

硅锰：一个消息扭转基本面，  
关注商品结构修正的正套机会

——创元研究

创元研究院

杨依纯

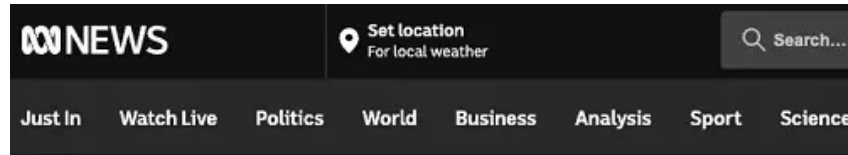
# 一、行情回顾：先是跟涨黑色，后是锰矿驱动

- 4月上中旬6100-6550的价格是跟涨黑色，本周超10%的涨幅交易驱动明确在锰矿，周一到周三之前合约普涨，双硅价差大扩，但周四开始硅锰月差才有所反应，目前尚未完全转BACK



### 热带气旋梅根袭击格鲁特岛

- 11月-来年4月为澳大利亚雨季，本轮热带气旋梅根在3月16-20日之间袭击了北领地格鲁特岛，先是一艘载有锰矿的散货船撞击了码头，后是当地道路被毁且一小镇人员大量受困。



发布: 1:57pm 19/03/2024 1322点阅

澳洲 热带气旋

### 热带气旋袭澳洲北领地小镇 700人受困

#### Manganese bulk carrier smashes into remote Northern Territory port during Cyclone Megan

ABC Rural / By Daniel Fitzgerald and Matt Brann  
Posted Yesterday at 11:16am, updated 16h ago



热带气旋梅根周末破坏了澳洲北领地格鲁特岛的道路。（澳洲气象局照）

## 二、事件回顾：澳矿影响短期变长期

### 南32影响程度和恢复时间超预期

- 3/18宣布暂停作业并初步表明码头有结构性损坏，3/20评估矿坑发生洪水、矿坑与加工厂之间的关键路桥、码头和港口基础设施损坏确认
- 4/10未对5月澳矿报盘、4/16供应商透露影响时间延长到6月、4/22宣布码头运营和出口销售预计在25年Q1开始

3/18

澳大利亚锰最新情况

South32 Limited (澳大利亚证券交易所/伦敦证券交易所/伦敦证券交易所: S32; ADR: SOUHY (South32) 通知, 受热带气旋“梅根”影响, 格鲁特岛矿业有限公司 (GEMCO) 的作业已暂停。

我们的人民和Groote Eylandt社区的安全是我们的首要任务。恶劣的天气条件继续影响着Eylandt, 我们正在密切监测情况。

初步检查表明, 飓风对码头造成了结构性损坏。在港口和其他基础设施恢复使用后, 将评估破坏和随后对生产和销售量的破坏的全面影响。

3/20

澳大利亚锰最新情况

South32 Limited (澳大利亚证券交易所/伦敦证券交易所/伦敦证券交易所: S32; ADR: SOUHY) (South32) 提供了以下关于Groote Eylandt矿业有限公司 (GEMCO) 运营的最新情况。

由于热带气旋梅根的影响, GEMCO的业务仍暂时停止。我们的人民和Groote Eylandt社区的安全仍然是我们的首要任务。重要的是, 我们的员工是安全的, 在操作中没有任何可记录的人员受伤。

随着艾兰德岛的气候条件有所缓解, 关键基础设施的使用已经恢复, 可以对影响进行初步评估。

初步评估已查明矿坑发生了洪水, 连接Western Leases矿区北部矿坑和加工厂的一座关键运输公路桥受到严重破坏。码头和港口基础设施的重大结构破坏现已得到证实。

目前正在进一步评估破坏的全面影响, 并将为恢复计划提供信息, 以便尽快恢复安全作业。另外还在评估其他运输安排。

在我们完成这项工作的同时, 我们将撤回对澳大利亚锰矿的指导, 并将在2024年3月的季度报告中提供进一步的更新。

3. SAMPL从其供应商处获悉:

4/16

更新中所述的情况和/或事件 (及其引起的后果) 或构成不可抗力一部分的情况和/或事件将至少持续到2024年6月; 以及

GEMCO无法在装货港提供任何材料, 直到另行通知。

4/22

4. 在房地内, 不可抗力情况和/或事件 (以及由此产生的后果) 将影响计划于2024年6月装运的所有材料的数量, 根据South32销售一般销售条款和购买条件v4第4.6条, 上述材料的数量特此取消, 该条款已纳入并构成本合同的一部分。

澳洲锰业 (占股60%)

南32股	9M			3Q24 相对 3Q23		3Q24 vs 2Q24	
	YTD23	9M 24年	年	3Q23	2Q24	3Q24	3Q24 vs 2Q24
锰矿产量 (kwmt)	2,676	2,324	(13%)	832	789	645	(22%) (18%)
锰矿的销售量 (千吨)	2,395	2,573	7%	743	924	709	(4%) (23%)

由于受到热带气旋“梅根”的影响, 我们暂停了业务, 截至2024年3月的九个月内, 澳大利亚锰矿的可销售产量下降了13% (352kwmt) 至2,324 kwmt。

2024年3月16日至17日, 热带气旋梅根严重影响了格罗特岛的作业, 并带来681毫米的创纪录降雨量和20年来第二强阵风。

恶劣天气系统导致格罗特岛各地普遍洪水泛滥, 严重破坏了重要基础设施, 包括码头和港口基础设施以及连接Western Leases矿区北部矿坑和加工厂的运输公路桥。

业务恢复工作的重点是重建关键服务和对目标矿坑进行脱水

码头和运输道路桥梁基础设施的修复工程正在进行中。这些研究将为最终的时间表和资本成本提供信息。根据我们的初步进度估算, 我们预计在25财年第三季度重新开始码头运营和出口销售。

正在评估替代航运方案, 以减轻码头停运的影响。这些方案可在码头修复前建立部分矿石出口能力。

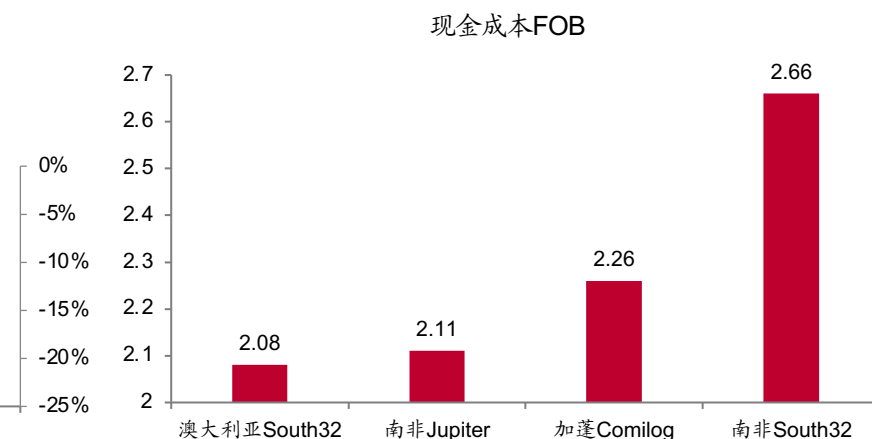
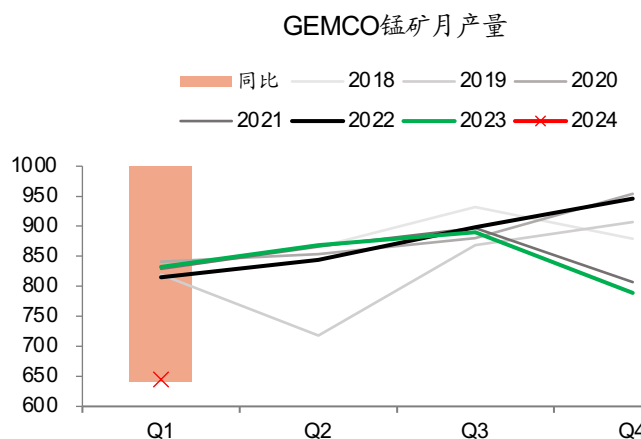
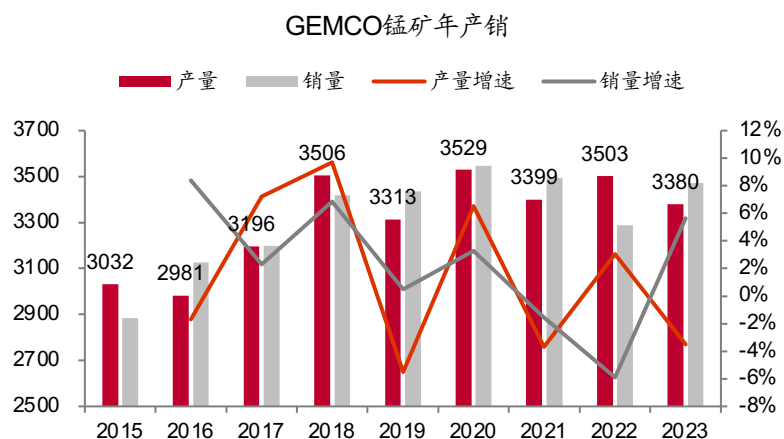
一旦恢复计划取得充分进展, 将提供进一步的细节和预计的基本建设费用。澳大利亚锰矿公司的指导意见仍然被撤回。

澳大利亚锰业拥有财产损失和业务中断保险。我们正与我们的保险公司合作, 以评估热带气旋梅根的影响和预期的保险回收。

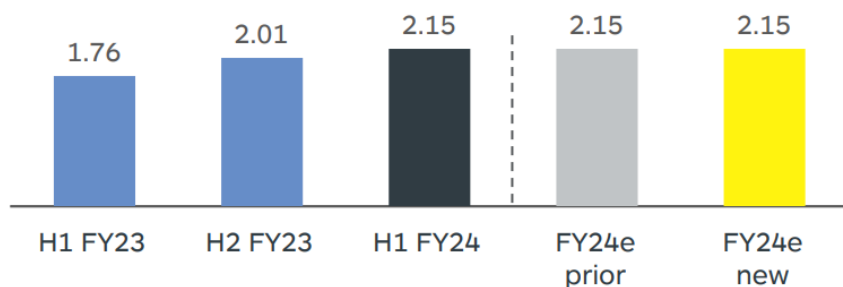
# 三、事件影响：GEMCO计划产量567万吨取消

## 损失低成本高品位澳矿，年产量550-580万吨

- 简介：格鲁特岛矿业公司（GEMCO）位于卡奔塔利亚湾的格鲁特岛上，由South32和英美资源分别持有60%、40%的股权，地理上靠近亚洲出口市场，开采的澳块、澳籽是高品氧化矿，露天矿开采成本低
- 情况：年产量在330-350万吨之间（折百股权550-583万吨），无自用全外销，成本梯队最低在2.15美元左右，原本24-25财年产量指导为340万吨（折百股权567万吨）目前已被取消



### Australia Manganese ore (US\$/dmu)<sup>39,40,42</sup>



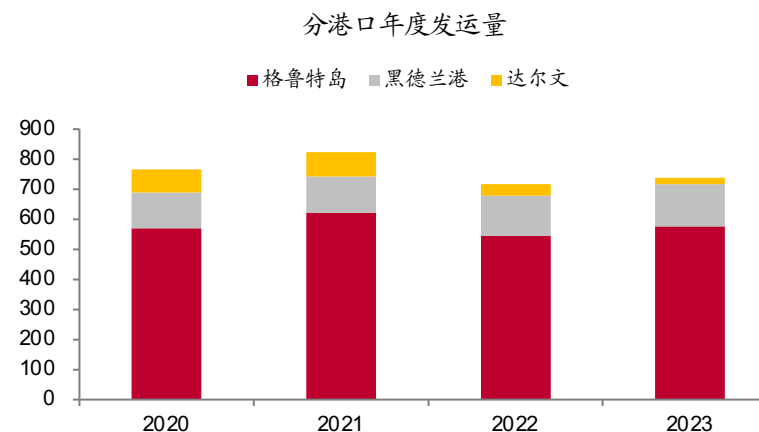
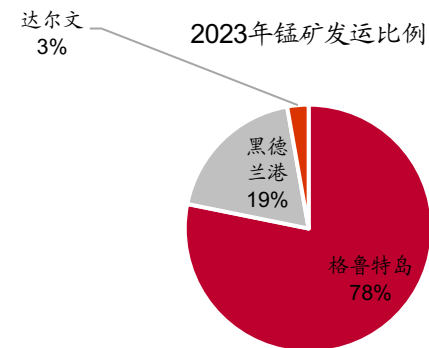
Production guidance (South32 share) <sup>(21)</sup>					Key guidance assumptions
	FY23	H1 FY24	FY24e <sup>(a)</sup>	FY25e <sup>(a)</sup>	
<b>Australia Manganese</b>					
Manganese ore production (kwmt)	3,545	1,679	3,400	3,400	<b>Guidance unchanged (subject to wet season)</b> Expected to continue strong primary output and return the PC02 circuit to nameplate in Q4 FY24
<b>South Africa Manganese</b>					
Manganese ore production (kwmt)	2,108	1,111	2,000	Subject to demand	<b>Guidance unchanged (subject to demand)</b> We expect to continue to use higher cost trucking to optimise sales volumes FY25 guidance is subject to market demand

# 三、事件影响：澳矿高度依赖GEMCO

## 本国矿可补体量有限，发中国量损失30万吨/月

- 三大矿区：澳大利亚锰矿区主要有三个，分别在不同区域目前只有格鲁特岛受到影响，其中OMM旗下的矿山面临枯竭已经停产，仅有PML可补，PML加工厂年产量160万吨（23年发运量140万吨），可补体量非常有限
- 供给格局：年合计发运量720-820万吨，6-7成发往中国，75%以上为格鲁特岛发出，影响发中国量 $567 * (60 \sim 70\%) / 12 = 28 \sim 33$ 万吨/月

澳大利亚锰矿发运信息				
港口	集团	公司	矿山	位置
格鲁特岛	South32	GEMCO	Groote Eylandt	北领地卡奔塔利亚湾中岛屿
黑德兰港	天元锰业	PML	Woodie Woodie	西部的皮尔巴拉地区
达尔文	OMH	OMM	Bootu Creek	北部地区藤南特克利克

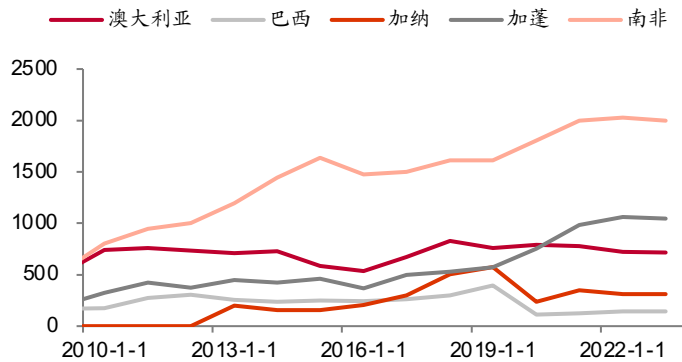


# 四、事件评估：占全球供给10%，对冲需求下滑后仍有缺口

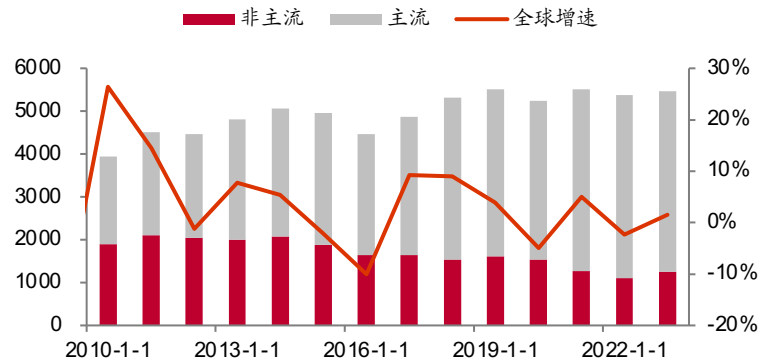
## 减产一年将形成确定性缺口

- 总量：跟随全球粗钢在2021年见顶，但减产幅度不及粗钢，原因在于南非和加蓬的持续扩产
- 影响：23年全球产量约5458万吨，澳大利亚产量相对稳定在750万吨上下占比13%，此次澳矿减产占全球的10%
- 供需：就24年来看，较2021年Q1全球粗钢减产6%，对冲供给端减产后缺口在4%约220万吨

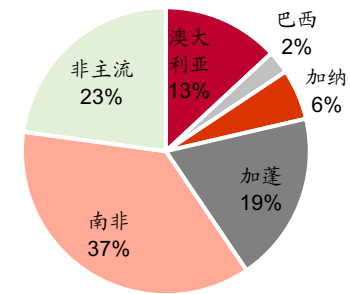
主流锰矿年产量（万湿吨）



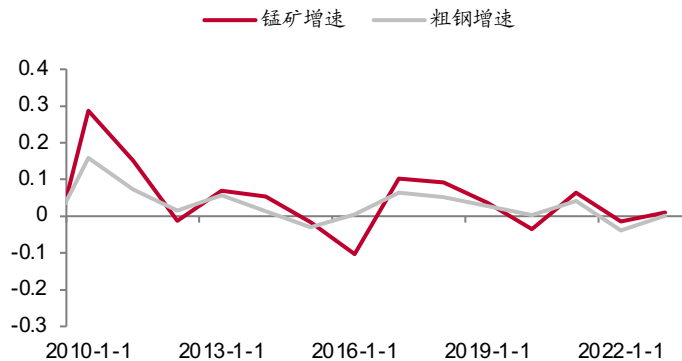
全球锰矿年产量（万湿吨）



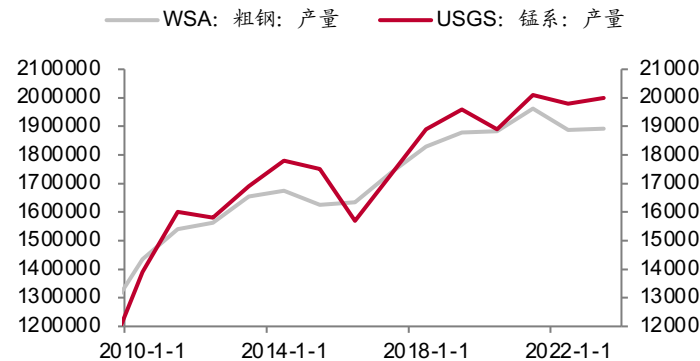
2023年锰矿产量分布



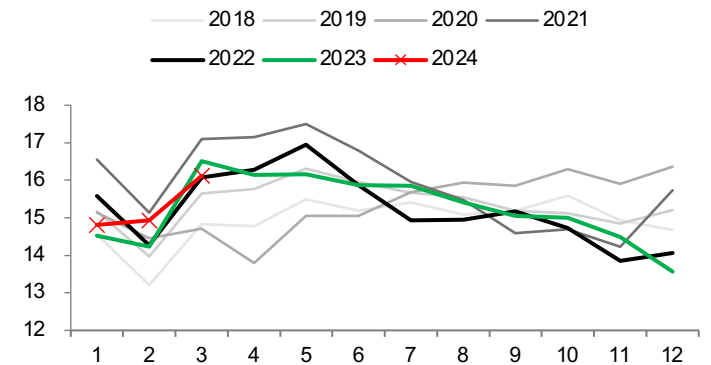
锰矿及粗钢全球年产增速



锰矿及粗钢全球年产量（千千吨）



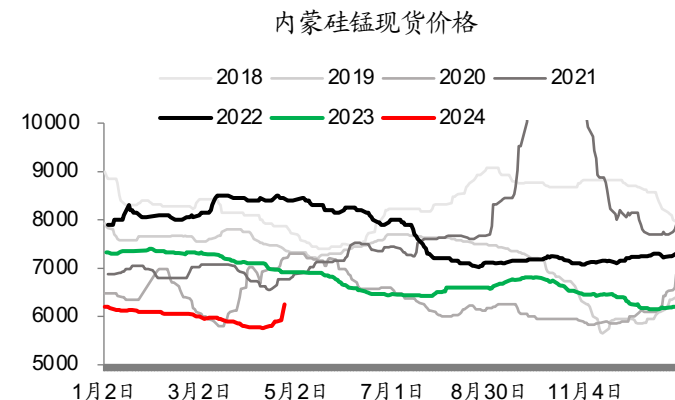
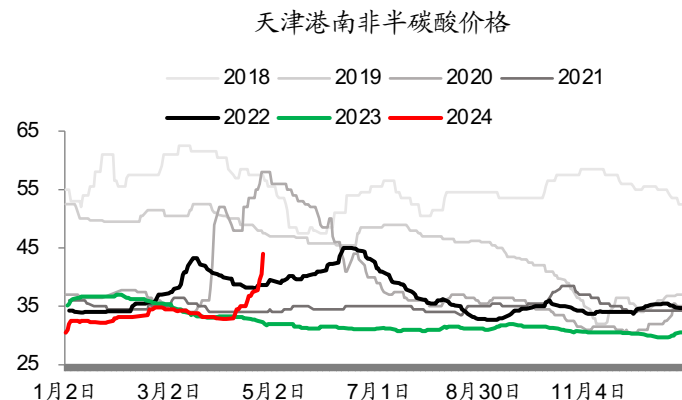
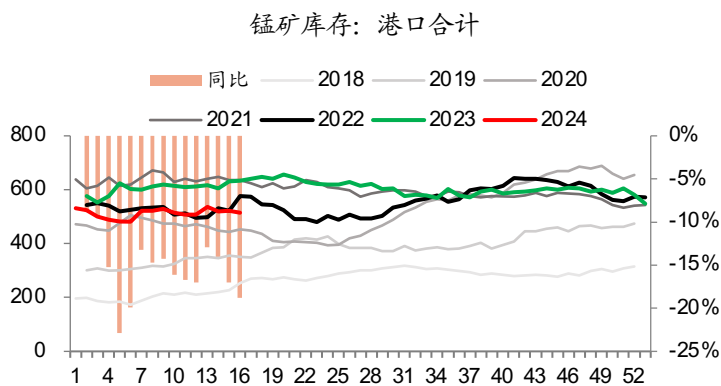
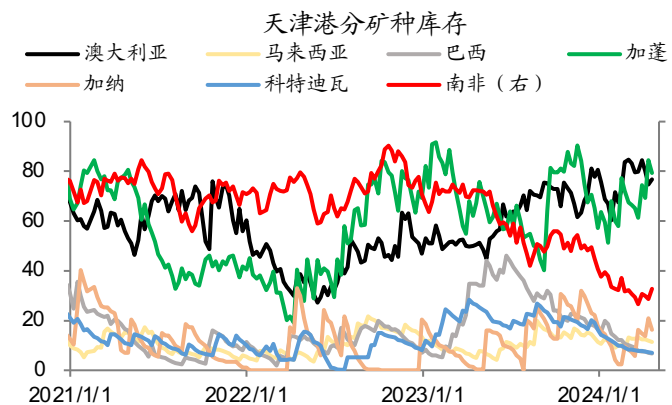
全球粗钢月产量



# 四、事件评估：国内总库存够用，但澳矿四个月见底

## 澳矿库存四个月见底，矿价仍有上涨空间

- 澳矿：国内澳矿库存117.5万吨（钦州港40.8+天津港76.7），按30万吨/月折算可消耗4个月，即澳矿断供至8月以后库存将见底（09合约）
- 总库存：港口合计515万吨，假设全球缺口220万吨全部去在国内即降到300万吨，类似2019年当时半碳酸矿价天津港50、钦州港55
- 结构：澳矿虽然占高品矿供给近四成，但今年中低品库存集中度高，所以高低品价差会向上修复，但短期结果是矿价联袂上涨，后期参考历史极值高低品价差最大20，折干吨后锰矿成本价差1600\*最低配矿比0.25为400

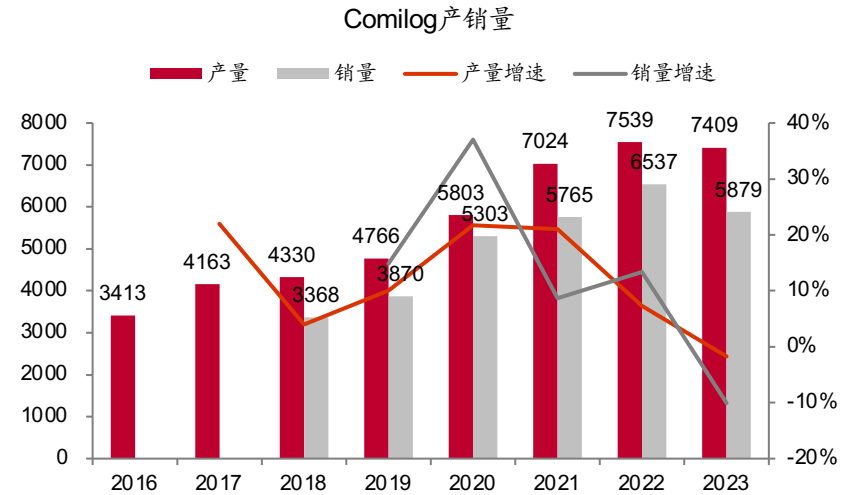




# 五、供给弹性：加纳和非主流可补但需高价刺激

## 加蓬扩产量有限，加纳和非主流可补但需高价刺激

- 产量：加纳和非主流矿分别有263万吨、360万吨合计620万吨的供给弹性，南非和加蓬靠扩产，巴西因vale停产待售可补量有限
- COMILOG：仍在扩产计划中，2024年目标产能超800万吨、外运量700-770万吨，较2023年产量增60万吨、外运量增182万吨（2026年开始生产和运输850万吨锰矿石，在高品位矿石中占有约40%的市场份额，长期年产能超过1000万吨）
- 进口：加纳和非主流矿分别有192万吨、170万吨合计362万吨的供给弹性，也可弥补国内缺口

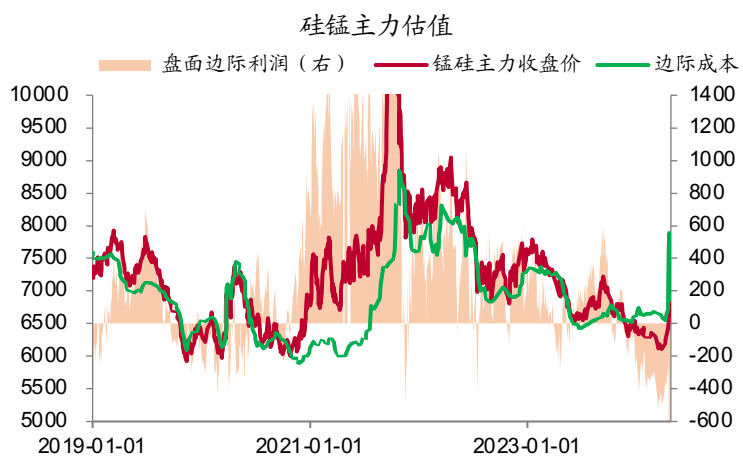
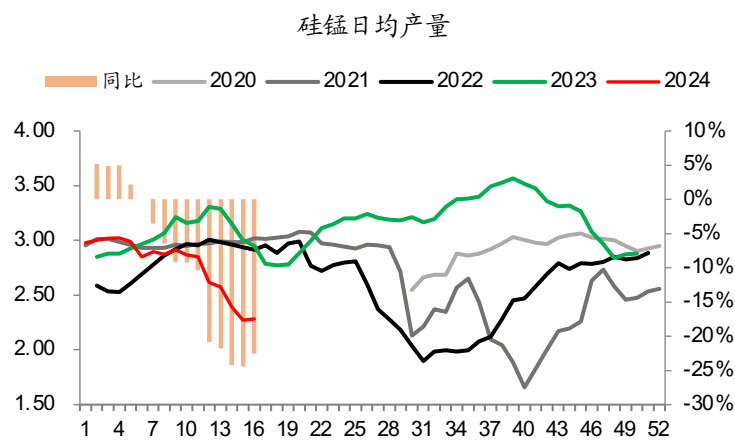
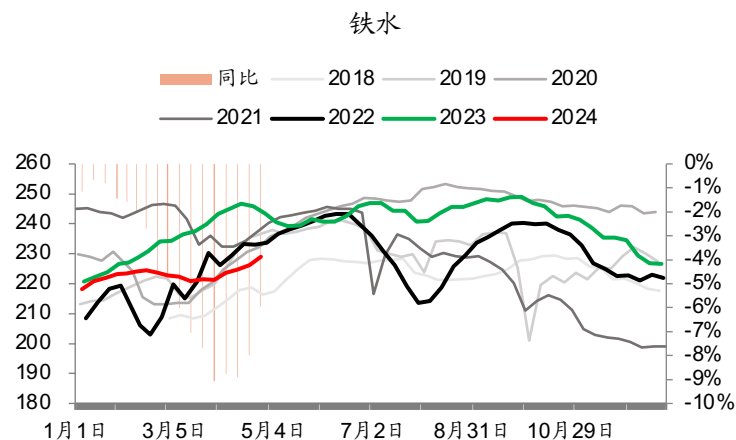


	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	MAX	MAX-2023
澳大利亚	829	757	793	776	724	714	829	114
巴西	298	395	112	123	142	141	395	255
加纳	504	574	236	348	313	311	574	263
加蓬	530	570	752	986	1,061	1,045	1,061	16
南非	1,611	1,611	1,806	2,000	2,028	2,000	2,028	28
非主流	1,540	1,607	1,543	1,273	1,107	1,247	1,607	360
主流	3,771	3,908	3,699	4,234	4,267	4,212	4,267	56
全球	5,311	5,515	5,242	5,507	5,375	5,458	5,515	56

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	MAX	MAX-2023
总量	2,760	3,419	3,106	3,003	2,993	3,135	3,419	284
澳大利亚	520	519	531	542	421	524	542	18
巴西	184	296	286	152	89	124	296	172
加纳	347	508	185	247	270	315	508	192
加蓬	252	362	446	425	513	486	513	28
南非	1,126	1,342	1,348	1,397	1,469	1,463	1,469	7
非主流	330	393	311	240	231	223	393	170
除澳大利亚	2,240	2,900	2,576	2,461	2,572	2,611	2,900	290

# 六、国内下游：巧遇黑色复产，上下游双驱动

- 中游硅锰冶炼利润必然压缩，具备上下游双驱动；单边主要看矿价，按照50-55元/吨度推演阻力在7000-7500之间



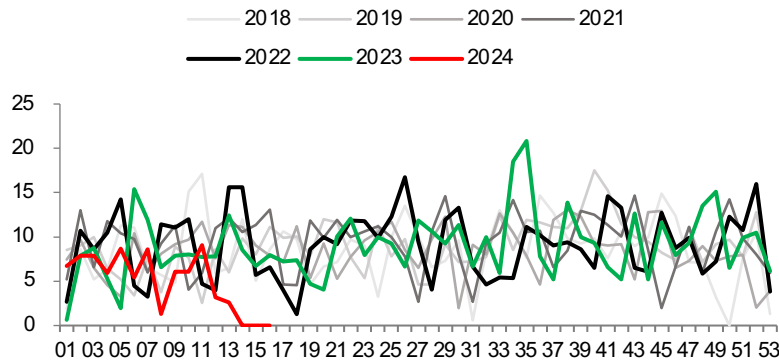
产品	牌号	主流报价	涨跌	主流成交价	涨跌	港口
澳块	Mn42-43%	55	↑11.5	50-51	↑9	天津港
澳块	Mn42-43%	--	--	--	--	钦州港
澳籽	Mn42-43%	--	--	--	--	天津港
澳籽	Mn41-42%	--	--	--	--	天津港
澳籽	Mn42-43%	45-46	--	45	↑17	钦州港
澳籽	Mn41-42%	--	--	--	--	钦州港
南非中铁	Mn42%Fe15% P0.03%	--	--	--	--	天津港
南非中铁	Mn42%Fe15% P0.03%	--	--	--	--	钦州港
南非半碳酸	Mn36-37% Fe5%	45-47	↑14.5	43-44	↑13	天津港
南非半碳酸	Mn36-37% Fe5%	41-42	↑1	40-41	↑1	钦州港
南非高铁	Mn32-34% Fe20%	30-30.5	--	29.5-30	--	天津港
南非高铁	Mn28-30% Fe>20%	29-29.5	--	28.5-29	--	天津港
南非高铁	Mn32-34% Fe20%	29.5	--	29	--	钦州港
南非高铁	Mn28-30% Fe>20%	--	--	--	--	钦州港
加蓬块	Mn45% Fe5% P0.11-0.14%	50-52	↑10	48-49	↑18	天津港

	2024/4/25	2024/4/24	日涨幅	2024/4/18	周涨幅	2024/3/26	月涨幅
硅锰现货报价：内蒙古	6,520	6,250	4%	5,900	11%	5,850	11%
硅锰现货报价：广西	6,600	6,400	3%	6,020	10%	6,020	10%
南非锰块：Mn37Fe5：天津港	44	41	9%	37	20%	33	32%
南非锰块：Mn38Fe5：钦州港	41	39	5%	36	14%	33	23%
宁夏硅锰成本	6,638	6,372	4%	6032	10%	5709	16%
广西硅锰成本	7,040	6,919	2%	6736	5%	6599	7%
矿价50							
				高低品价差			
宁夏硅锰成本	7035			400	7435		
广西硅锰成本	7587			400	7987		
矿价55							
宁夏硅锰成本	7474			400	7874		
广西硅锰成本	7891			400	8291		

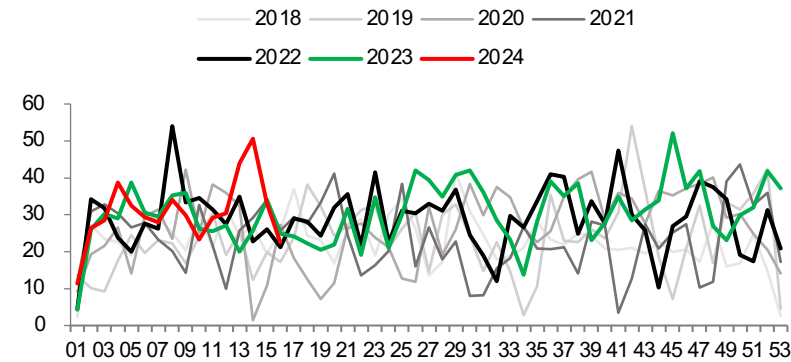
# 七、如何解决：07之前硬缺口，关注正套机会

- 发运：澳大利亚最后一船3/22、南非短暂冲量弥补了总量缺口，其余国家发运还没有明显增量；非洲国家船期一个半月最快也要在6月下旬国内格局才有缓解，换言之07合约之前是硬缺口
- 盘面仍处于高升水阶段，涨势的结束需要看到高价刺激澳矿以外增发、趋势的反转则需澳矿自身恢复，目前两者尚未出现，相比风险加剧的单边我们看好修正商品结构的正套机会

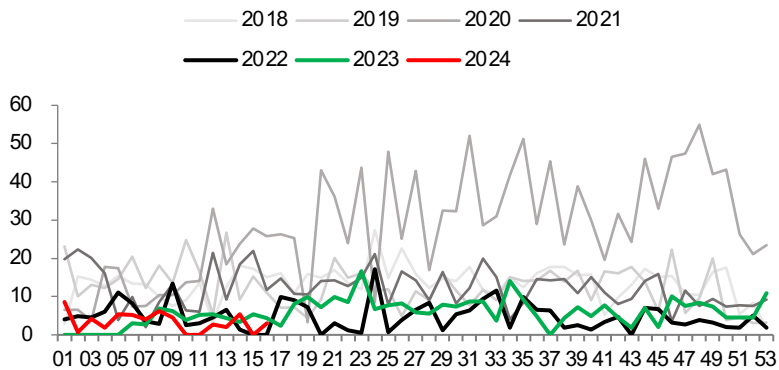
澳大利亚锰矿发运7天移动平均周度合计



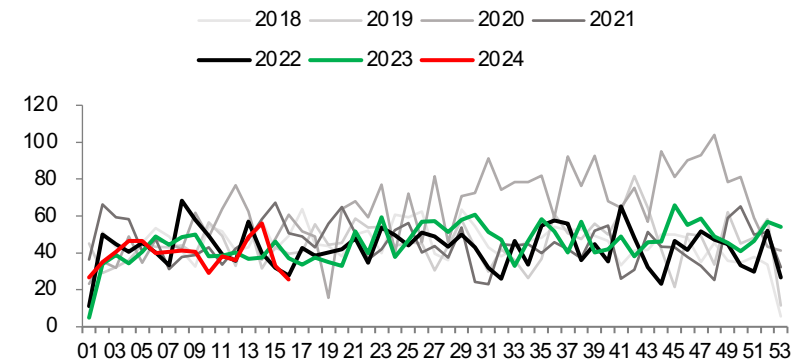
南非锰矿发运7天移动平均周度合计



除澳非锰矿发运7天移动平均周度合计



全球锰矿发运7天移动平均周度合计



**【免责声明】**本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本研究报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

# 謝謝觀賞

致谢