投资咨询业务资格：
证监许可[2011]1771号

东海期货 DONGHAI FUTURES

东海专题

黑色金属

2025年09月19日

西芒杜投产临近，矿石供需格局如何演变？

——黑色金属专题报告

分析师：

刘慧峰
从业资格证号：F3033924
投资咨询证号：Z0013026
电话：021-68751490

联系人

武冰心
从业资格证号：F03118003
电话：021-68751490
邮箱：wubx@qh168.com.cn

相关研究

报告要点：

- 西芒杜铁矿的投产进程不太会受到在本地建设冶炼厂问题得影响，预计2025年整个西芒杜项目发运量在250-300万吨之间，2026年之后，供应有望进一步回升。
- 除供应绝对量增加之外，西芒杜铁矿投产还会从经营行为的角度影响铁矿石供应，主流矿及其他非主流矿山均会采取扩产抢占市场份额的经营策略，主流四大矿山2025年铁矿石供应增量在1402万吨，2026年之后有望超过3500万吨，非主流矿供应也会进一步扩张。
- 国内铁矿石需求短期偏强，四季度不论是从政策还是利润角度，均有一定限产压力，且限产侧重点或在铁水端。将时间周期拉长到未来1-2年，钢材消费，特别是地产用钢消费难有明显好转，供应端亦会受到反内卷以及绿色低碳转型的压力，矿石需求大概率继续下行。
- 海外未来2-3年新增钢铁产能主要以电炉为主，新增产能过程中也伴随着绿色转型和技术升级得趋势，铁矿石需求亦难有明显好转。
- 铁矿石供需格局将随着年底西芒杜铁矿的投产逐步转变，现货价格中期看超过110美元概率不高，故铁矿石中期建议以空配为主。另外，亦可结合国内反内卷政策推进情况，关注黑色板块品种间强弱的转换，如成材铁矿的比值以及焦煤和铁矿的比值等。
- **风险因素：西芒杜投产低于预期，通胀恢复进程超出预期**

正文目录

1. 西芒杜铁矿投产进程 4
2. 西芒杜铁矿投产对矿山经营行为的影响 5
3. 海外矿山供应展望 6
3.1 主流矿供应展望 6
3.2 非主流矿供应展望 7
4. 铁矿石需求难有明显增长 8
4.1 国内铁矿石需求分析 8
4.2 海外铁矿石需求分析 9
5. 不同周期下铁矿石投资机会分析 9
6. 总结 10

图表目录

图表 1 四大矿山资本开支及产量增量 5
图表 2 四大矿山产量 5
图表 3CSN 资本开支情况 7
图表 4 CSN 铁矿石销售情况 7
图表 5 铁钢比和废钢应用比例推算 8
图表 6 长流程螺纹钢利润季节性走势 8
图表 7 地产新开工面积单月数据 9
图表 8 铁水日产量季节性走势 9
图表 9 2025-2027 年全球新增钢铁产能 9
图表 10 2025-2027 年新增钢铁产能分技术 9
图表 11 高炉日均铁水产量和钢厂盈利占比 10
图表 12 PPI 与铁矿石进口均价走势 10
图表 13 钢材矿石利润差与铁矿价格走势 10
图表 14 焦煤/铁矿历史走势 10

表 1 西芒杜铁矿投产进程 4
表 2 西芒杜铁矿成本分项估算 5
表 3 2025-2026 年主流矿供应预估 6

9 月上旬一则几内亚政府要求力拓、宝武等西芒杜铁矿石开发方在当地建立加工冶炼厂的消息引发了市场对于后期铁元素供应减少的预期，铁矿石期现货价格均出现不同程度上涨。随后，力拓表示当下得首要任务依然是保证 2025 年底之前实现首批发运。那么，西芒杜铁矿项目进程如何？对四大矿的经营行为有哪些影响？四季度及 2026 年铁矿石供需格局会有哪些变化？本文将对此进行详细分析，供参考！

1. 西芒杜铁矿投产进程

根据力拓二季报公开披露的信息，计划于 2025 年 11 月从西芒杜发运首批铁矿石，量在 50-100 万吨之间，并且在 SimFer 港口最终建成之前，通过 WCS（赢联盟）港口进行出口。项目方面，SimFer 矿山进展良好，大规模的土方工程积推进之中，永久加工设施的建设也已经开始。预计于 2026 年下半年通过永久破碎设施获得首批铁矿石，该进展符合计划。在此之前，矿石通过临时破碎设施进行破碎和堆存。

基础设施方面，SimFer 铁路支线进展顺利，6 月已经完成隧道挖掘，铁轨铺设工作仍按之前计划进行。土建工程和最终的桥墩架设工作也已经完成。港口的建设是超前于计划的，中国的船厂已经开始建造用于转运的船只。同时， 由中国 WCS 负责的基础设施建设进展也比较顺利。主干铁路的铁轨铺设工作已经完成，能够在 2025 年 11 月左右，将西芒杜两个矿区的铁矿石通过铁路系统运至 WCS 港口。

另外，根据公开资料，WCS 所属的北部区块建设进度一直快于力拓，预计其年底前发运量也将多于 SimFer 公司，在 150-200 万吨之间。整个西芒杜项目 2025 年的发运量在 250-300 万吨之间。至于建设冶炼厂进行本土化加工的问题，可能是后续谈判内容，不太可能影响到 2025 年西芒杜铁矿的发运。

表1 西芒杜铁矿投产进程

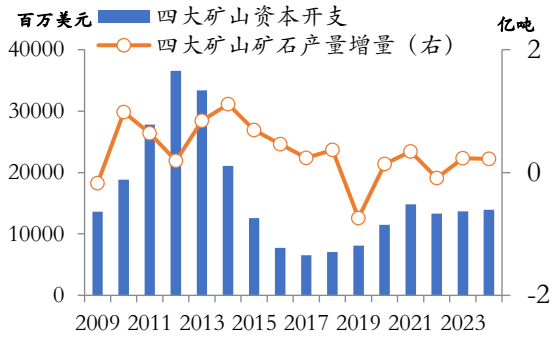
时间	领域	进展
2025 年 2 月	项目整体	赢联盟与宝武资源在南非矿业大会上宣布，项目资金已落实 65%，隧道工程全部完工，桥梁基础完成 100%。
2025 年 3 月	核心枢纽工程	全长 5990 米的矿石下山运输胶带系统启动最后的胶结穿带工序，这是从采场到选厂的“矿石动脉”。
2025 年 6 月	港口与矿区建设	福雷卡里亚（Forcariah）港口的建设如期进行；矿区内首批永久性钢结构建筑已安装完毕
2025 年 7 月	铁路建设	项目迎来了钢轨成功落位的里程碑事件，标志着铁路建设进入新阶段
2025 年 9 月	税收优惠	几内亚军政府批准为项目关键基建提供长达 17 年的企业税收优惠，税率仅为 15%（法定税率为 35%）
	铁路建设	SimFer 铁路正线铺轨顺利完成，铁路已成功延伸至矿山站，为实现 10 月份通车目标奠定坚实基础
2025 年 11 月	投产进度	力争实现首批铁矿石交付；预计 2026 年产能将达到设计的一半左右（约 3000 万吨），并在后续 30 个月内逐步提升至 6000 万吨/年

资料来源：根据公开资料整理

2. 西芒杜铁矿投产对矿山经营行为的影响

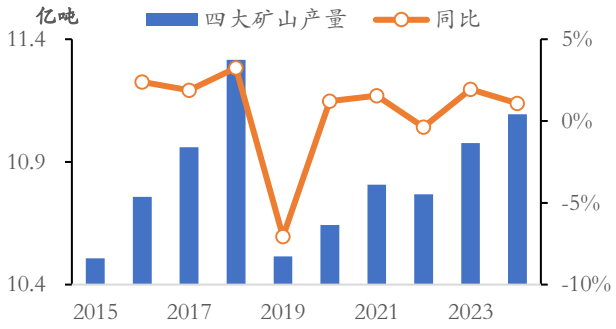
自 2019 年巴西淡水河谷溃坝事件之后，四大矿山可以说极其默契的控制生产节奏。从下面图表中可以看到，不论是矿山的资本开支还是产量增速都相对平稳，2021 年-2024 年四大矿山资本开支得年均增速为 5.03%，远低于 2010 年-2012 年的 39.1%；而同期产量的年均增速则仅为 1.07%。受此影响，铁矿石价格几乎一直维持在 90 美元/吨以上，2021 年至 2025 年 9 月上旬得均价为 123.6 美元/吨。

图表 1 四大矿山资本开支及产量增量



资料来源： Mysteel

图表 2 四大矿山产量



资料来源：Mysteel

目前全球铁矿石的成本曲线大致分为四个等级，澳洲三大矿山成本区间在 20-40 美元/吨之间，处于成本曲线最底端；巴西淡水河谷因为运输距离比较长，成本区间在 40-60 美元/吨之间；其他海外非主流矿如澳洲中小矿山、加拿大、南非等成本在 60-90 美元/吨之间；国产矿的成本大部分在 90 美元/吨之上，部分高成本矿在 100 美元/吨以上。另外，根据 Mysteel 测算，当铁矿石价格跌至 90 美元/吨时，将影响约 9800 万吨产能；价格跌至 80 美元/吨时将影响约 1.72 亿吨产能。

而对于西芒杜铁矿的成本我们也进行了简单得估算：矿山属于露天矿，开采成本可能也就在 10-20 美元/吨，但考虑前期各方约 200 亿美元的基础设施投入，其 FOB 成本可能要达到 60-70 美元/吨。因几内亚到中国的海运时长和巴西接近，运费参照巴西运费金额，约 20 美元/吨。故其最终到港成本约在 80-90 美元/吨之间。

表2 西芒杜铁矿成本分项估算

成本项目	开采成本	离岸成本（FOB）	运费	到岸成本
涵盖项目	直接运营成本（采矿、选矿、人工）	开采成本+特许权使用费、内陆运费、税费、管理费等	几内亚到中国港口运输费用	FOB 成本+运费
成本估算（美元/吨）	10-20	60-70	20	80-90

资料来源：根据公开资料整理

从上面分析中可以看出，西芒杜铁矿成本与海外非主流矿基本接近，但低于国内矿的成本。因此，作为边际供应，西芒杜铁矿投产可能导致铁矿边际成本曲线向右下方移动，即增加了中低成本铁矿的供应。

在上一轮（2012-2013 年）铁矿石的扩产周期之中，四大矿山曾采取过通过低成本优势，持续扩产，抢占市场份额，进而挤出高成本矿的策略。目前四大矿山依然具备成本优势，因

此，随着 2025 年底西芒杜铁矿的如期投产，四大矿山大概率会再度调整经营策略，不在像前几年一样刻意的控制产能投放。自 2025 年下半年开始之后的 2-3 年不论是四大矿山还是其他非主流矿山均有新的项目投产，同时部分矿山还是上调了中期的产量指引，这些都是矿山经营策略后期会做出调整的信号。

3. 海外矿山供应展望

3.1 主流矿供应展望

未来 1-2 年，主流矿山均有不同程度的增产计划。除前文所述西芒杜铁矿之外，市场对于力拓的关注点在于 Western Range 项目的投产情况。该项目年产能 2500 万吨，由力拓和宝武合资，已经于 2025 年 3 月份正式投产。另外，年产 3400 万吨的 Brockman 项目和年产 3100 万吨的 Hope Downs 2 项目均在 2025 年 3 月获得政府批准，并计划于 2027 年投产。BHP 将西澳矿区 2026 财年产量目标上调至 2.84-2.96 亿吨（2025 财年为 2.82-2.94 亿吨）；将 Samarco 矿区产量目标上调至 700-750 万吨（2025 财年为 500-550 万吨），主要是因为第二座选矿厂投产所贡献。South Flank 在达产的第一年即超过了 8000 万吨的额定产能。FMG 也将 2026 财年铁矿石发运目标上调至 1.95-2.05 亿吨（2025 财年为 1.9-2 亿吨），其中 Iron Bridge 项目将贡献 1000-1200 万吨的增量（2025 财年贡献 620 万吨增量）。加蓬 Belinga 铁矿的勘探活动也在继续。

VALE2025 年的产量目标在 3.25-3.35 亿吨之间，相比 2024 年实际产量 3.27 亿吨有小幅提升。9 月初，VALE 宣布正式启用 Capanema 矿区，预计于 2026 年上半年达到满负荷生产，产能在 1500 万吨左右；Vargem Grande 项目也在稳步推进之中，预计在 2026 年二季度达到满产 1500 万吨。年产 2000 万吨的 SerraSul 项目也将在 2026 年下半年投产，旨在保证北部地区产量。以上几个项目将保证 2026 年 VALE 铁矿石产量达到 3.4-3.6 亿吨。

表3 2025-2026 年主流矿供应预估

企业/区域	项目	满产产能	投产时间	备注	2025 年增量	2026 年增量
Rio Tinto	Western Range	2500	2025 年 03 月	已投产，平均品位 62%	300	1500
	Brockman	3400	2027 年	2025 年 3 月获得政府批准		
	Hope Downs 2	3100	2027 年	2025 年 3 月获得政府批准		
BHP	Samarco	1600	2025	第二座选矿厂投产	162	110
FMG	Iron Bridge	2200	2023		440	550
VALE	Vargem Grande	1500	2024 年 09 月	2026 年 2 季度达产	300	900
	Capanema	1500	2025 年 09 月	2026 年上半年达产	200	800
	SerraSul	2000	2026 年下半年			200
合计					1402	3560

资料来源：矿山财报

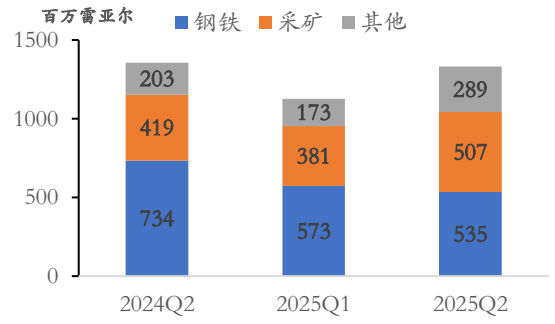
结合已公布矿山投产项目及投产进程分析，2025 年主流矿增量在 1402 万吨，上半年四大矿山产量同比增加 615.8 万吨，故下半年预计还有 790 万吨左右的增量。而 2026 年之后，主流矿增量或超过 3500 万吨。

3.2 非主流矿供应展望

除西芒杜铁矿外，未来 2-3 年其他得非主流矿也在陆续投产。2025 财年澳洲 Onslow 铁矿得发运量在 799.4 万吨，略低于 850-870 万吨的发运指引，主要是因为天气以及运输因素的影响。但根据 Mineral Resource 最新财报披露，运输线路的升级将于 2026 年 1 季度完成；且将该矿山总资源的预估量从之前得 3.59 亿吨上调到了 7.44 亿吨，上调幅度达到 89%。因此 2026 财年预计其产量有望进一步提升。

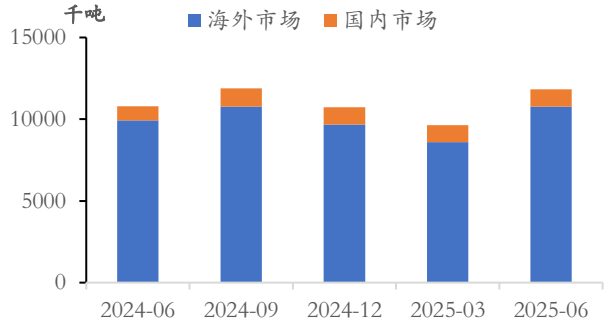
巴西 CSN 未来 1-2 年铁矿石产能的增长主要是 Casa de Pedra 矿山得扩产，以及 P15 新矿区项目的产能提升。Casa de Pedra 项目目前年产能约 3800 万吨，计划在未来几年将产能提升至 4500-6500 万吨之间，最终目标是 2028 年产能达到 6500 万吨。P15 矿区建设方面，今年一季度土方施工已经启动，预计在 2025 年下半年完成基础设施建设，并于 Tecer 港口协同构建新的发运通道。2025 年 CSN 产量指引继续维持在 4200-4350 万吨，相比 2024 年产量 4200 万吨略有回升。

图表 3CSN 资本开支情况



资料来源： 公司财报

图表 4 CSN 铁矿石销售情况



资料来源：公司财报

英美资源的产量目标依然维持在 5700-6100 万吨之间。未来 1-2 年其投产新项目不多，主要是通过改造 Minas-Rio 和 KUMBA 两大矿区的基础设施以及提升生产效率。根据其财报披露数据，2025 年 2 季度 Minas-Rio 矿区铁矿石产量为 667.9 万吨，主要得益于选矿厂效率的提升和运营稳定性的改善。2025 年 KUMBA 矿区产量为 925.7 万吨，同比增长了 1%；其中旗下 Kolomela 铁矿产量增长 11%，有效抵消了 Sishen 矿区维护，产量下降 3%的影响。这体现了 KUMBA 矿区内部挖潜和效率提升所带来的产量增长。

印度 NMDC2024-25 财年产量为 4407 万吨，同比下降约 2%；2025-26 财年一季度（2025 年 2 季度），铁矿石产量达到 1199 万吨，同比增长 30%。根据相关公告，2025-26 财年产量目标为 5500 万吨，同比增长约 24.8%。另外，NMDC 还在推进一系列的中期扩产计划，包括修建一座年产 400 万吨的选矿厂，年运输能力 1500 万吨的矿浆管道以及计划将 KK 铁路运力从每年 2800 万吨提高到 4000 万吨等，并向政府申请了保留对个关键铁矿的采矿权。NMDC 董事长表示未来五年得总投资额将达到 550 至 590 亿美元，以实现到 2030 年将铁矿石产量增加到 1 亿吨的目标，因此未来几年 NMDC 的产量将呈现阶梯式跃升的格局。

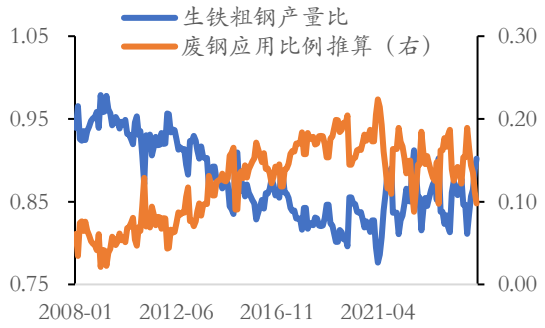
4. 铁矿石需求难有明显增长

4.1 国内铁矿石需求分析

国内铁矿石需求我们从短期和中长期两个角度分析。短期来看，9 月进入钢材市场需求旺季之后，现实需求表现明显不及预期，整个黑色产业链利润一直在压缩。目前不管是现货还是盘面利润均接近盈亏平衡。而近期最新公布的《钢铁行业稳增长工作方案 2025-2026》明确提及继续落实年度产量调控任务。今年 1-8 月份，国内粗钢产量同比下降了 1935.24 万吨或 2.8%，与年初市场传闻的目标相比尚有距离。因此四季度钢铁行业再度出台阶段性限产政策概率较高，且在低利润之下，政策执行阻力相对较小。

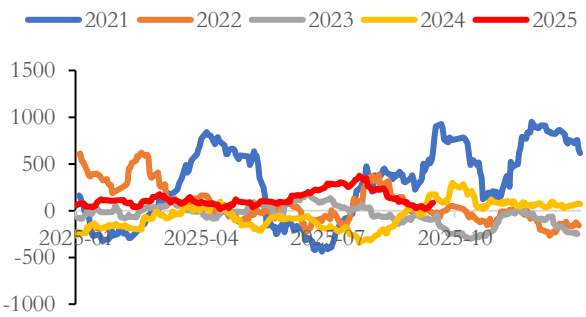
另外，前 8 个月粗钢产量的下降主要由废钢所贡献，生铁产量下降有限。自今年 4 月份开始月度铁钢比数据持续回升，到 8 月份回升至 90%，为 2022 年 11 月以来高位。那么接下来四季度的限产的侧重点大概率也在铁水端。从历史数据看，240 万吨的铁水日产也在历史同期高位，继续向上的可能性不大。

图表 5 铁钢比和废钢应用比例推算



资料来源： 统计局

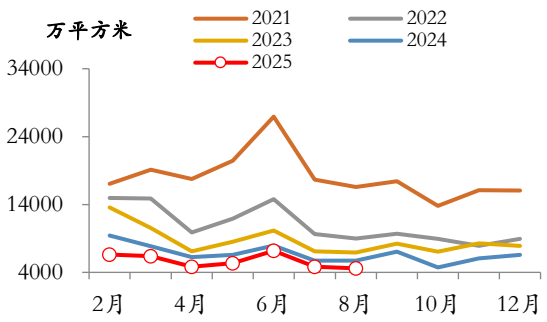
图表 6 长流程螺纹钢利润季节性走势



资料来源：Mysteel

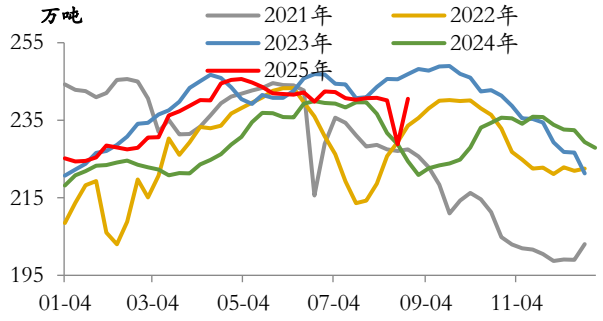
中期来看，今年前 8 个月，全国粗钢表观消费为 5.85 亿吨，同比下降 5.06%；钢材需求中期下行趋势已经形成，特别是地产用钢的消费负增长还会持续几个季度。在这一背景下，钢厂通过减产维持动态的供需平衡是十分必要得。同时，《钢铁行业稳增长工作方案 2025-2026》也用很大篇幅强调了绿色低碳和数字化转型，包括在 2025 年底前 80%的钢铁产业完成超低排放改造，加强钢铁行业碳足迹核酸标准体系，推动建设一批数字化能碳管理中心。可以预见的是，本轮钢铁行业的反内卷很大程度上会通过绿色低碳转型以及碳排放权交易等方式来调控产量。对铁矿石需求将形成中期利空。我们按全年粗钢产量下降 3.5%，9-12 月铁钢比回到 0.85 计算，今年剩余几个月生铁产量同比将下降 6.57%，全年下降 2.26%。2026 年之后有望进一步下降。

图表 7 地产新开工面积单月数据



资料来源： 统计局

图表 8 铁水日产量季节性走势

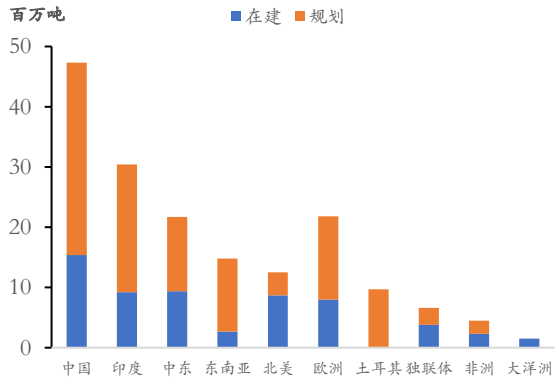


资料来源：Mysteel

4.2 海外铁矿石需求分析

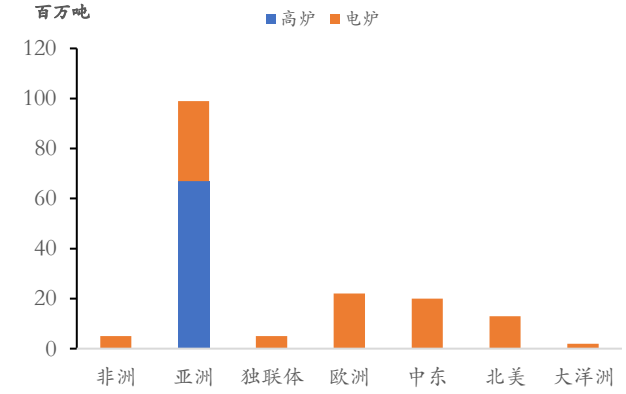
2025 年前 7 个月，除中国之外的其他地区生铁产量为 3.08 亿吨，同比下降 0.6%，需求整体亦呈现下行趋势。对于未来几年的新增产能，根据 OECD 最新得钢铁产能报告，截止 2025 年二季度，未来三年全球新增钢铁产能将达到 1.65 亿吨，剔除中国之外的新增产能约为 1.18 亿吨，其中在建产能 4810 万吨，规划中的产能约 6980 万吨，规划项目能否落地是存在一定不确定性的。而从产能结构上面看，亚洲将有 6700 万吨左心得新增高炉产能，其余新增产能均为电炉钢工艺，铁矿石需求增量预计不大。同时，未来钢铁行业新增产能过程中也伴随着绿色转型和技术升级得趋势，环保投入以及电炉钢产能得比重或进一步增加，对矿石需求也会形成抑制。

图表 9 2025-2027 年全球新增钢铁产能



资料来源： OECD

图表 10 2025-2027 年新增钢铁产能分技术



资料来源：OECD

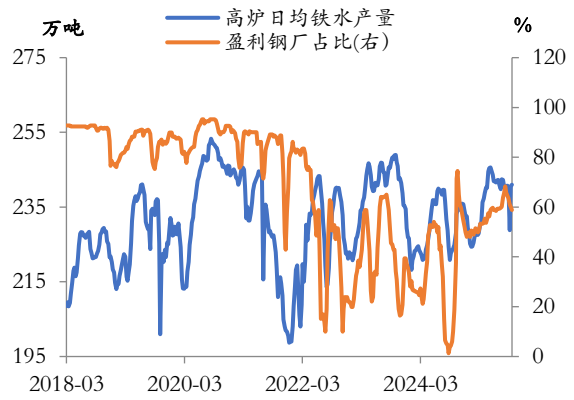
5. 不同周期下铁矿石投资机会分析

根据前文所述，当前钢材市场处于低利润、低需求格局，四季度整个行业又面临一定的控产压力。同时，从近期黑色板块整体走势以及钢材矿石利润差对比来看，铁矿石处于估值偏高区域。预计 10.1 长假之前因铁水产量高企以及钢厂节前补库需求，矿石价格仍有一定支撑。但从四季度来看，黑色产业链存在负反馈风险，10 月下旬之后矿石或有补跌可能。

中期来看，美联储降息周期开启，国内反内卷政策持续推进，在流动性宽松和供给收缩的双重推动下，PPI 和 CPI 均会逐步触底并回升。但考虑到，未来今年铁矿石是一个扩产周

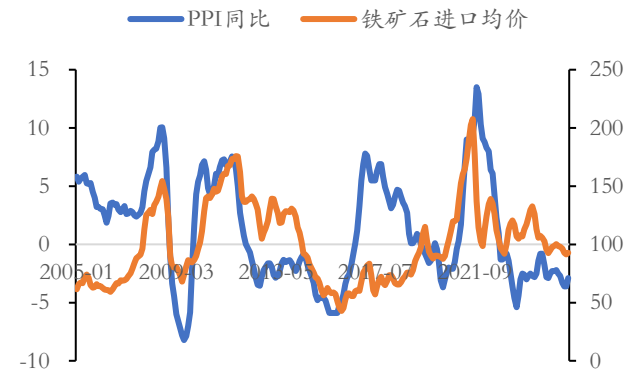
期，因此其走势可能会弱于其他的工业品品种，不排除会再次出现 2016-2018 年期间，PPI 持续反弹而铁矿石价格走势对平稳甚至阶段性走弱的情况。

图表 11 高炉日均铁水产量和钢厂盈利占比



资料来源： Mysteel

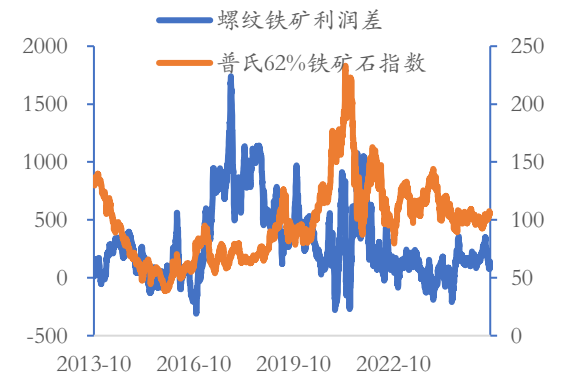
图表 12 PPI 与铁矿石进口均价走势



资料来源：IFIND

另外，从品种间强弱关系来看，前两年在煤矿扩产周期，铁水产量也持续高位的情况下，铁矿石价格整体表现偏强，钢材铁矿比值以及双焦和铁矿的比值均压到了历史低位。那么在铁矿供增需减格局形成，国内反内卷政策持续推进情况下，品种间比价的强弱关系也可能发生逆转。

图表 13 钢材矿石利润差与铁矿价格走势



资料来源： Mysteel

图表 14 焦煤/铁矿历史走势

资料来源：IFIND

6. 总结

（1）西芒杜铁矿的投产进程不太会受到在本地建设冶炼厂问题得影响，预计 2025 年整个西芒杜项目发运量在 250-300 万吨之间，2026 年之后，供应有望进一步回升。

（2）除供应绝对量增加之外，西芒杜铁矿投产还会从经营行为的角度影响铁矿石供应，主流矿及其他非主流矿山均会采取扩产抢占市场份额的经营策略，主流四大矿山 2025 年铁矿石供应增量在 1402 万吨，2026 年之后有望超过 3500 万吨，非主流矿供应也会进一步扩张。

（3）国内铁矿石需求短期偏强，四季度不论是从政策还是利润角度，均有一定限产压力，且限产侧重点或在铁水端。将时间周期拉长到未来 1-2 年，钢材消费，特别是地产用钢消费难有明显好转，供应端亦会受到反内卷以及绿色低碳转型的压力，矿石需求大概率继续下行。

（4）海外未来 2-3 年新增钢铁产能主要以电炉为主，新增产能过程中也伴随着绿色转型和技术升级得趋势，铁矿石需求亦难有明显好转。

综合来看，铁矿石供需格局将随着年底西芒杜铁矿的投产逐步转变，现货价格中期看超过 110 美元概率不高，故铁矿石中期建议以空配为主。另外，亦可结合国内反内卷政策推进情况，关注黑色板块品种间强弱的转换，如成材铁矿的比值以及焦煤和铁矿的比值等。

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，并不构成对客户的投资建议，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：021-68756925
网址：www.qh168.com.cn
E-MAIL:Jialj@qh168.com.cn