预判的理由主要有两点：一是当前铁矿石发货量数据显示二季度增量尚未开始释放，后期供应压力只增不减。二是需求端增速不足，经济下行压力犹存。在新增矿山投产产能较大的情况下，铁矿石的熊市依然会持续，但是在下跌中，由于价格逐渐靠近铁矿石生产商的成本密集区，下跌的速度有望逐渐放缓，相对跌幅较2014年会缩窄。但是如果亏损的产能关闭滞后，铁矿石跌幅或超出我们的预期。”

安信期货高级钢材分析师何建辉同时表示，短期来看，随着环保政策升级，钢厂限产压力明显增大，原材料采购需求减弱导致港口铁矿石库存重新攀升，铁矿石价格经过长时间盘整之后再次出现破位下跌走势，预计后期继续探底的可能性较大。不过随着跌势的加速，短期波动或将明显加大，当前阶段不宜盲目追空，中长线空单注意仓位控制。

## 中国期货保证金监控中心商品指数（4月3日）

| 指数名     | 开盘价     | 收盘价     | 最高价     | 最低价     | 前收盘价    | 涨跌     | 涨跌幅(%) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 商品综合指数  |         | 66.85   |         |         | 67.09   | -0.24  | -0.36  |
| 农产品期货指数 | 866.39  | 863.89  | 866.43  | 862.09  | 867.52  | -3.63  | -0.42  |
| 油脂指数    | 539.82  | 541.46  | 542.10  | 538.67  | 540.94  | 0.52   | 0.10   |
| 粮食指数    | 1357.72 | 1351.28 | 1360.53 | 1349.03 | 1361.41 | -10.12 | -0.74  |
| 软商品指数   | 832.93  | 826.40  | 834.08  | 821.16  | 830.97  | -4.57  | -0.55  |
| 工业品期货指数 | 705.85  | 705.10  | 709.66  | 703.15  | 707.96  | -2.86  | -0.40  |
| 能化指数    | 652.24  | 647.31  | 655.22  | 642.12  | 653.48  | -6.18  | -0.95  |
| 钢铁指数    | 458.47  | 459.81  | 465.62  | 457.45  | 459.80  | 0.01   | 0.00   |
| 建材指数    | 573.87  | 572.73  | 578.51  | 571.64  | 573.78  | -1.04  | -0.18  |

## 波动趋缓 CAFI指数表现平淡

上周监控中心CAFI指数收跌0.29%至863.89点。分项指数波动率水平大幅下降，表现平淡。油脂指数小幅低开高走收跌0.48%；软商品指数涨0.2%；饲料指数小幅下跌0.39%；谷物指数跌0.08%。

各品种周度环比变化看，上周CAFI指数多涨少跌，波动率水平较低。豆类走弱，豆粕跌0.18%，菜粕跌0.62%，豆一继续下跌0.88%；三大油脂低开高走收跌，棕榈油跌0.3%，豆油跌0.73%，菜油跌0.17%；谷物中玉米跌0.64%，强麦反弹较强涨1.4%；软商品两板分化，棉花走弱下跌2.19%，白糖高开低走收下影线涨1.51%；鸡蛋领跌，主力合约大跌5.51%。

上周鸡蛋再度领跌农产品，现货持续低迷及9月合约，使其周四破位下跌几乎触及跌停。现货市场弱势依旧，上周初全国各主产区价格维持稳定，产区中河南价格最高，约为3.36元/斤，辽宁价格

最低，约为3.17元/斤，产区均价跌至3.429元/斤，周环比跌5%，同比下跌14.8%；北方销区价格跌至3.35元/斤附近，南方销区价格跌至3.4—3.6元/斤，销区均价跌至3.5元/斤，周环比跌3.3%，同比跌14.2%；产销区价差维持0.22元/斤，南北方市场价差维持0.25元/斤，南方销区维持亏损。当前终端需求仍然较为低迷，各环节库存压力均较大，清明节前的需求并未提振价格。山东部分地区主动提价，但并未提振其他地区价格，仅将当地上游贸易商库存转移至下游贸易商，而产区养殖户库存压力仍较大。4月新开工持续上升，印证了前期补栏增量，清明节后，鸡蛋价格将继续反映终端需求的结构性低迷，料主产区价格将纷纷跌破3元/斤。5月合约回归现货要求强烈，考验多头接货意愿，贴水进入交割月概率较大。（银河期货 康凯）

# 多锌空铜套利机会依然存在

□西部期货 谢棚

铜和锌都是重要的工业生产原材料，对于全球经济形势及宏观政策的敏感性较高，即均具有较强的金融属性，因此铜和锌的走势具有较高的相似性，趋势性趋同。

从数理统计角度分析，分别截取沪铜和沪锌的主力连续从2010年1月4日至2015年3月31日的每日收盘价格数据，可求得沪铜和沪锌的相关系数为0.61,属于强相关。

另外，铜和锌还具有各自的商品属性，都会受到自身供需格局的制约，因此，虽然铜和锌走势具有趋同性，但在幅度上会有差别。极端情况是：若铜和锌的供需格局出现明显分化，则铜和锌的涨跌幅度会出现明显差异。

正是因为铜和锌兼具金融属性和商品属性，价格走势的差异化为跨品种套利提供了可能性。

观察全球铜和锌的供需平衡表，可以很直观的看出近几年来铜和锌供需格局的转变。

从2012年开始，铜和锌的供需格局开始出现截然相反的变化。全球铜从供不应求转为供过于求，并且过剩量逐年扩大；而全球锌从供过于求转为供不应求，并且短缺程度逐年扩大。铜和锌截然相反的供求格局决定了铜弱锌强的走势延续，为多锌空铜提供了操作机会。

截取2010年1月4日至2015年3月31日沪铜及

沪锌主力连续每日收盘价数据，买入4手锌的同时卖出1手铜，进行跨品种套利，该套利价差图区间回归性并不明显，但价差的趋势性非常明显，从2012年下半年开始，价差持续震荡走高，与基本面分析的结果完全吻合。

但需注意，铜锌套利的资金回撤幅度较大，价差的每一波上涨之后都伴随着较高级别的回撤，回撤幅度大多超过20%，必须做好风险控制。

基于以上分析，多锌空铜的套利机会今年仍然存在，具体操作上建议采取趋势性波段式操作策略，即仅进行多锌空铜的套利方向；由于回撤幅度大，建议短波段多次数操作。

适合群体：该套利策略属于中风险高收益策略，适合对风险中高度偏好的投资者参与。

初始资金：依据当前价格（ 锌：15950元/吨，

铜：43340元/吨） 估算，4手锌（15950\*5\*11%\*4=35090元）及1手铜（43340\*5\*12%=26004元）的保证金需要约6万元，按50%仓位，初始资金大约需12万元。

入场时机：依据铜锌基本面差别，结合铜、锌各自走势进行判断，在价差回调结束，开始上涨后入场。

离场时机：一波上涨波段尾声，开始回调时止盈离场；基本面发生重大变化，果断离场。

仓位控制：考虑到该套利策略的资金回撤幅度较大，建议仓位控制在50%以内。

风险监控：由于该套利属于趋势性套利策略，主观性较强，对于基本面信息的掌握以及操盘的经验都要求较高，建议投资者操作前，制定好交易计划，控制仓位，严格止损。

| 指数名称   | 最高价     | 最低价     | 收盘价     | 涨跌    | 结算价     |
|--------|---------|---------|---------|-------|---------|
| 易盛农期指数 | 1080.16 | 1068.32 | 1072.09 | -7.23 | 1071.36 |
| 易盛农基指数 | 1171.4  | 1160.02 | 1163.55 | -6.78 | 1162.74 |

经过三月底的快速上涨，易盛农期指数上周维持窄幅震荡的格局，多空双方在1070点至1080点附近展开争夺，周线再度收阴。截至4月3日，农期指数收盘于1072.09点，周跌幅为0.21%。

国际原糖价格维持低迷态势，上一受巴西雷亚尔暴跌的影响而大幅下挫，走出近六年来的历史低位。而目前随着国际市场供应压力的增加，原糖价格依旧承压。近日来，国内白糖价格与其出现明显背离。食糖减产以及国家采取进口管制两方面因素对国内糖价形成一定的支撑，短期内维持震荡偏多思路。

尽管USDA种植面积意向报告显示美棉种植面积约减13%，美棉走出止跌回升的行情，然而国内郑棉价格却仍显疲软。新疆降雪天气持续，或对播种面积产生影响，对棉价形成一定利好。然而库存高企的问题仍是市场担忧情绪蔓延的主要原因。新疆兵团通过团购优惠等措施促进销售，反而增加了市场对目前棉花销售困难的担忧，市场不乏出现看空情绪。短期内郑棉回升压力依旧较大。

综上所述，郑糖及菜粕周内行情突出而郑棉及菜油依旧弱势，使得易盛农期指数整体呈现窄幅震荡的格局。短期恐仍将在1080点一线附近震荡整理。（永安期货 左璐）

2015年第9届中国期货分析师论坛暨首届场外衍生品论坛

优秀投资策略与投资方案征集和评选活动

详情关注分析数据及官方行情