

钢材供给持续扩张 期价呈现调整压力

黑色产业链

内容提要:

- ◆ 美联储加息预期落空令系统性风险降低,国内一季度信贷规模扩张,央行政策趋于宽松,各项经济数据均有好转迹象,我们预计经济回暖可以延续到二季度末。
- ◆ 随着三月、四月黑色系列商品价格全面拉升,吨钢生产利润持续飙升。钢厂开工率温和回升,对钢材供给的提振已经在三月产量数据中显现,钢材的供给将逐步增加。
- ◆ 房地产投资回升对近期固定资产投资增速贡献了主要增长动力,这对于黑色产业链需求端的提振较为显著。房地产的回暖情况在四月延续,一线、二线城市量价齐升,新项目开工热情高温短期难退,持续提振钢材需求。
- ◆ 3月钢材出口数据激增,远好于预期,成为助推钢价的重要因素,但3月钢材出口多数是1、2月份钢价仍在低位时接的订单,国内钢价上涨将在一定程度上消减了钢贸商的出口热情,不影响中长期我们对于钢材出口的预判。
- ◆ 尽管钢价走势偏强,后续开工率依然缺乏大幅提升的空间,钢厂前期已经提前备货铁矿石,钢厂的铁矿石库存可用天数达到27天,压力小幅攀升。因此钢厂对于铁矿石需求将维持于现阶段水平。铁矿石后期以消耗库存为主,需求端的扩张潜力不大。
- ◆ 我们预计五月黑色系列商品价格将在高位展开震荡,盘面面临技术调整,若钢厂复产情况较好,螺纹期价将有向下调整,否则有创新高的可能,中长线仍有上行基础。螺纹钢1610合约下方第一支撑位2300元/吨,第二支撑位2050元/吨,上方第一压力位2800元/吨,第二压力位3000元/吨。

石磊

黑色产业链分析师

从业资格证: F0270570

投资咨询证: Z0009331

TEL: 0516-83831165

E-MAIL:

shilei@neweraqh.com.cn

苏州大学数学与应用数学专业理学学士,新加坡国立大学计量金融专业理学硕士。新纪元期货研究所主管,主攻黑色产业链研究。

近期报告回顾

2016年度报告:

供需双降过剩延续 严寒之中期盼春风 20151218

月度报告:

利润上升令供给端承压
20160201

周度报告:

前言

2016年前4个月，商品市场普遍暴涨，其中黑色系列涨幅傲视群雄。分品种来看，焦炭1609合约累计涨幅高达74.74%，领涨黑色系列商品，铁矿石1609合约累计上涨48.79%，螺纹钢主力1610合约累计涨幅高达43.33%，焦煤则以41.41%的涨幅在黑色系中垫底。而从月度表现来看，4月是商品的主升阶段，焦炭1609合约单月涨幅逼近40%，铁矿石和螺纹钢涨幅超20%，焦煤则稍稍逊色仅17.82%，黑色系列商品价格4月的单月涨幅与1-3月累计涨幅相当，十分惊人。

在3月报中我们曾经指出，黑色系列本轮上行是各方面利好叠加的效果。黑色系在两年的单边下挫后急需对超卖行为技术修复，宏观面出现止跌企稳迹象，尤其房地产投资增速的回升为固定资产投资增速贡献了较大驱动力，黑色基本面则受到需求改善但钢厂开工率不及预期带来的短期供需偏紧的利好。从量能的角度来说，螺纹钢和铁矿石的成交量在四月份刷新历史，螺纹钢1610合约4月成交27021万手，铁矿石1609合约成交9390万手，投机热情的高涨进一步助涨了黑色系列拉高的火焰。

表1 4月1日-29日螺纹钢和铁矿石期货的表现

合约	开盘价	收盘价	涨幅	振幅	累计成交量	1-4月累计涨幅
螺纹钢 1610	2140	2580	20.79%	30.48%	27021万	43.33%
铁矿石 1609	381	462	21.58%	36.23%	9390万	48.79%
焦炭 1609	794.5	1107	39.77%	44.19%	2843万	74.74%
焦煤 1609	656	773.5	17.82%	30.05%	1693万	41.41%

资料来源：WIND 新纪元期货研究所

二月谈需求好转预期，三月炒供给阶段“短缺”，四月份黑色基本面则是供需两端的叠加，我们认为五月黑色系列面临的宏观和微观氛围均良好。美联储加息预期落空令系统性风险降低，国内一季度信贷规模扩张，央行政策趋于宽松；房地产市场热度不减，房屋新开工面积温和增加，钢材需求的改善具有持续性，钢厂的开工率提升速度较为缓慢，螺纹钢低库存成为新常态，供需格局应该趋于良好并且不会发生重大改变，因此中长线仍存有上行基础。但仍有三个方面需要关注，首先黑色系列本轮上涨至今仍未出现良好的调整，涨幅超预期，技术面从涨幅和时间窗口来看都存在调整需求；其次吨钢生产利润理论值已经接近900元/吨，与上月末400元/

吨的平均峰值水平相比，钢厂套保机会和做空钢厂利润的机会已现，吨钢利润修复到钢厂开工率的传导具有时滞性，五月钢厂开工情况预期将进一步回升；再之三大商品交易所在4月的最后一周频频出拳抑制过度投机，资金热情暂时维持高位，但交易成本大幅提升对量能的影响将逐步显现。综上所述，我们预计五月黑色系列商品价格将在高位展开震荡，盘面面临技术调整，若钢厂复产情况较好，螺纹期价将有向下调整，否则有创新高的可能，中长线仍有上行基础。

第一部分 国内外宏观氛围良好

国内外宏观环境的相对好转是2016年一季度以来商品集体走高的基础，我们认为受到供给侧改革所带来的市场出清压力将持续到2017年，全年宏观环境难言乐观，但在稳增长的目标下，经济的微弱回暖可以延续到二季度末。

官方制造业PMI重回枯荣分水岭之上。2016年3月份中国制造业采购经理人指数PMI为50.2%，比上月上升1.2个百分点，重回扩张区间。从分类指数看，生产指数、新订单指数、供应商配送时间指数高于临界点，从业人员指数和原材料库存指数低于临界点。特别是生产指数为52.3%，比上月上升2.1个百分点，表明制造业生产增速加快。新订单指数为51.4%，比上月上升2.8个百分点，重返扩张区间，表明制造业市场需求回升。这释放出积极的信号，前期稳增长政策效应开始在显现，同时也表明工业的生产开始趋于活跃，有利于宏观经济逐步企稳，在房地产回暖、宽松信贷和财政政策的支持下我们预计4月官方制造业PMI数据有望再度小幅走高。

CPI走平弱于预期，PPI稳步小幅回升。国家统计局数据显示2016年3月，全国居民消费价格总水平同比上涨2.3%，与2月持平。其中，城市上涨2.3%，农村上涨2.2%；食品价格上涨7.6%，非食品价格上涨1.0%；消费品价格上涨2.5%，服务价格上涨1.9%。2016年3月，全国工业生产者出厂价格环比上涨0.5%，同比下降4.3%。工业生产者购进价格环比上涨0.5%，同比下降5.2%。PPI自1月止跌回升。本月同比跌幅继续收窄0.6个百分点，而环比更由负转正，出现2014年1月份以来的首次上涨。

工业产出延续好转，企业利润小幅修复。国家统计局2016年3月份，规模以上工业增加值增长6.8%，其中，采矿业、制造业和电力热力燃气及水生产和供应业分别增长3.1%、7.2%和4.8%，一季度工业经济趋稳，规模以上工业增加值同比增长5.8%，比1到2月份回升0.4个百分点；规模以上工业企业利润总额同比增长7.4%，改变了去年全年利润下降2.3%的局面。受大宗商品价格回升的提振，1-3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额13421.5亿元，同比增长7.4%，增速比1-2月份提高2.6个百分点。其中3月份，规模以上工业企业实现利

润总额 5612.4 亿元，同比增长 11.1%，工业企业整体的盈利能力持续改善，稳增长初见成效。从需求端来看，2016 年 1-3 月份，全国固定资产投资（不含农户）85843 亿元，同比名义增长 10.7%（扣除价格因素，实际增长 13.8%），增速比 1-2 月份加快 0.5 个百分点。从环比速度看，3 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.86%。需求到生产的传导具有一定的时滞性，固定资产投资增速上升与 2015 年国家出台的去产能、去库存、去杠杆 降成本、补短板等一系列供给侧改革的政策息息相关。在一定的经济周期内政策是具有连续性的，也就是说固定投资增速回暖的现象也具有周期性，在未来一段时期内是一个良好的经济发展信号。

货币供应量增加，信贷数据高于预期。央行 4 月 15 日发布的数据显示，3 月末广义货币 M2 增速为 13.4%，高于年初设定的增速目标；同期狭义货币 M1 增速为 22.1%，增速创历史新高。市场流动性回升，经济企稳获得一定基础。央行统计数据显示，3 月新增人民币贷款规模达 1.37 万亿，略高于市场预期。其中个人住房按揭贷款和基建项目成为贷款主要流向，显示出房地产和基建趋于回暖。

美联储加息预期落空，系统性风险暂告别市场。北京时间 4 月 28 日，FOMC 公布利率决议维持联邦基金利率在目标区间 0.25%-0.5% 保持不变。政策声明中没有评估风险平衡，且取消了关于全球经济形势对经济前景构成风险的说法。美联储的加息预期从一年多次降至一年最多一次，市场暂时拨开系统性风险的“乌云”见到朗朗晴天。

第二部分 黑色产业链供需格局

黑色系列自 2015 年底至今开启了对长达两年的单边下挫的技术修复，但如果仅仅是技术反弹，商品价格不会在短短四个月内出现近 50% 的上涨，在此期间，宏观面出现止跌企稳迹象，尤其房地产投资增速的回升为固定资产投资增速贡献了较大驱动力，黑色基本面则受到需求改善但钢厂开工率不及预期带来的短期供需偏紧的利好。但吨钢生产利润理论值已经接近 900 元/吨，与上月末 400 元/吨的平均峰值水平相比，钢厂套保机会和做空钢厂利润的机会已现，吨钢利润修复到钢厂开工率的传导具有时滞性，五月钢厂开工情况预期将进一步回升。我们预计五月黑色系列商品价格将在高位展开震荡，若钢厂复产情况较好，螺纹期价将有向下调整，否则有创新高的可能，中长线仍有上行基础。

一、供给缓慢回升，低库存成新常态

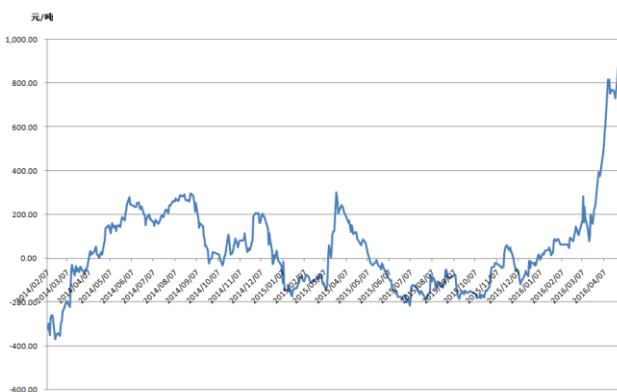
“钢厂利润回升——开工率回升——供给增加——钢价回落利润收缩至亏损——开工率下降——供给减少——钢价回升”，一般在需求端没有较大变化的情况下，钢材市场将沿上述

轨迹循环运行。因此现阶段黑色系列价格受到需求好转同时开工率低于同期水平的共同推动，上涨行情如何演绎取决于供需面将发生怎样的转变，在假设需求端暂不发生变化的基础上，我们在本节将讨论吨钢利润飙升对钢厂开工率的影响。

钢厂的吨钢利润一直是我们的监测的重要数据，因为其与钢厂开工率具有显著相关性，而开工率能比较直观地反映出现阶段以及未来的供给情况。（我们利用炼铁-炼钢-轧钢的公式【生铁吨制造成本=（1.6×铁矿石+0.5×焦炭）/0.9，粗钢吨制造成本=（0.96×生铁+0.15×废钢）/0.82，HRB400螺纹钢吨制造成本=粗钢+合金成本+轧制成本=粗钢+250元/吨】利用现货市场相应原料价格来测算吨钢利润）

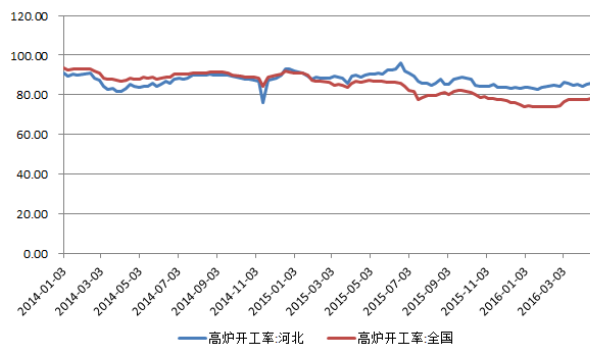
2015年螺纹钢成品价格和原材料铁矿、焦炭价格一路单边下挫，钢厂生产深陷亏损，自去年12月中旬商品拉开反弹大幕后，吨钢利润得到较好修复。二月末吨钢生产利润已经回升至150元/吨左右，随着三月、四月黑色系列商品价格全面拉升，吨钢生产利润已经飙升逼近900元/吨。然而如此高的利润并未令钢厂开工率出现大幅回升，仅小幅回升。截至4月29日当周全国高炉开工率报于78.87%，河北高炉开工率为86.35%，分别较上月末小幅提升1.11%和0.95%。

图1. 钢厂利润回升至峰值区域（元/吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图2. 高炉开工率有微弱拐点迹象但依旧低迷（%）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

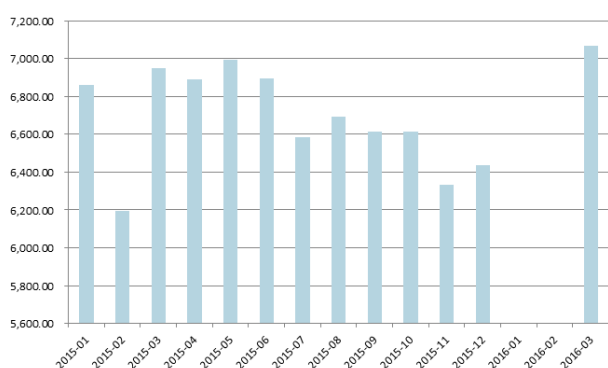
产量来看，中钢协数据显示2016年4月中旬，会员钢铁企业日产粗钢168.79万吨，比上期增加0.16万吨，增长0.09%。据此估算，本旬全国日产粗钢227.99万吨，比上期增长0.79%。截至4月中旬末，会员钢铁企业钢材库存量1300.23万吨，比上一旬增加8.86万吨，增幅0.69%。国家统计局数据显示，今年3月中国粗钢、生铁、钢材产量分别为7065万吨、6020万吨、9923万吨，分别同比增长2.9%、2.2%和3.3%。其中，粗钢和钢材产量均创下单月历史新高。粗钢日均产量则达227.9万吨，较1-2月份大增12.9%，直逼2014年6月230.97万吨的历史峰值水平。从库存的角度来看，全国螺纹钢周度库存自3月以来再度步入下行通道，

近两个月持续走低，截至4月29日当周，库存近436.16万吨，处于近三年的低位区域。但由于前期钢材下游消费呈现断崖式收缩，螺纹钢供给压力凸显，近三年均在“去库存”周期中徘徊，现阶段低库存已经成为新常态。

开工率的回升一般晚于钢厂利润的回升2-3个月，也就是说钢厂从亏损初步扭转为盈利时，钢厂开工率并不会立刻回升，而在吨钢利润持续回升2个月以上，开工情况才会有显著的提升，这期间利润可能已经进入峰值区域即将收缩。在4月报中，我们曾经指出吨钢利润已经进入250-300元/吨的相对峰值区域，然而随着黑色系列在4月中的疯狂拉升，吨钢利润飙升至885元/吨，钢厂开工率同步仍然只有小幅回升。近一年常常谈及的供给侧改革，短期对于钢材供给的压缩十分有限，整个钢铁行业的产能淘汰指标3-5年压缩产能1-1.5亿吨，对现阶段钢材供给端的制约十分有限，但目前钢厂开工率迟迟没有大幅回升的主要原因来自资金压力，过去三年的连续亏损令钢铁企业负债率高企，大型钢企2015年平均资产负债率为70.06%，整个钢铁行业负债率超过90%。目前对于国企和大型民企钢厂来说，利润的修复使得企业获取银行支持的难度有所降低，钢铁企业开工率预期仍将温和回升，钢材的供给将逐步增加，增速压力并不大。

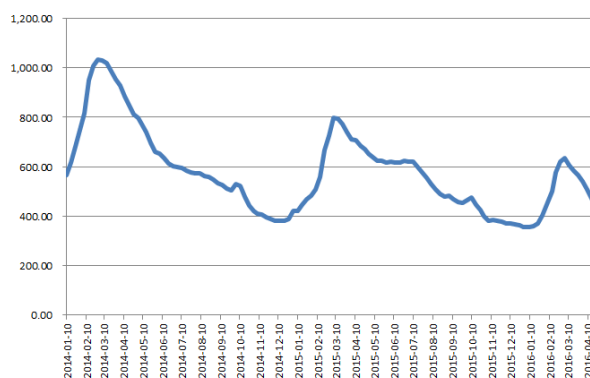
现阶段钢厂利润正进入历史高位，存在做空钢厂利润的套利机会，但前提是钢厂开工率进一步回升，因此需要进一步观察供给端的变化。

图3. 粗钢产量大幅回升（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图4. 螺纹钢周度库存持续下滑（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

二、房地产市场持续回暖 钢材出口增量难持续

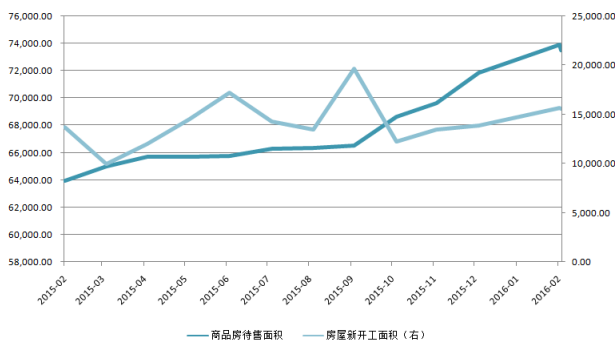
1. 一线城市房价领涨，新屋开工延续回升

政策端在2016年伊始便对提振钢铁消费终端——房地产行业屡次发力，为了有效化解房地产库存，2016年2月2日，央行发布降首付新政，非限购城市（即北上广深与三亚之外的

城市)首套房商贷最低首付比例可下调至20%。2016年2月17日,央行再次发布消息,决定将职工住房公积金账户存款利率,由现行按照归集时间执行活期和三个月存款基准利率,调整为统一按照一年期定期存款基准利率执行。2016年2月19日,财政部决定调整房地产交易环节的契税、营业税。这些新政的密集出台令房地产市场略有回暖。

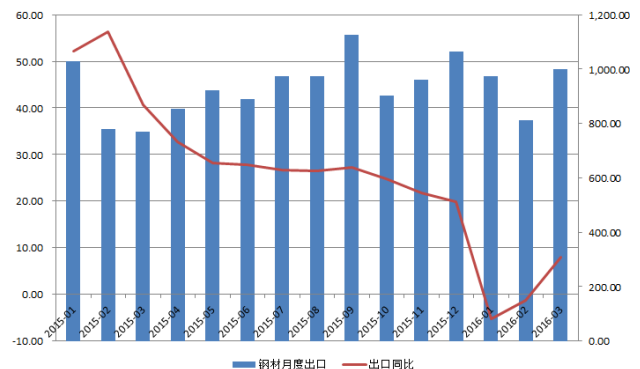
国家统计局发布的住宅销售价格统计数据显示,3月份70个大中城市绝大多数城市房价环比上涨,上涨城市个数比2月大幅增加,总体涨幅扩大。3月份70个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格环比上涨的城市分别有62个和54个,分别比2月份增加15个和20个;持平的城市个数分别为0个和3个,分别比2月份减少8个和5个;下降的城市个数分别为8个和13个,分别比2月份减少7个和15个。春节后包括三线城市在内的房地产市场呈现量价齐升的势头,多数大城市(包括部分三线城市)的商品房成交量也出现强劲回升,但一、二、三线城市的房价差距呈现扩大趋势。

图5. 房地产库存及新开工均小幅增加(万平方米)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

图6. 钢材月度出口激增(万吨)



资料来源: WIND 新纪元期货研究所

房地产行业去库存情况较好,2016年一季度,全国商品房销售面积24299万平方米,同比增长33.1%;3月末,全国商品房待售面积73516万平方米,同比增长13.1%。全国房地产开发投资17677亿元,同比名义增长6.2%(扣除价格因素实际增长9.1%),增速比上年全年加快5.2个百分点,比1-2月份加快3.2个百分点。其中,住宅投资增长4.6%。房屋新开工面积28281万平方米,同比增长19.2%,其中住宅新开工面积增长14.8%。房地产开发企业土地购置面积3577万平方米,同比下降11.7%。一季度房地产开发企业到位资金31992亿元,同比增长14.7%。

综上,房地产的回暖情况在五月仍将延续,新项目开工热情高温短期难退,直接提振钢材需求。四月报中我们提到南方将步入梅雨季节,房屋开工可能受到季节性影响,但目前来看,

今年春季天气偏干燥，并未如期迎来梅雨季节，对房屋开工影响的风险减弱。

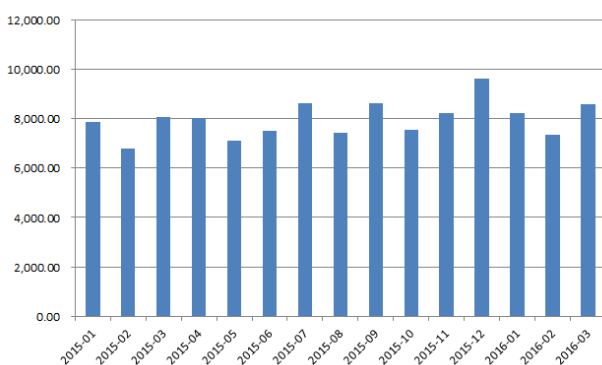
2. 钢材出口量高位震荡回升但不可持续

3月全国钢材出口量同比延续小幅增长，环比大幅增加。据海关总署最新数据显示，3月钢材出口量998万吨，环比2月的811万吨上升23.06%，同比上升29.61%，2月同比增速为3.97%。3月出口量创下年内月度新高，远超预期。一季度累计出口2783万吨，同比增长8%。由于双反压力加大，加之国内需求向好，钢价走势偏强，出口价格优势弱化，国内钢价上涨，在一定程度上消减了钢贸商的出口热情，我们曾在前期月报中预计出口后期将延续回落。3月钢材出口多数是1、2月份钢价仍在低位时接的订单，不影响中长期我们对于钢材出口的预判，2016全年钢材出口总量将呈现负增长。

三、铁矿石：供需同步回升、库存显现一定压力

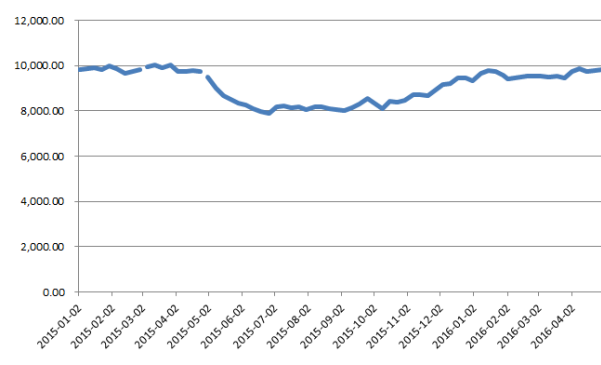
铁矿石价格在过去的四个月中累计涨幅超过40%，我们相信本轮上行的主要推动力来自钢材需求的好转，拉动钢厂对于原材料的备货热情。三月粗钢产量较前两个月大幅增加，铁矿石需求量有所回升，进口量也在三月结束连续两个月的回落，钢厂开工率后期预计仍将小幅缓慢走高，但由于铁矿石价格运行至阶段高位，钢厂更乐意以消耗前期低位价格的铁矿石库存，同时铁矿石港口库存数量小幅增加，一方面显示出钢厂采购的热情并不十分乐观，大中型钢厂当前进口矿库存可用天数已经升至27天，反过来也给予钢厂后期等待铁矿石价格调整之后随行就市采购的机会。因此铁矿石价格预期将进入调整期。

图7. 铁矿石月度进口量小幅回升（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

图8. 铁矿石港口库存维持高位震荡（万吨）



资料来源：WIND 新纪元期货研究所

1. 铁矿石进口量价齐升

海关数据显示，铁矿石月进口量较1、2月份大幅增加。2016年3月，我国进口铁矿石8577万吨，较上月增加1216万吨，环比增长16.52%，同比增长6.53%。1-3月我国累计进口铁矿

石 24156 万吨，同比增长 6.5%。2016 年 3 月铁矿石进口均价 45.28 美元/吨，较上月上涨 2.47 美元/吨，涨幅 5.77%。

2. 港口库存维持前期水平

春节后钢厂复产以及钢厂加大力度补原料库存，铁矿石需求大幅攀升。三、四月份传统行业旺季来临，钢厂开工率小幅回升，对铁矿石消耗增加，但由于去年末矿石“抄底”进口量较大，三月铁矿石进口量结束两连降，目前港口库存依旧维持在 9800 万吨左右的水平，较三月平均 9500 万吨的水平增加 300 万吨。尽管钢价走势偏强，后续开工率依然缺乏大幅提升的空间，钢厂前期已经提前备货铁矿石，钢厂的铁矿石库存可用天数达到 27 天，压力小幅攀升。因此钢厂对于铁矿石需求将维持于现阶段的水平。

第三部分 总结展望和操作策略

二月谈需求好转预期，三月炒供给阶段“短缺”，四月份黑色基本面则是供需两端的叠加，我们认为五月黑色系列面临的宏观氛围依旧良好。美联储加息预期落空令系统性风险降低，国内一季度信贷规模扩张，央行政策趋于宽松；房地产市场热度不减，房屋新开工面积温和增加，钢材需求的改善具有持续性，钢厂的开工率提升速度较为缓慢，螺纹钢低库存成为新常态，供需格局应该趋于良好并且不会发生重大改变，因此中长线仍存有上行基础。但目前仍然有三个方面需要关注，首先黑色系列本轮上涨至今仍未出现良好的调整，涨幅超预期，技术面从涨幅和时间窗口来看都存在调整需求；其次吨钢生产利润理论值已经接近 900 元/吨，与上月末 400 元/吨的平均峰值水平相比，钢厂套保机会和做空钢厂利润的机会已现，吨钢利润修复到钢厂开工率的传导具有时滞性，五月钢厂开工情况预期将进一步回升；再之三大商品交易所在 4 月的最后一周频频出拳抑制过度投机，资金热情暂时维持高位，但交易成本大幅提升对量能的影响将逐步显现。

宏观环境良好。国内外宏观环境的相对好转是 2016 年一季度以来商品集体走高的基础，我们认为受到供给侧改革所带来的市场出清压力将持续到 2017 年，全年宏观环境难言乐观，但在美联储加息预期落空令系统性风险缺失，国内一季度信贷规模扩张，央行政策趋于宽松，各项经济数据均有好转迹象，我们经济的回暖可以延续到二季度末。

吨钢利润飙升，钢厂开工率缓慢回升。自去年 12 月中旬商品拉开反弹大幕后，吨钢利润得到较好修复。二月末吨钢生产利润已经回升至 150 元/吨左右，随着三月、四月黑色系列商品价格全面拉升，吨钢生产利润已经飙升逼近 900 元/吨。如此高的利润暂时未令钢厂开工率

出现大幅回升，仅缓慢增加开工，对钢材供给的提振已经在三月产量数据中显现，目前对于国企和大型民企钢厂来说，利润的修复使得企业获取银行支持的难度有所降低，前期由于资金缺乏而受到抑制的开工将继续温和回升，钢材的供给将逐步增加，增速压力并不大。

房地产量价齐升，投资持续加码。房地产投资回升对近期固定资产投资增速贡献了主要增长动力，这对于黑色产业链需求端的提振较为显著。房地产的回暖情况在四月延续，一线、二线城市量价齐升，新项目开工热情高温短期难退，直接提振钢材需求。

出口再度回升，高于预期。由于双反压力加大，国内需求向好，钢价走势偏强，出口价格优势弱化，国内钢价上涨，在一定程度上消减了钢贸商的出口热情，我们曾在前期月报中预计出口后期将延续回落，实际上3月出口数据激增，远好于预期，也成为助推钢价的重要因素，但3月钢材出口多数是1、2月份钢价仍在低位时接的订单，不影响中长期我们对于钢材出口的预判。

铁矿石进口回升，钢厂逐步增加囤货。3月铁矿石进口量价均有所回升，目前港口库存依旧维持在9800万吨左右的水平，较3月平均9500万吨的水平增加300万吨。尽管钢价走势偏强，后续开工率依然缺乏大幅提升的空间，钢厂前期已经提前备货铁矿石，钢厂的铁矿石库存可用天数达到27天，压力小幅攀升。因此钢厂对于铁矿石需求将维持于现阶段的水平。铁矿石后期以消耗库存为主，需求端的扩张潜力不大。

行情预判及操作建议：综上所述，我们预计五月黑色系列商品价格将在高位展开震荡，盘面面临技术调整，若钢厂复产情况较好，螺纹期价将有向下调整，否则有创新高的可能，中长线仍有上行基础。螺纹钢1610合约下方第一支撑位2300元/吨，第二支撑位2050元/吨，上方第一压力位2800元/吨，第二压力位3000元/吨。现阶段钢厂利润正进入历史高位区域，存在做空钢厂利润的套利机会，但前提是钢厂开工率如期进一步回升，因此需要进一步观察供给端的变化。

免责声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。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，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分

均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

营业网点

徐州营业部

全国客服热线：400-111-1855

业务电话：0516-83831113

研究所电话：0516-83831185

传真：0516-83831100

邮编：221005

地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

广州营业部

业务电话：020 - 87750826

传真：020-87750825

邮编：510080

地址：广州市越秀区东风东路703大
院29号8层803

杭州营业部

业务电话：0571- 85817186

传真：0571-85817280

邮编：310004

地址：杭州市绍兴路168号
1406-1408室

无锡营业部

业务电话：0510- 82829687

传真：0510-82829683

邮编：214000

地址：无锡市天山路8号1301室

北京东四十条营业部

业务电话：010-84263809

传真：010-84261675

邮编：100027

地址：北京市东城区东四十条68
号平安发展大厦4层407室

苏州营业部

业务电话：0512 - 69560998

传真：0512 - 69560997

邮编：215002

地址：苏州干将西路399号601室

上海东方路营业部

业务电话：021- 61017395

传真：021-61017336

邮编：200120

地址：上海市浦东新区东方路69
号裕景国际商务广场A楼2112室

南通营业部

电话：0513-55880598

传真：0513 - 55880517

邮编：226000

地址：南通市环城西路16号6层
603-2、604室

南京营业部

业务电话：025 - 84787996

传真：025- 84787997

邮编：210018

地址：南京市玄武区珠江路63-1号

常州营业部

业务电话：0519 - 88059976

传真：0519 - 88051000

邮编：213121

地址：常州市武进区延政中路16号
世贸中心B栋2008-2009

重庆营业部

业务电话：023 - 67917658

传真：023-67901088

邮编：400020

地址：重庆市江北区西环路8号1幢
8-2号

成都分公司

电话：028-68850966

邮编：610000

地址：成都市高新区天府二街 138
号 1 栋 28 层 2803、2804 号