

西风凋碧树

摘要

2013 年上半年钢市迎来了漫漫熊途，价格跌跌不休，不少品种价格更是创下几年来的新低。在价格暴跌的背后并不是需求的疲弱，而是供应的充裕。上半年钢厂生产热情高涨，粗钢和钢材产量屡创新高。但钢材的消费需求总体并不十分疲弱，这从钢材各品种社会库存持续下滑当中也可见一斑。但是供应的过多掩盖了需求的力量。钢价的下跌并没有带来成本的同步下跌，相反，铁矿石价格表现比钢价坚挺许多。这使得钢厂面临着成本高企和钢价下跌的双重挤压，钢企基本处于亏损运行。但是即便亏损钢企的生产热情也并未消减，这成为钢市的切肤之痛。

下半年，我们认为有两个因素对钢价走势至关重要：

一个是资金因素，目前钢企已经普遍无法创造利润，只能通过亏损生产来满足现金需求，同时借新债还旧债，钢企的资金成本可能会被进一步推升。就整个社会而言，1-5 月份的天量社会融资规模也并没能催热经济，可见这些资金也有可能是被地方政府和企业用来偿债了，而这将是一个恶性循环，最终会导致基建投资减少，降低钢材需求，打压钢材价格。

第二个是矿价，上半年矿价比较坚挺，钢厂成本高企，亏损严重，但在这种情况下，钢厂的生产积极性都未能降低，这又反过来支撑了矿价。我们认为随着钢厂亏损面的扩大和亏损程度的加剧，必定会有钢厂难以抵抗而减少产量，从而减少对矿石的需求。同时矿山新增产能的增多、中国进口资质的放开以及澳元的贬值都有利于矿石供应的增加，因此下半年矿石价格可能会出现补跌，进一步拖累钢价。

在市场根本矛盾没有解决的情况下，钢价要言底部还尚早。我们认为下半年钢材价格仍将进行寻底之旅。要判断钢价是否见底，唯一的标准是要看它的供求关系是否改变，即钢厂是否减产。或许钢材价格需要一个更长期的低迷来调整钢材市场的产业结构。

智慧创造奇迹
一流的咨询，卓越的服务
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所
曹杨慧 20000505

cyh@nawaa.com

0571-87839259

助理分析师：

王铁山

wangtieshan@nawaa.com

021-50431853

第 1 章	2013 钢市寒流来袭	4
1.1.	2013 上半年漫漫熊途.....	4
1.2.	资金继续大举进入螺纹钢.....	5
1.3.	上海现货持续贴水.....	5
1.4.	主力持仓持续净空.....	6
第 2 章	钢价离底部还有多远?	7
2.1.	上半年: 供应过大掩盖需求旺盛 价格大跌加深行业危机.....	7
2.2.	年中思考: 钢价离底部有多远?	14
第 3 章	原材料市场刺痛钢价	15
3.1.	铁矿石价格难以为继	15
3.2.	焦炭市场亦仍未到底	17
3.3.	废钢价格调整甚微.....	18
3.4.	钢企亏损生产	19
第 4 章	下半年钢材市场展望	20
4.1.	资金和矿价将主导钢价.....	20
4.2.	下半年钢价: 再创新低 低位波动	22
	南华期货分支机构	23
	免责声明.....	24

图表目录

图 1.1.1: 螺纹钢价格熊途漫漫	4
图 1.2.1: 年度资金出入: RB 资金流入位居第三	5
图 1.2.2: RB 价格波动率有所增加	5
图 1.3.1: 上海现货跌幅居前	6
图 1.3.2: 上海现货持续贴水	6
图 1.4.1: 主力持仓持续净空	6
图 2.1.1: 中国粗钢产量再现高增长, 国际产量负增长	8
图 2.1.2: 中国粗钢产量在全球产量中的占比创历史新高	8
图 2.1.3: 2013 年 1-5 月份, 中国粗钢产量再现高增长	9
图 2.1.4: 我国粗钢产量再创历史新高, 日均 215 万吨	9
图 2.1.5: 1-5 月份钢材净出口稳中趋升	10
图 2.1.6: 净出口大幅增长难改国内粗钢供应过大的局面	10
图 2.1.7: 尽管产量居高难下, 但螺纹线材库存持续下降	11
图 2.1.8: 热卷库存升至高位后有缓慢消化迹象	11
图 2.1.9: 上半年螺纹钢产量再创新高, 但增速显著下降	12
图 2.1.10: 上半年线材产量再创新高, 但增速持续回落	12
图 2.1.11: 上半年钢坯生产成本始终高于市价, 钢厂亏损	13
图 2.1.12: 钢材价格已经跌至历史低价区间	13
图 3.1.1: 铁矿石供应和需求均温和增长	16
图 3.1.2: 国内铁矿石库存从高位下滑	16
图 3.1.3: 中国国内铁矿石价格小幅调整	17
图 3.1.4: 进口铁矿石价格仍处于高位	17
图 3.2.1: 2013 年焦炭期货价格震荡走低	17
图 3.2.2: 焦炭供需状况略有改善	18
图 3.2.3: 焦炭现货价格亦疲弱不堪	18
图 3.3.1: 废钢消费增长, 库存下滑	19
图 3.3.2: 进口废钢价格小幅调整	19
图 3.4.1: 矿价调整远小于钢价	20
图 3.4.2: 钢企亏损生产	20

第1章 2013 钢市寒流来袭

1.1. 2013 上半年漫漫熊途

2013 年上半年，以春节为分水岭，钢价出现了前后截然不同的走势，似乎市场在突然之间就变了脸。1 月份初期钢主力 1310 合约价格在 4000 元左右徘徊数日，在 1 月下半月开始发力不断攀升，并在春节前的最后一个交易日走到 4298 元的高位。市场似乎一片欢欣鼓舞，无不期待着节后的满园春色。但是春节后第一个交易日期价暴跌便给了市场当头一棒，由此拉开了上半年钢材期价下跌的漫漫熊途。与以往常常出现的一泻千里式下跌不同的是，此次的下跌非常有节奏，下跌——反弹——再下跌——再反弹，但是高点却一次比一次更低，低点也一次比一次更低。直到 6 月中旬，期价已经跌去 900 余元，钢厂和贸易商无不感到切肤之痛。

2013 年上半年钢材市场的另一个特点便是现货市场的普遍走低，其中螺纹钢品种的现货价格已经跌破了 2012 年 9 月的低点，上海地区报价更是已经跌破了 2008 年金融危机时的低点，来到了 2006 年 12 月份以来的最低水平。除建筑钢材外，热轧、冷轧、中厚板价格纷纷走低，也已经距离 2012 年 9 月份的低点不远。相比之下，建筑钢材已经到了相当低的水平了，其他钢材品种下方还仍有空间。在低价下，大部分钢铁企业亏损惨重。

但让人跌眼镜的是，在行业普遍亏损的情况下，企业并没有减产，2013 年上半年的粗钢和钢材产量是芝麻开花节节高，逐步攀升并在 5 月份创下历史新高。是什么驱动着钢厂在这种艰难境地下还要生产？一种心态可能是期望别人先减自己好趁机扩大市场，另一个原因就是可变成本与固定成本的问题，说明目前的价格还未跌破其固定成本，生产会亏损，但不生产亏损会更大。

图 1.1.1: 螺纹钢价格熊途漫漫



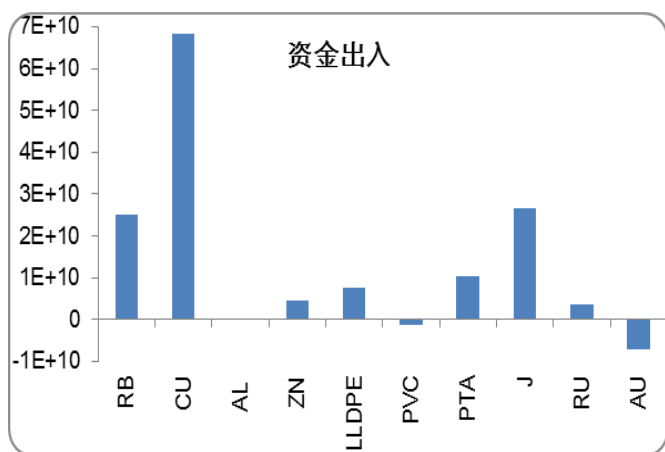
资料来源：文华财经 南华研究

1.2. 资金继续大举进入螺纹钢

我们以 2013 年 6 月 14 日的收盘结算价和持仓情况为准，与 2012 年 12 月 31 日的收盘结算价和持仓情况进行对比，可以发现，在 2013 年上半年，螺纹钢市场的资金流入量在整个工业品板块当中位居第三位，可见即便是在下跌行情当中，螺纹钢也是备受资金青睐的一个品种，当然这当中不乏进入市场大举杀跌的资金。铜市场的资金流入量最多，比较意外的是焦炭超越了螺纹钢成为资金流入榜的第二位。从整个工业品板块的资金流入情况也可以发现，2013 年上半年除了 PVC 和黄金外，其他工业品都处于资金净流入当中，工业品的市场活跃程度进一步增加。

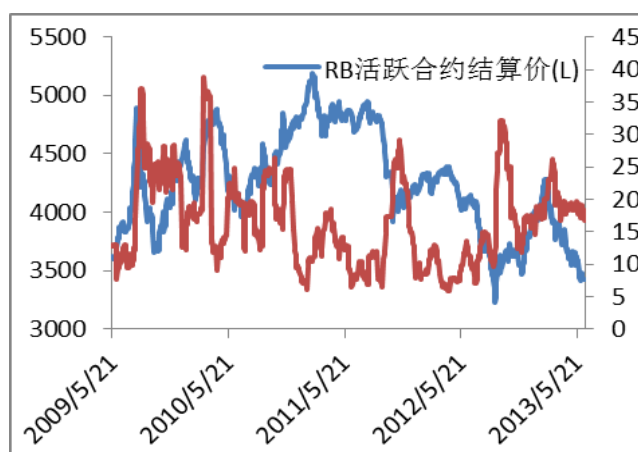
资金的介入在一定程度上加剧了螺纹钢价格的波动，目前来看螺纹钢价格的波动率比以往有一定的提高。

图 1.2.1: 年度资金出入: RB 资金流入位居第三



资料来源: 南华研究

图 1.2.2: RB 价格波动率有所增加



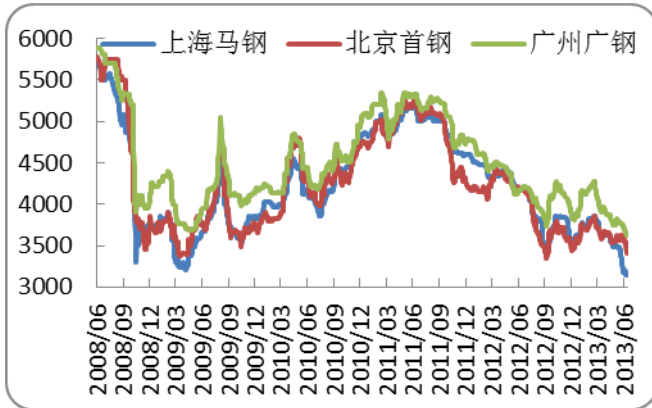
资料来源: Bloomberg 南华研究

1.3. 上海现货持续贴水

在 2013 年上半年，螺纹钢期货价格跌跌不休，也导致了现货价格的持续下挫，尤其是上海地区的三级螺纹报价持续下挫，并间或出现加速下跌趋势，这使得上海现货相对于期货价格总是处于贴水当中，且贴水幅度在高的时候能够达到 300 余元，少的时候贴水幅度也能有百余元。整个上半年上海地区三级螺纹价格下跌近 600 元，截止到 6 月中旬，报价仅 3150 元，这也几乎是国内市场的最低价。上海市场现货价格的低迷与其消费需求的不畅有密切关系。

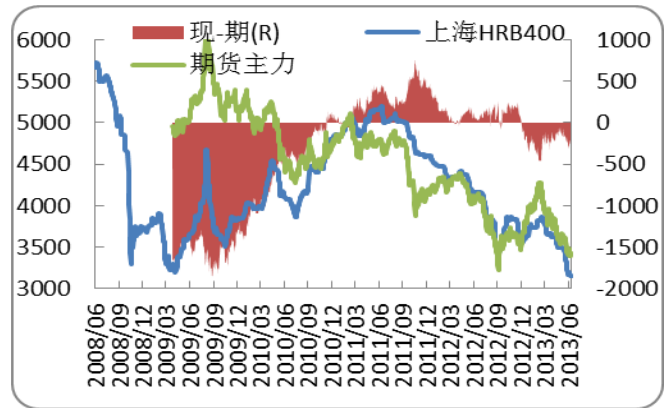
相对上海市场的低迷，北京和广州地区的价格显得比较坚挺，整个上半年，北京地区三级螺纹价格下跌幅度仅 200 余元，广州地区下跌 400 余元。截止 6 月中，北京地区三级螺纹报价仍在 3400 元上方，而广州地区还在 3600 元上方。在现货大幅度贴水的格局下，在远期合约上进行卖出套保是比较好的选择。

图 1.3.1: 上海现货跌幅居前



资料来源: 钢之家 南华研究

图 1.3.2: 上海现货持续贴水

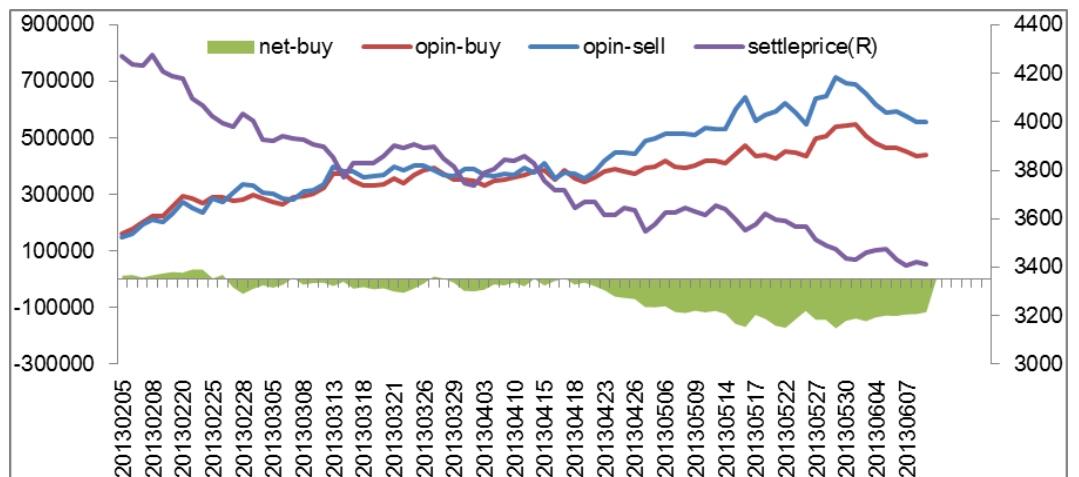


资料来源: 钢之家 南华研究

1.4. 主力持仓持续净空

上半年随着期货价格的持续下挫, RB1310 合约的主力持仓逐步转换为净空, 且在 4 月下旬开始净空头寸不断增加。实际上从 4 月下旬开始主力多头和主力空头的持仓都在增加, 不过主力空头增仓更快, 这说明价格越到低位, 资金对于价格后市的看法分歧越大。不过从 5 月下旬开始, 主力空头已经率先减仓, 进入 6 月份主力多头也开始减仓。这一方面是由于一些资金已经逐步向 1401 合约移仓, 还有一些多头资金抵抗不住而斩仓, 而一些空头资金也因获利颇丰而离场。不过所谓“多头不死, 空头不止”, 目前主力多头持仓还比较巨大, 因此从资金博弈上看, 价格仍未到底。

图 1.4.1: 主力持仓持续净空



资料来源: 南华研究

在了解了市场的微观特征后, 要想了解价格后期的走势, 还得从宏观处着眼。那么在高产量、高库存、淡需求、淡宏观下, 钢价下半年将何去何从?

第2章 钢价离底部还有多远？

2.1. 上半年：供应过大掩盖需求旺盛 价格大跌加深行业危机

自 2012 年 12 月初，国内钢材市场出现了一轮快速上涨行情，至 2013 年 2 月，螺纹期货涨幅超过 700 元，强烈的看涨预期和宽松的融资环境，导致国内钢铁产能快速释放，钢铁产量出现爆发性增长，2 月份国内粗钢产量高达 220 万吨。这导致铁矿石、焦炭等钢铁原材料也快速上涨，钢厂生产成本比钢价涨的更快。

在看涨预期推动下，钢贸商积极囤货，钢材库存创历史新高。春节前后大幅飙升的钢材库存改变了市场看涨预期，螺纹期货在春节后大幅杀跌，连跌 4 个月，在吞没了全部涨幅后仍无止跌迹象，如今螺纹线材已创出 4 年新低，钢价普遍跌至历史低价区间，后市究竟何去何从？需要我们首先搞清楚钢铁行业在下半年的供需基本情况。

2.1.1. 国际粗钢产量连续下降，中国产量再创新高

根据国际钢铁协会(worldsteel)的统计数据，2013 年 1-4 月，全球 63 个主要产钢国和地区累计生产粗钢 5.21 亿吨，同比增长 1.9%，全球产量增速略高于去年同期，但仍属于低速增长。

分地区看，今年前 4 个月，中国累计生产粗钢 2.58 亿吨，增长 8.4%。中国粗钢增速远远高于世界平均水平，中国钢产量高速增长，是全球粗钢产量能够同比增长的直接原因。

今年前 4 个月，中国以外的国际粗钢产量为 2.63 亿吨，同比增长 -3.71%。中国以外的国际粗钢产量同比下降，且降幅有所扩大。可见，全球粗钢产量能够保持增长主要是因为中国产量增长。

从月度产量看，今年前 4 个月，中国日均粗钢产量分别为 205、221、214、219 万吨，同比增长分别为 11.35%、9.78%、6.65%、6.80%。中国粗钢产量屡创历史新高，月月维持高增长，产量始终居高难下。

而中国以外的国际粗钢日均产量分别为 213、219、222、222 万吨，同比增长分别为-1.91%、-6.23%、-3.65%、0.67%。国际粗钢日均产量前 3 个月均为负增长，4 月份的微弱增长是因为基数的原因，因为 4 月份产量较 3 月份还略有下降。

2008 年全球金融危机以来，中国以外的国际粗钢产量出现恢复性增长，至 2012 年 3 月份恢复到危机以来最高水平（日均产量 230 万吨），但从未恢复到 2008 年的产量水平（日均产量 242 万吨）。去年 3 月份以后，国际粗钢产量持续下降，2012 年 12 月日均产量降至 205 万吨，目前仍徘徊在 222 万吨的低水平，反映出全球经济下滑的背景下，国际钢铁产量增长艰难。

今年 1-4 月份，在全球十大产钢国中，只有中国、印度和日本出现了同比增长，其中，中国累计产钢 2.58 亿吨，同比增长 8.4%；印度累计产钢 2664 万吨，同比增长 3.8%；日本累计产钢 3581 万吨，同比增长 0.5%。印度的增长与中国类似，屡创新高，来源于

本国消费的增长；而日本主要得益于日元大幅贬值，促进了出口暂时增长，属于恢复性增长。

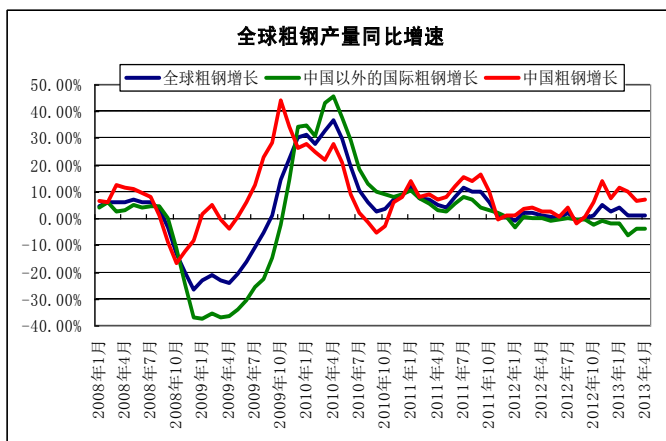
更多国家正在陷入负增长。其中，美国 1-4 月份累计产钢 2876 万吨，同比增长 -7.3%；欧盟 27 国累计产钢 5534 万吨，同比增长-5.7%；俄罗斯、韩国、土耳其、巴西同比增长分别为-4.9%、-4.8%、-4.6%、-3.6%。发达国家、新兴市场国家粗钢产量同时出现较为显著的负增长，反映出钢铁产量下降带有全球性，这与全球经济的不景气有关。尤其是美国钢产量的大幅下降，让我们对宽松货币刺激经济增长的效果持怀疑态度。

表 2.1.1: 全球主要产钢国粗钢产量增长情况

国家和地区	2013 年 1-4 月份 累计产量	去年同期 累计产量	同比增长 (%)
中国大陆	25815	23806	8.4%
日本	3581	3564	0.5%
印度	2664	2566	3.8%
美国	2876	3104	-7.3%
俄罗斯	2275	2393	-4.9%
韩国	2208	2318	-4.8%
德国	1438	1444	-0.5%
土耳其	1136	1191	-4.6%
巴西	1131	1174	-3.6%
乌克兰	1112	1134	-1.9%

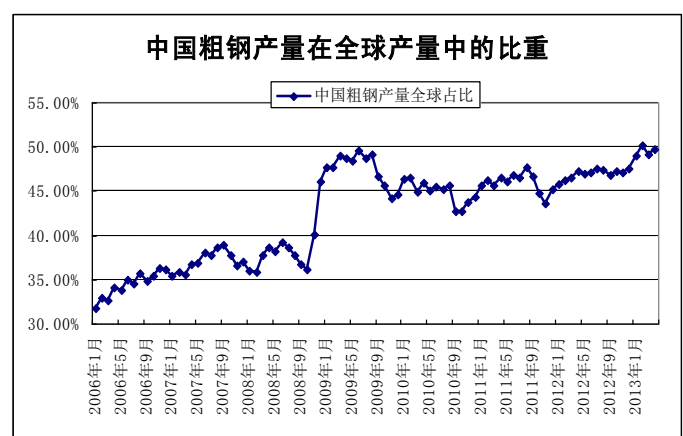
资料来源: Bloomberg 南华研究

图 2.1.1: 中国粗钢产量再现高增长，国际产量负增长



数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.2: 中国粗钢产量在全球产量中的占比创历史新高



数据来源: Wind 南华研究

让人意外的是，中国粗钢产量在经历近一年的低增长后，产量突然爆发，再次进入 10%以上的高增长，中国产量在全球产量中的比重也创出历史新高，2 月份中国产量占全球产量的 50.16%，4 月份达到 49.69%，1-4 月份累计产量中国占比高达 49.52%，

这甚至超过了 2009 年的水平，全球钢铁的生产和消费不断向中国集中，这种情况能持续吗？如果说国际粗钢产量下降是世界经济下滑造成的，那么这种情况可能也会蔓延到印度和中国，印中两国钢铁产量会出现负增长吗？我们拭目以待。

2.1.2. 中国钢铁产量再现高增长，上半年供应压力依然巨大

1、上半年国内粗钢产量出现爆发性增长

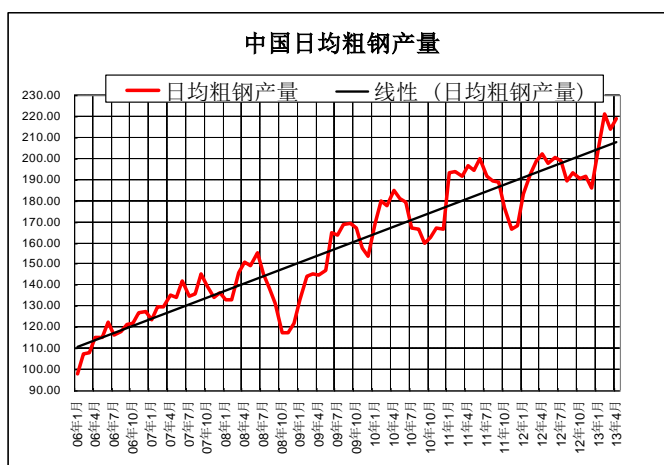
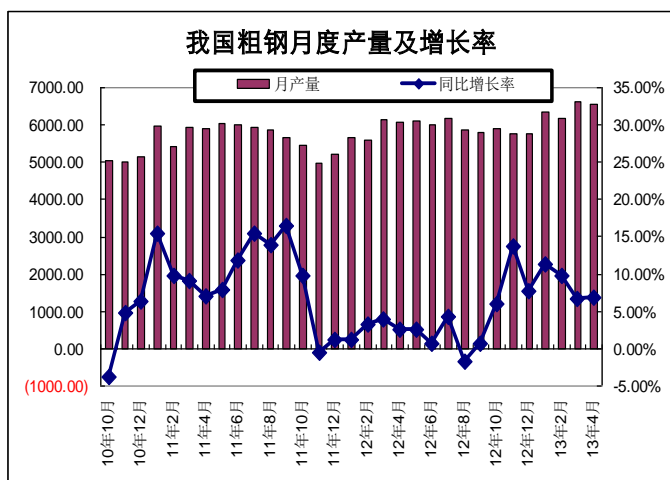
去年下半年，国内日均粗钢产量连续数月徘徊在 190 万吨左右，但 1-2 月份日均粗钢产量突然出现爆发性增长，1-2 月份日均粗钢产量 212.6 万吨/天，随后 3、4 月份分别为 214 和 219 万吨。

根据中国钢铁工业协会各旬对其会员企业的统计和对全国粗钢产量的预测，推算 5 月份国内日均粗钢产量大约为 217 万吨，略低于 4 月份；从有关方面对各钢厂的调查统计看，6 月份国内主要钢厂均没有做出明显的减产安排，部分钢厂仍在满负荷生产，这种情况与 5 月份相差不大；考虑市场下跌对钢厂生产的影响，我们认为 6 月份日均粗钢产量仍可能在 215 万吨以上。这样，我们预测 1-6 月份国内粗钢产量大约为 3.9 亿吨，日均粗钢产量约为 215.5 万吨，同比增长约为 8.8%。在世界各国粗钢产量纷纷陷入负增长的背景下，中国 8.8% 的增长率是令人瞩目的高增长。

我们一直在思考，上半年中国钢铁产量的高增长，在下半年是否可以延续？我们注意到，钢厂的增产一直伴随着严重的经营亏损，亏损面在扩大，钢厂资产负债表在恶化，融资渠道在收窄，部分钢厂的现金流可能走向枯竭，这可能会影响下半年的钢铁产量。

图 2.1.3: 2013 年 1-5 月份，中国粗钢产量再现高增长

图 2.1.4: 我国粗钢产量再创历史新高，日均 215 万吨



资料来源：钢之家 南华研究

资料来源：钢之家 南华研究

2、中国钢材国际竞争力不断提高，出口高速增长且稳中有升

今年上半年我国钢材出口连创佳绩，5 月份出口钢材 541 万吨，同比增长 3.9%；1-5 月份累计出口钢材 2540 万吨，同比增长 15.4%。在全球市场钢材需求持续下降的情况下，我国钢材出口却能保持 15.4% 的较高增长，成为全球低迷钢市中引人注目的亮点。

我国钢材进口继续稳中趋降,今年 1-5 月份累计进口钢材 575 万吨,同比下降 1.8%。随着我国钢铁生产能力的快速提高,进口钢材材在全部钢材消费中所占的比重下降为 2%左右,目前每月进口量徘徊在 90-130 万吨之间,多为加工贸易进口,进一步下降的空间也不大。

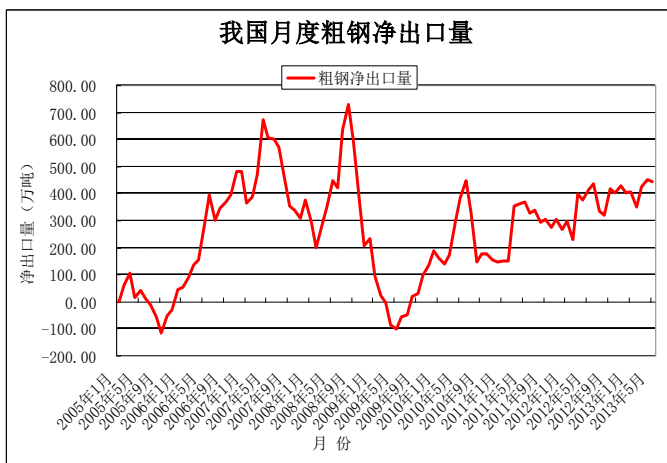
将钢材、钢坯统一折算成粗钢,5 月份我国实现粗钢净出口 438 万吨,同比增长 6.3%;1-5 月份累计实现粗钢净出口 2067 万吨,同比增长 21.3%。粗钢净出口实现 20% 以上的高增长,是钢材出口大幅增加进口小幅下降共同作用的结果。这大大减轻了国内粗钢供应压力。

我们发现,中国每月钢材出数量口高度稳定,自去年 3 月份起,每月钢材出口都在 420 万吨以上。我们曾经数度预期,行情的波动可能造成出口数据的波动,但这一切都没有发生,国内、国际市场行情波动和全球经济的下滑,都没有给我国钢材出口带来影响,每月出口数量高度稳定,且稳中有升,这体现出中国钢材在国际市场的竞争力不断提升。

中国钢材的优势首先在于产品质量不断提高,全球最先进的钢铁生产设备,80%以上在中国,中国钢厂的技术水平上升很快;其次,中国钢厂众多,交货能力极强,能满足全球客户差异巨大的需求;第三,国内各钢厂纷纷走出国门、拓展海外市场,中国依靠不断拓展销售渠道来弥补欧美需求的下降,中国钢材正销往越来越多的国家和地区,尤其是广大发展中国家,对中国钢材的需求十分迫切。据统计,目前我国已向全球 200 多个国家和地区出口了钢材产品,几乎全球所有国家和地区都在购买和使用中国钢材。

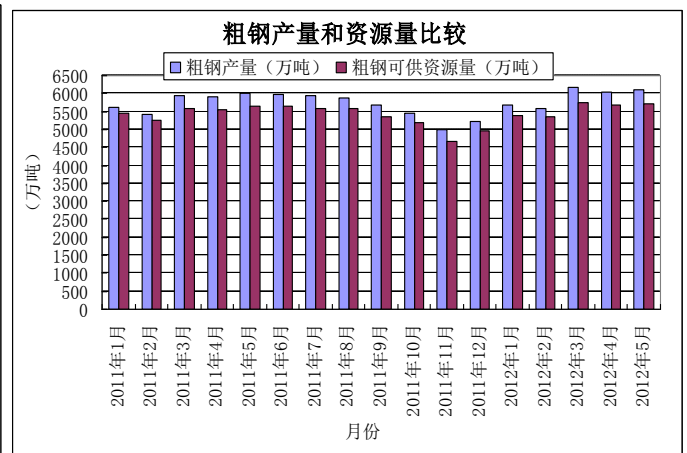
随着人民币持续升值和国家削减钢材出口退税,中国钢材在国际市场上不再便宜,我们已经摆脱了靠低价来出口的阶段,全球市场对中国钢材体现出“刚性需求”,行情波动很难影响出口数量,我们相信,市场竞争力不断增强将继续推高我国的钢材出口,2013 年中国钢材出口有望超过 6000 万吨,粗钢净出口有望超过 5000 万吨,钢材出口在缓解国内市场供应压力方面,正起着越发明显的积极作用。

图 2.1.5: 1-5 月份钢材净出口稳中趋升



资料来源: 钢之家 南华研究

图 2.1.6: 净出口大幅增长难国内粗钢供应过大的局面



资料来源: 钢之家 南华研究

不过必须强调的是,出口虽然很好,但 1-5 月份粗钢净出口量只占当期产量的 6.4%,出口比例太低,虽能缓解供应压力,但不足以改变国内市场供求关系。中国钢材产量基数太大,国际市场需求增长空间有限,未来钢材出口虽能继续增加,但粗钢净出口量占国内产量的比例,不会有较大变化。

3、上半年粗钢资源供应压力依然巨大

2013 年 1-5 月份,我国累计粗钢产量 32542 万吨,减去 2067 万吨粗钢净出口,可供国内消费的粗钢资源供应量(即表观消费量)约为 30475 万吨,较 2011 年同期(28222 万吨)增加 2523 万吨,同比增长 8.94%。

在钢材出口高速增长的情况下,1-5 月份我国资源供应量仍出现 8.94% 的高增长。可见,产能增长过快、产量过大,仍是供需矛盾的主要原因,国内钢材市场资源供应过大的矛盾,很难通过提高钢材出口来化解。

预计 6 月份产量 6450 万吨左右,粗钢净出口仍有望在 400 万吨以上,则 6 月份国内粗钢可供资源量约 6050 万吨,1-6 月份累计资源量约为 3.65 亿吨,较去年同期的 3.36 亿吨增加 2900 万吨,同比增长 8.6%。资源供应的增长显著超过 GDP 的增长,因此上半年钢材市场资源供应压力依然巨大。

2.1.3. 基建投资仍是钢材需求增长的主要来源

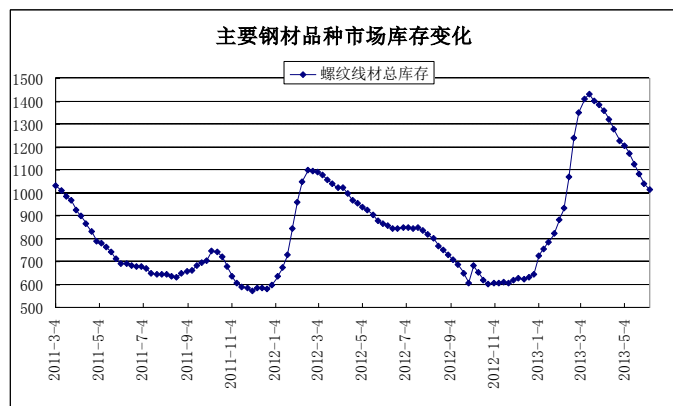
1、库存持续下降反映钢材市场需求旺盛

由于钢材产量在 1-2 月份出现爆发性增长,钢材库存在春节前后大幅飙升,至 3 月中旬,螺纹总库存高达 1094 万吨,创历史新高,并远远超出 2012 年春节后 850 万吨左右的历史高点。与此同时,热卷库存也大幅飙升,钢材社会库存重新进入高库存状态。

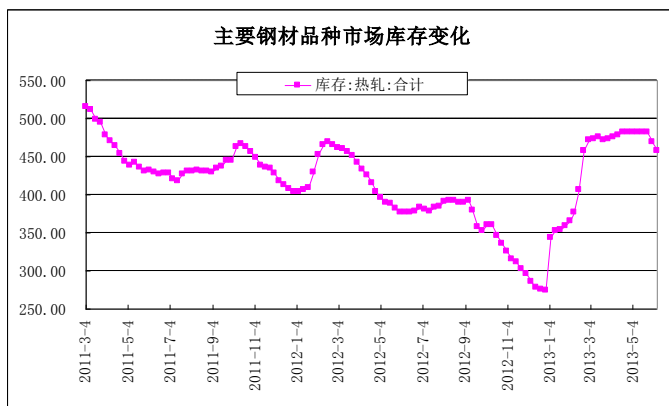
但值得关注的是,在钢厂没有减产的情况下,3 月中旬以后钢材市场库存却在持续下降,尤其是螺纹线材库存,降幅非常快,螺纹库存 3 个月内下降了 30%,线材库存 3 个月内下降了 36%,而热卷库存虽然没有下降,但在钢厂持续增产的情况下,库存却基本没有上升,这反映出钢材市场需求旺盛。

图 2.1.7: 尽管产量居高难下,但螺纹线材库存持续下降

图 2.1.8: 热卷库存升至高位后有缓慢消化迹象



资料来源: 钢之家 南华研究



资料来源: 钢之家 南华研究

钢铁行业是资金密集型行业，没有哪个钢厂能够在产品卖不动的情况下继续生产，钢厂基本上是按照订单来生产的，这说明今年 1-6 月份，粗钢产量高速增长的背后是需求的高速增长，市场需求旺盛是促动钢厂增产的根本原因。

春节后钢价连续下跌了近 5 个月，且仍无止跌迹象，有些投资者将此归咎于需求不好，我们认为是偏颇的。上半年的粗钢消费，无论从绝对数量还是相对增长率，都反映出需求非常旺盛，市场下跌，是因为供应过大掩盖了需求旺盛，而资金仍在从钢铁行业流出，是导致钢价下跌的重要原因。

2、建筑钢材供需两旺 基建投资仍是钢材需求增长的主要来源

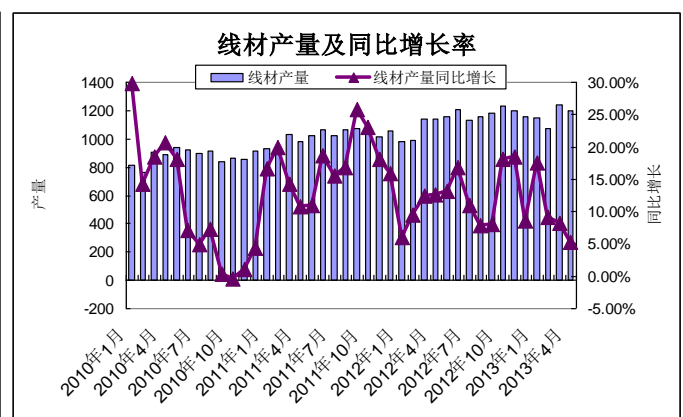
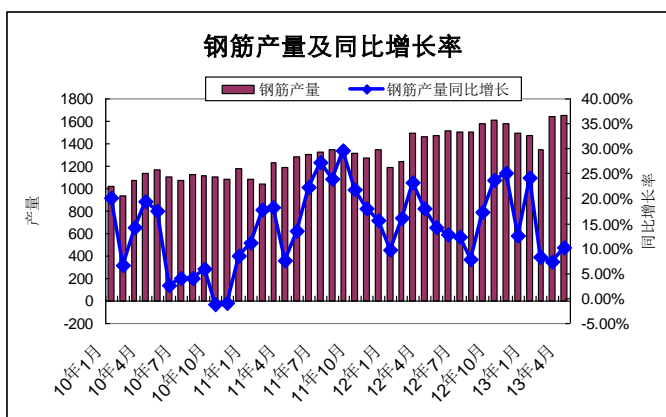
今年 1-4 月份，钢材产量增长最快的几个品种分别是：重轨（增长 44%）、特厚板（增长 36.5%）、电工钢板带（增长 25.3%）、铁道用材（增长 23.8%）。

由于钢厂基本是按照订单来组织生产的，供应状况也基本反映了市场需求状况。增长最快的几个钢材品种，反映出春节后铁路、海洋工程、城市轨道交通等基础建设投资处于高速发展阶段。而钢筋（主要是螺纹钢）、线材、焊管的增长率分别为 12.8%、10.1%、14%，建筑钢材产量的高速增长反映出建筑市场需求旺盛，基建投资仍是钢材需求增长的主要来源。

今年 1-5 月份，房地产销售持续火爆，国内大多数城市房价连续上涨，北京、上海、广州等城市“地王”频现，都说明有大量资金流入了房地产市场，而从银行信贷的投放看，铁路、城市轨道交通等基础设施建设，最能吸引银行信贷投放，这也从资金层面说明了钢材需求增长的主要来源。

但值得强调的是，旺盛的需求，没有带来钢价上涨，没有给钢厂和贸易商创造利润，而钢铁企业的资产负债表仍在继续恶化，企业扩张太快、产能严重过剩等行业弊病，仍在加深行业的危机。

图 2.1.9：上半年螺纹钢产量再创新高，但增速显著下降 图 2.1.10：上半年线材产量再创新高，但增速持续回落



资料来源：钢之家 南华研究

资料来源：钢之家 南华研究

2.1.4. 盈利无望，钢铁企业为现金流而生产

2013 年上半年，全球钢铁的生产和消费进一步向中国集中，中国的钢材消费已经占据全球总量近 50%，应该说，中国钢材市场需求广阔、潜力巨大，这样的市场理应给钢厂带来滚滚财源。但令人遗憾的是，目前钢铁行业成为中国最难赚钱的行业，2012 年亏损最严重的十大上市公司中，钢铁企业就占了 5 家，他们是鞍钢股份、马钢股份、安阳钢铁、山东钢铁和华菱钢铁，尤其是作为中国历史最长的钢厂鞍钢，连续 2 年亏损，面临退市风险。

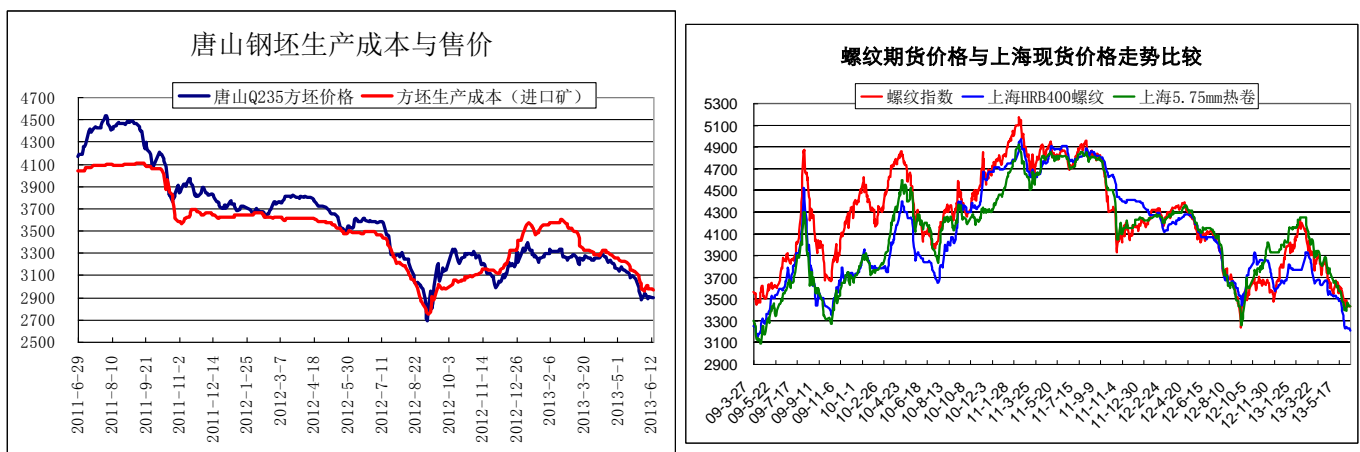
钢铁企业普遍亏损的首要原因是产能严重过剩，中国钢材市场需求大，但供应更大，太多的供给，使任何旺盛的需求都难产生赚钱效应。按照中国钢铁工业协会的说法，2012 年国内钢铁产能可能已突破 10 亿吨，产能过剩是钢铁行业困境的“症结”所在。

其次，是钢厂扩张太快，而快速扩张只能靠大规模举债，中国钢厂个个债台高筑，资产负债率常常在 70-80%，高负债带来的财务成本已成为钢厂沉重的经营负担，如果一家钢厂负债 100 亿元，一年的财务成本就要 7 亿元以上，均摊到每吨钢的价格上，部分负债过高的钢厂每吨钢要折合 200 元左右的财务成本，这样的钢厂在市场上基本没有赚钱的可能。

第三，高矿价也是造成钢铁企业亏损的重要原因。今年 1 月份钢价大幅上涨，但铁矿石、焦炭价格涨幅更大，如果以当期铁矿石市场价核算钢厂生产成本，在市场上涨的情况下，钢厂盈利状况不仅没有改善，反而更趋恶化。

第四，资金不断流出钢铁行业，加剧了市场下跌。去年上海钢贸商重复质押案件集中爆发后，商业银行普遍对钢贸企业限制贷款，大型国企的托盘资金也不断从市场撤离，钢贸企业被迫减少了在钢厂的订货，这加剧了钢厂资金紧张。各钢厂为吸引钢贸商付款订货，纷纷下调出厂价格，导致了市场价格持续下跌。

图 2.1.11：上半年钢坯生产成本始终高于市价，钢厂亏损 图 2.1.12：钢材价格已经跌至历史低价区间



资料来源：钢之家 南华研究

资料来源：钢之家 南华研究

今年上半年，市场价格持续下跌，钢厂普遍亏损，成本高的企业更是巨亏，但钢厂普遍没有减产迹象，甚至越亏越增产，让人大惑不解。我们分析，国内钢厂资产负债表普遍恶化，企业为偿债需要巨大的现金流，可能是钢厂越亏越增产的原因。

资产负债表趋于恶化的不仅是中小钢厂，包括宝钢、鞍钢、武钢在内的大型钢企，财务状况都在走向恶化。根据第一财经的报道，截至今年一季度，国内 30 家主要上市钢铁企业，流动负债总计约为 7594.76 亿元。而相对于过高的流动负债，钢厂可以偿付债务的流动资产则偏低，30 家上市钢企流动资产总额约为 5304.81 亿元。流动负债普遍高于流动资产，反映出国内钢企普遍在为生存而挣扎。

钢厂解决还债困难的唯一办法是创造现金流，只有及时付息还债，才能保持融资渠道的畅通，对多数钢厂而言，没有利润可以生存，但如果融资渠道被切断，那就意味着迅速倒闭，因此，现金流的重要性远远超过利润，钢厂不惜承受巨亏也要做大现金流，这就是目前钢厂越亏越增产的原因。

但持续亏损也将造成企业现金流逐渐枯竭，目前，钢厂支出持续大于收入，亏空部分需要靠更大规模的融资来解决，如果借不来钱，企业的资金链会很快断裂。其实，多数钢厂是看清楚这个问题的，中国钢材市场需求巨大，只要淘汰掉一批企业，钢材价格很快就能上涨，剩下来的企业都将重新盈利。目前是比拼实力的时候，只要自己不是最先倒下的一批，那么企业就有浴火重生的机会，剩者为王，这就注定了钢厂很难在亏损状态下减产。

2.2. 年中思考：钢价离底部有多远？

今年春节后，钢价连续下跌 4 个月，螺纹期货、热轧板卷等品种价格跌幅超过 800 元，上海螺纹钢跌幅 700 元左右，京津市场跌幅 450 元左右。值得注意的是，上海、广州等市场的螺纹、线材、镀锌板等品种，都已经跌破了去年 9 月份的低点，创出 4 年以来的新低。按照很多业内人士的行业经验，钢材价格已经进入了“买入区间”，或者说进入了底部区间，但我们研究市场，历史价格区间固然重要，但更重要的是看市场是否具备止跌回升的条件，目前看，现在就谈钢价见底，还为时尚早，这主要是基于以下判断：

1、国际金融市场剧烈波动 全球范围内的宽松货币都可能转向

今年上半年国际金融市场剧烈波动，主要表现在两个方面：

一是汇率市场的大幅波动。上半年美元持续走强，5 月份美元指数创出 84.5 的高点，这也是近 3 年以来的高点。近期美元指数持续下跌，但仍在上升通道之内。在美元走强的同时，非美货币，尤其是广大发展中国家货币相对美元纷纷大幅贬值，截至 6 月 14 日，相对于年内高点，印度卢比贬值 7.4%，并创出历史新低；巴西雷亚尔贬值 9% 以上，并创 3 年以来新低；南非兰特贬值 15% 以上，跌至四年以来的最低水平；代表商品货币的澳元，4 月份以后也大幅贬值 8% 以上。新兴市场货币大幅贬值，与 2008 年金融危机期间，有着颇为相似的一幕，这是应当引起投资者关注的地方。

二是商品期货大幅下跌。今年上半年，黄金、白银、铜、铝、锌、钢材、煤炭、天然橡胶、油脂等大宗商品纷纷大幅下跌，目前除原油、棉花、黄豆等少数商品仍维持振荡走势外，多数商品期货都走出一波幅度可观的下跌行情，其中橡胶、白银跌幅都在 30% 以上。

国际金融市场大幅波动，最重要的原因是美联储可能退出量化宽松政策，尽管市场还难以确定美联储什么时候开始缩减量化宽松的规模，但在各国央行都走火入魔大搞货币宽松的背景下，市场预期随着美联储削减购债规模，全球范围内的宽松货币都可能转向，这种预期在今年上半年不断强化，推动了美元走强，推动了非美货币普遍贬值，也推动了大宗商品价格大幅下跌。

对中国而言，意味着人民币升值预期下降，意味着热钱出逃或资本外流，5 月份我国外汇占款大幅下降，似乎正在印证这种预期。这将加剧国内的流动性紧张。我国各行业普遍产能过剩，钢铁行业过剩尤其严重，在流动性由宽松走向紧张的情况下，钢材价格仍将维持跌势，虽然价格已经跌至历史低价区间，但钢材市场仍不具备止跌回升条件。

2、国内钢材市场供应过大的局面难以改变

上半年中国粗钢消费接近全球总量的 50%，如此旺盛的需求都难以拉动钢价上涨，主要原因就是中国钢材供应太大，如果供应能够有效下降，我们相信会有可观的上涨行情出现。在钢厂普遍亏损的情况下，人们寄希望于钢厂减产。

但目前国内钢厂正在为生存而战，对于一个债务沉重、急需现金还债的钢厂来说，最好的办法就是扩大产量，做大现金流，然后借新债还旧债。减产意味着现金流枯竭，偿债能力下降，一旦发生债务违约，就会有大批债主登门讨债，这可能导致企业迅速倒闭。因此，谁先停产谁先倒下，倒下一批钢厂，剩下的钢厂都活了。这种形势钢厂都能看得明白，没有钢厂会因为亏损而减产，除非是亏损也卖不出去，增产不能创造现金流。在降价就有销路的情况下，钢厂越亏越增产的局面还将持续，国内钢材市场供大于求的局面短期内难以改变。因此，供需基本面仍在继续恶化，钢价仍有下跌空间。

第3章 原材料市场刺痛钢价

上半年在钢价跌跌不休的背后，是原材料市场价格的坚挺，尤其是铁矿石价格持续居高不下，令钢厂很受伤。那么下半年原材料市场是否还能坚挺如斯？

3.1. 铁矿石价格难以为继

3.1.1. 国产矿供应增加，进口矿占比下降

国内原矿产量维持高位：根据国家统计局数据，2013 年 1-5 月份我国铁矿石原矿产量总计 51623.36 万吨，同比增长 8.61%，不过增速已经比原来下降不少。按照 32.67% 的含铁量折算为 62.5% 的成品矿后，1-5 月份成品矿产量为 25478 万吨。原矿产量增速的下滑也许是由于国内矿开发成本偏高且品位比较差，市场竞争力相对较弱。

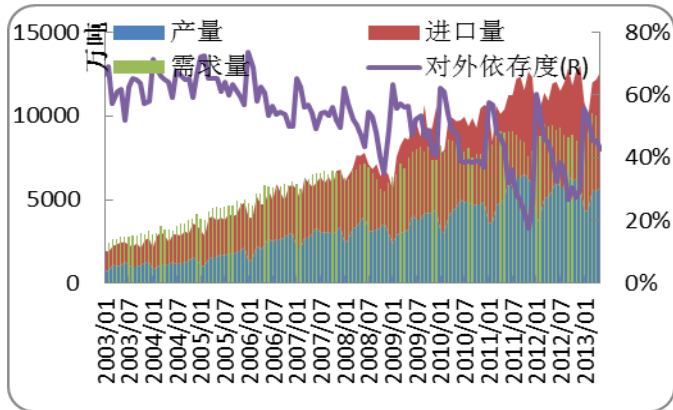
进口增速亦放缓：据海关统计，1-5 月份我国铁矿石进口总计 32207 万吨，同比增长仅 4.7%，此增速比去年同期下滑不少。从进口来源上看，今年上半年我国从澳大利亚进口铁矿石量大幅增长，同比增速接近 20%，同时从巴西的进口量出现小幅度下滑，而从印度的进口量继续大幅度下滑，自南非的进口量基本持稳。

需求增速超过供应：2013 年 1-5 月份我国共生产生铁 29920.57 万吨，同比增长 6.09%。我们按照 1.65 吨铁矿石成品矿产出 1 吨生铁折算，则前五个月共需要铁矿石

成品矿 49367.57 万吨。根据原矿产量和进口量折算，1-5 月份我国铁矿石供应量达到 57699 万吨，因此供应过剩约 8330 万吨。此过剩量与去年同期基本持稳。

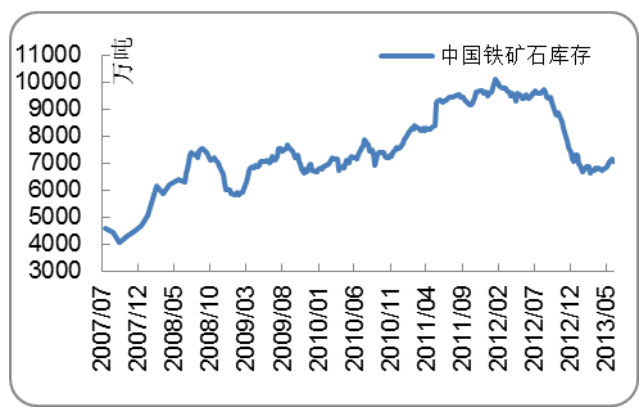
铁矿石港口库存量在上半年则经历了一个先减后增的过程，从年初的 8300 万吨逐步下滑到 4 月下旬触及 7450 万吨，之后铁矿石库存再度恢复增长，截止 6 月中旬港口库存量为 7650 万吨，总体水平仍然比 2012 年底要减少逾 600 万吨。矿石库存的减少反应了钢企对原材料需求的旺盛，这从钢厂生产积极性高涨当中也可见一斑。

图 3.1.1: 铁矿石供应和需求均温和增长



资料来源: Wind 南华研究

图 3.1.2: 国内铁矿石库存从高位下滑



资料来源: Bloomberg 南华研究

3.1.2. 矿石价格难以持续坚挺

在钢材价格持续下跌，不断创出新低的情况下，铁矿石价格似乎并没有表现出强烈的跟跌欲望，这让钢厂深深地感受到了成本之痛。

截止 6 月中旬，国内唐山地区的铁矿石报价依然高达 990 元，比 2 月份创下的 1185 元的高点仅下跌了 195 元，且价格也远未跌到 2012 年的低点，更别说是 2008 年金融危机以来的低点。

国内矿价坚挺的同时，进口矿价也一样坚挺。63.5%印度粉矿外盘报价截止 6 月中旬时依然高达 115 美元，比 2 月份高点下滑 45 美元，但仍比 2012 年 9 月份的低点要高出 20 美元。

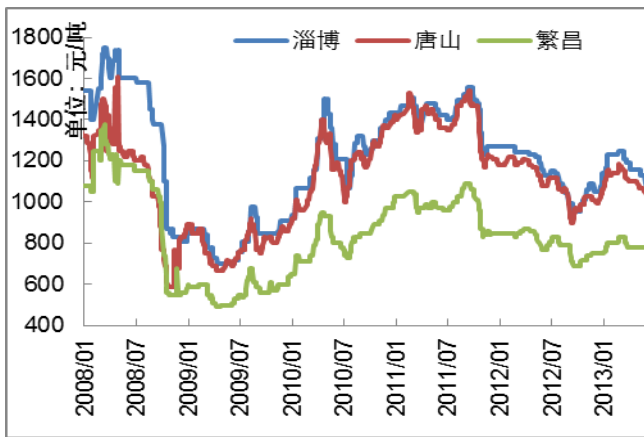
除此之外，中国进口铁矿石的月度均价更是持续在高位徘徊。5 月份我国进口铁矿石月度均价为 132.91 美元，仅比 4 月份有小幅下滑。根据历史数据来看，我国铁矿石进口均价最高点出现在 2011 年 9 月份，当时的月度均价达到 175.92 美元，因此目前均价水平与历史最高价相比调整幅度也不过 40 余美元。

矿石价格的持续坚挺导致钢厂生产成本持续居高不下，在钢价不断下跌的情况下，钢厂的盈利状况不断恶化。

我们预计矿价下半年继续维持高位的概率很小，因为如果钢厂状况继续恶化，则减产是必然的结果，可能会导致对铁矿石消费需求的减少。另外根据商务部的通知，自 7 月 1 日起，我国铁矿石的进口资质会放开，进口企业只需要到网上自助申领进口许可证

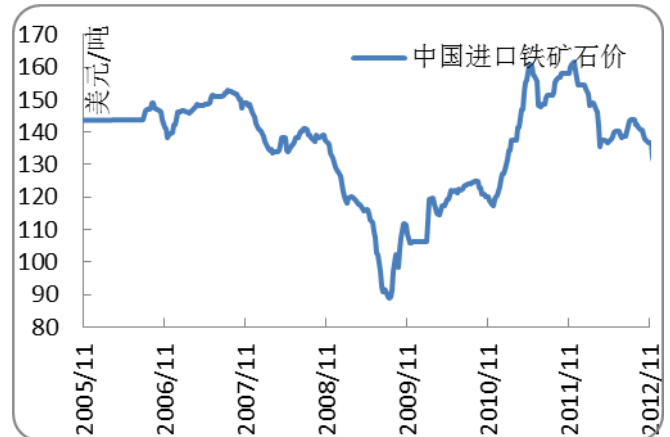
即可，而不再需要五矿商会和中钢协的双重审批，这意味着只要有进口资质的企业都可以进口铁矿石，有利于增加国内铁矿石的供应，减轻价格压力。因此我们预计下半年铁矿石会继续调整。

图 3.1.3: 中国国内铁矿石价格小幅调整



资料来源: Bloomberg 南华研究

图 3.1.4: 进口铁矿石价格仍处于高位



资料来源: Bloomberg 南华研究

3.2. 焦炭市场亦仍未到底

3.2.1. 2013 上半年焦炭跌幅超过期螺

以春节为分水岭，焦炭价格在 2013 年春节过后也开始大跌。文华财经焦炭指数从 2006 点高位持续下跌，最低跌至 1434 点，跌幅近 30%，超过了螺纹钢的跌幅。截止 6 月 14 日，焦炭指数也仅徘徊在 1458 点低位。

图 3.2.1: 2013 年焦炭期货价格震荡走低



资料来源: 文华财经 南华研究

价格的下跌并没有影响资金对于焦炭的热情，上半年焦炭的持仓量不断增加，成交也异常活跃，这使得焦炭在上半年的资金流入量超过了螺纹钢。目前焦炭指数距离 2012 年 9 月份的低点还有近 200 点。如果钢价后市继续下跌，焦炭也将难以摆脱继续走低的

命运。

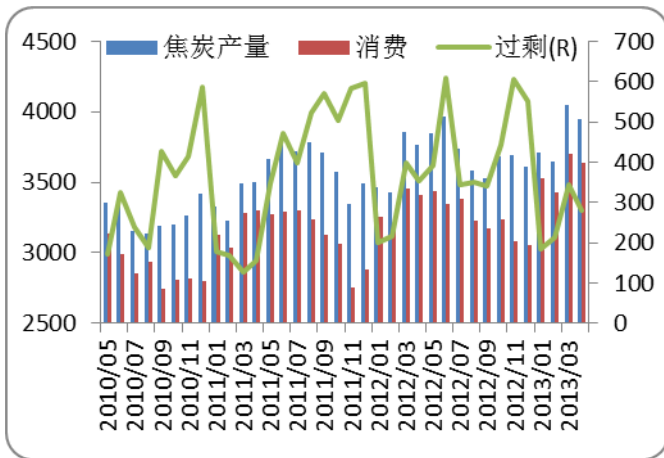
3.2.2. 焦炭现货市场供需矛盾略有缓解

2013 年前几个月焦炭的产量依然维持在高位。国家统计局数据显示，1-4 月份我国焦炭产量总计 15398.1 万吨，同比增长 7.9%，增速要高于去年同期的 6.4%。出口方面比去年略有增长。中国海关数据显示，1-4 月份我国共出口焦炭 56 万吨，而去年同期的出口量仅为 28.89 万吨。

虽然焦炭的产量增速加快，不过由于生铁产量增速的加快使得焦炭的供应过剩状况略有改善。1-4 月份我国共生产生铁 23887.8 万吨，同比增长 7%，增速比去年同期加快了 4.3 个百分点。生铁生产的增长使得焦炭的消费需求状况有所改善，因此过剩状况也有所改善。

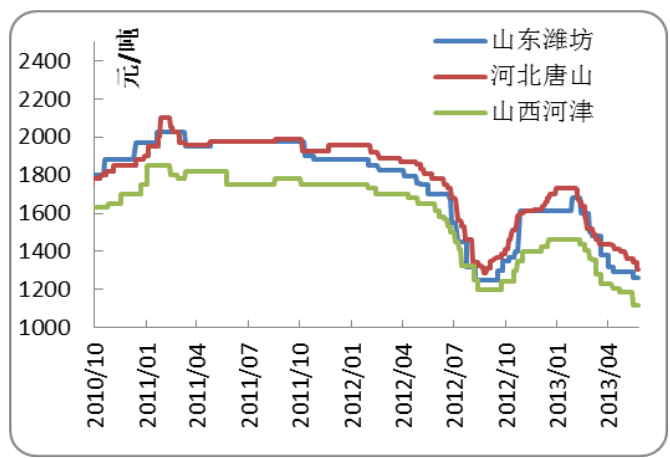
根据我们的测算，2013 年 1-4 月我国焦炭的需求量约 14284 万吨，供应过剩约 1000 万吨，而去年同期的供应过剩量逾 1150 万吨。

图 3.2.2: 焦炭供需状况略有改善



资料来源: Wind 南华研究

图 3.2.3: 焦炭现货价格亦疲弱不堪



资料来源: Wind 南华研究

在钢厂亏损加剧的情况下，钢厂只能向上游焦化企业压价以缓解亏损状况，因此焦炭生产企业的盈利状况也非常堪忧。

目前情况来看，焦炭价格也仍未跌到底部，不过我们预计随着价格的继续下跌，焦炭价格应该会表现出比螺纹钢更强一点的抗跌性，一方面是由于焦炭前期的跌幅过大，另一方面也是由于焦炭行业的供求状况比去年有所改善，对价格有一定支撑作用。

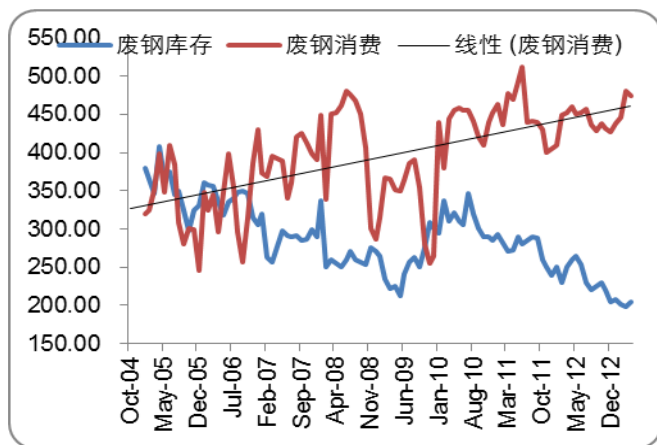
3.3. 废钢价格调整甚微

整个 2013 年上半年中国国内钢铁产量不断增长，但是国际钢铁产量仍然负增长，因此中国的废钢需求比较旺盛，这也支撑了废钢进口价格，废钢进口价格调整甚微，整个上半年我国从日本和美国进口的废钢价格调整幅度仅在 5% 左右，远远小于钢价调整幅度。

由于废钢价格的坚挺以及资源供应的紧张，国内大中型钢厂的废钢库存量不断下滑，截止 4 月份库存量仅 205 万吨。同时我国废钢的消费量在不断增长，1-4 月份废钢消费量达到 1839.37 万吨，比去年同期增长 69 万吨。

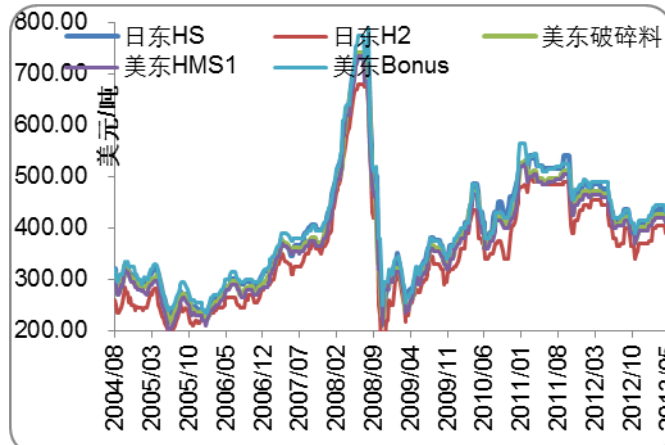
后期如果钢厂生产热情不减，那么废钢的消费需求将维持旺盛，这也将导致废钢的价格持续坚挺，废钢价格在下半年即便是有调整也将是非常微小幅度的调整，将不会出现大幅补跌的情况。

图 3.3.1: 废钢消费增长, 库存下滑



资料来源：钢之家 南华研究

图 3.3.2: 进口废钢价格小幅调整



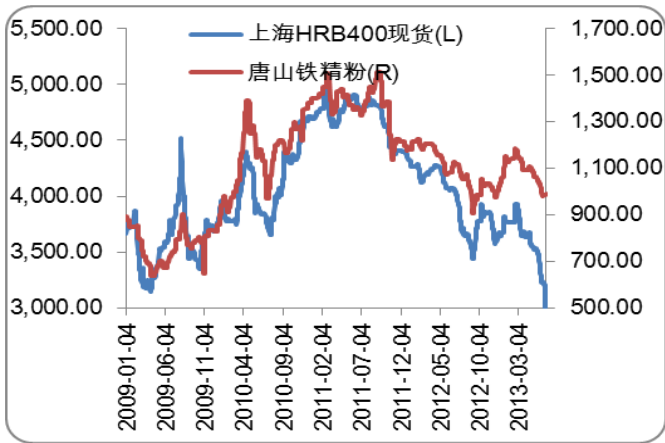
资料来源：钢之家 南华研究

3.4. 钢企亏损生产

上半年国内钢铁企业基本亏损运行。根据我们的测算，目前生产一吨建材亏损幅度大约 200 元左右。但是钢厂仍然持续生产，且还有扩大产能的企业，主要是由于很多钢厂现金流比较紧张，且如果不生产，其亏损会更加巨大。另一方面也有囚徒困境在里面，很多钢厂希望在低价坚持生产趁机扩大市场份额，同时希望对手企业会先放弃抵抗。这个时候大家都憋着一口气，谁能坚持到最后谁就是胜者。

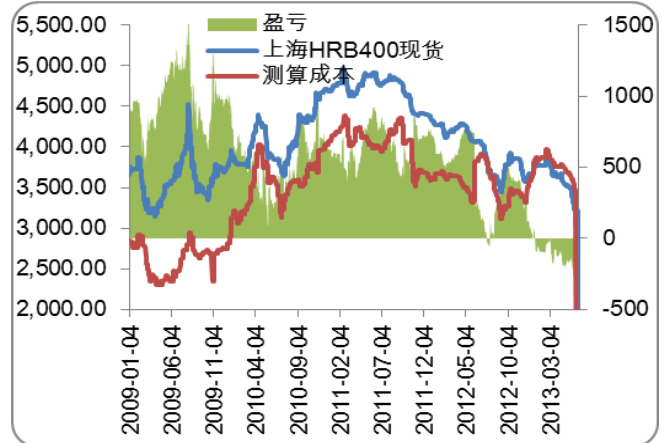
但是我们认为，我国钢铁行业产能过剩严重，这种状况不改变，整个钢铁行业就难有前景。亏损状况也许会持续很久，如果大家都不减产，很可能到最后整个行业俱伤。

图 3.4.1: 矿价调整远小于钢价



资料来源: Wind Bloomberg 南华研究

图 3.4.2: 钢企亏损生产



资料来源: Wind Bloomberg 南华研究

第4章 下半年钢材市场展望

4.1. 资金和矿价将主导钢价

综合上述，我们认为，以下两种因素可能深刻影响下半年的钢价格走势：

1、资金成本上升可能抑制投资需求

1-5 月社会融资规模达 9.11 万亿，较去年同期多出 3.12 万亿元，同比增长 52%，增速惊人。但天量融资没能催热实体经济，资金供给与实体经济显著背离。

我们分析，这些天量融资，的确有一部分进入了房地产市场和基建市场，否则，上半年的钢材消费不可能有这么高。但 1-5 月份城镇固定资产投资同比增长 22.5%，其中房地产投资同比增长 23.6%，新开工项目计划总投资同比增长 15.6%，这些数据基本与去年同期持平，而新开工项目计划总投资还显著低于去年同期 22% 的水平，说明投资力度总体趋于减弱。天量融资没有催热固定资产投资，说明资金进入房地产和基建投资领域的比例也是非常低的。

从钢铁企业普遍无法创造利润、只能靠借新债还旧债来维持债务循环的情况看，我们认为，1-5 月份的天量融资主要都被地方政府和企业用来偿还债务、支付利息了。我国有太多的企业和投资项目不能创造利润，无力偿还债务，只能靠更大规模的融资来偿还旧债和支付利息，剩下的才能够投入实体经济。这是一个高度危险的循环，它需要下一次有更大规模的融资，才能还清债务和弥补亏空，才能保证不发生债务违约和进入新一轮债务循环。

这样，市场就会患上资金饥渴症，而资金总是有限的，有限的资金会流向利息更高的地方去，急需资金的企业只有支付更高的利息才能实现融资，如此循环，市场利率可能被反复推高。

考虑到今年上半年资金环境相对宽松，而人民币升值也导致大批热钱流入中国，但这样的好日子正在过去，我们判断，下半年流动性可能明显紧张起来，市场实际利率也将有上升。而政府把提升金融稳定性和可持续性当作重中之重，不会轻易重启宽松货币政策。

流动性紧张、资金成本上升，会进一步抑制投资，降低钢材需求，推动钢价下跌。

2、矿价可能暴跌，钢厂生产成本有望大幅下降

春节过后，进口现货矿价格持续走低，5月份以后，下跌开始出现加速迹象。至6月初，天津港63.5%印度粉矿车板交货价跌至850元，已跌至2012年11月底的低点，我们认为矿价仍然太高，下半年矿价可能出现暴跌，这主要出于以下逻辑：

1、目前矿价下，钢厂普遍亏损

正常情况下，钢坯市场售价应该高于其生产成本，统计数据表明，以往多数时间，市场都是正常运行的。但去年11月份以后，因为铁矿石、焦炭大幅上涨，钢坯生产成本始终高于市场零售价格。这意味着，以现货矿为原料的大批钢厂，生产始终处于亏损状态，反映出现货矿价格偏高。虽然春节后矿价走软，但相对于钢材市场价格，矿价偏高的局面始终没有改变。

2、钢厂财务状况严重恶化，部分钢厂可能因为巨亏而被迫停产

由于钢铁原料价格偏高，钢厂生产持续亏损，钢厂的财务状况严重恶化。财务恶化的不仅是中小钢厂，包括宝钢、鞍钢、武钢在内的大型钢企，财务状况都在走向恶化。

我们判断，一些融资能力较差的钢厂，可能很快就会应为巨亏而被迫停产。一旦有钢厂倒下，其他钢厂的融资会受牵连，因此，一旦钢厂大面积减产，必定导致矿价暴跌。

3、矿山新增产能不断释放，供应持续增加

能说明这一点的是，2008年以来，钢铁产业链的利润不断向铁矿石集中，几乎所有的钱，都让矿山赚去了。因此投向矿山的投资居高难下，目前，已经到了产能释放阶段。

4、澳元大幅贬值，将推动铁矿石大幅下跌

自4月中旬以来，澳元大幅贬值9%以上，反映了货币市场极度看空澳元，看空澳元实质上是看空中国需求，看空以铁矿石、煤炭为代表的大宗商品价格。澳元大幅贬值，将推动铁矿石大幅下跌，这是很容易推导的结论，如澳元贬值10%，以美元计价的澳矿跌价10%，换算成澳元等于没有降价。因此，如果澳元继续贬值，澳洲矿山很乐意降价扩大市场。

目前国内多数市场螺纹线材价格已经跌破2012年9月份的低点，但矿价仍在高位，2012年9月份，62%的澳矿最低跌至91美元/吨，目前同样的矿价格为114美元。我们认为，钢材价格普遍跌破去年9月的低点是大概率事件，因此未来矿价也可能跌破去年低点。矿价的大幅下跌，将有效降低钢厂生产成本，成本下降也促进钢价下跌。

4.2. 下半年钢价：再创新低 低位波动

对于下半年的钢价，市场关心两个问题，一是市场何时见底，螺纹钢期货 RB1310 在 3400 之下还有多少下跌空间？二是市场探底后是否会出现强劲反弹，或者说，钢价能否在下半年反转向上？

首先从周期看，春节后钢价已连跌 4 个月，价格也跌至历史低价区间，从很多业内人士的行业经验看，钢材价格已经到了“买入区间”，因此螺纹钢期货在跌破 3600 后，就不断有资金进场“抄底”，在跌破 3500 后，螺纹钢期货总持仓暴增到 210 万手，跌至 3400 附近时，总持仓增至 230 万手，这是产业资金根据行业经验在抄底。我们认为，这些抄底资金都是长线资金，不在乎一早一夕的盈亏，但正因为如此，这些抄底做多的资金可能很难盈利退出。这主要是立足如下判断：

一是钢价虽然跌至历史低位，但市场供需矛盾却没有解决，钢厂没有减产意愿，而下游需求已经进入淡季，供需基本面仍在恶化；

二是从历史价格统计来观察，每一轮钢价都以铁矿石暴跌而结束，矿价暴跌意味着钢厂大幅减产，供需基本面改变，而目前矿价仍在相对高位，预示下跌没有结束；

三是国际商品期货整体下跌的趋势没有改变，目前除了原油等少数品种，橡胶、黄金、白银、铜铝锌等商品期货都走出大跌形态，这种共振下跌常常是由经济周期决定的，在这种形势下，螺纹钢期货也很难走出独立反弹行情。

因此，我们认为，目前钢价见底的可能性几乎是零，下半年钢价首先是继续下跌，鉴于螺纹线材等建筑钢材现货价格已经跌破 2012 年 9 月的低点，螺纹钢期货 RB1310 跌破去年低点的概率很高，但去年的低点也不意味着能成为今年的底部，市场再创新低后继续深跌的概率仍然很高，我们认为，螺纹钢期货在下半年跌破 3000 元的可能性较大。

我们建议投资者不要预设底部价格，判断底部是否来临，唯一的标准在于钢材供需基本面是否发生改变，而目前唯一能改变基本面的因素是钢厂大幅减产。

如果下半年钢价在深幅下跌后，部分钢厂陷入破产危机，那么，钢材市场将反转向上，大幅上涨。如果钢价未见深跌，抄底资金借助利好消息反复拉涨，那么下半年钢价将低位波动，弱势振荡，以更长的调整周期来完成供需基本面的转变。

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
 电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
 电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
 电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
 电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
 电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
 电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
 电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
 电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
 电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
 电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
 电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
 电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
 电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
 电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
 电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
 电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
 电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
 电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)
 电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市西下顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
 电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
 电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
 电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
 电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
 电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
 电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
 电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
 电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
 电话: 0351-2118016

普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号
 电话: 0663-2663886

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net