

待机而动

摘要

大宗商品的价格波动呈现周期性波动，背后是产业利润的周期变化。策略开发须依赖于稳固可靠的逻辑进行推演。本文通过历史案例分析的方式，介绍了两种策略开发的思路：产业利润周期和事件冲击型策略，并给出了两种策略产生的条件或背景。

产业利润周期视角，偏向于中长期的策略布局，该种策略具有波动幅度大和周期长等特点，需要投资者具有较好的耐心和持仓忍耐力。

事件冲击型策略，偏向于中短期的策略布局，该种策略具有时效性较强、周期短等特点，需要投资者能够在事件发生后，能够及时把握机会。

在本报告中，也介绍了几个该种类型的投资策略，供参考。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王建锋

投资咨询证号：
Z0010946
wjianfeng@nawaa.com

陈磊珂

从业证书编号：
F3036604
chenleike@nawaa.com

孙 啸

从业证书编号：
F3054383
sunxiao@nawaa.com

目录

第 1 章	引言	4
第 2 章	产业利润周期角度下的策略	4
2.1.	两个案例.....	4
2.1.1.	铁矿石需求改善、叠加供应端事件.....	4
2.1.2.	棕榈油的需求改善和减产预期.....	6
2.1.3.	小结.....	8
2.2.	2020 年有哪些值得关注的品种.....	8
2.2.1.	橡胶.....	8
2.2.2.	豆粕.....	10
2.3.	产业利润周期的另一端.....	12
第 3 章	事件冲击型策略.....	16
3.1.	事件冲击和啤酒游戏	16
3.2.	市场中的几个案例	16
3.2.1.	豆粕.....	16
3.2.2.	鸡蛋.....	17
3.2.3.	俄铝事件.....	18
3.2.4.	原理及逻辑.....	19
3.3.	在 2020 年，事件冲击型策略重点关注哪些品种?	19
第 4 章	总结.....	20
	免责声明	23

图表目录

图 2.1.1.1: 铁矿石 1909 日 K 线图.....	4
图 2.1.1.2: 螺纹钢周度产量.....	5
图 2.1.2.1: 豆油 05 和棕榈油 05 的价差.....	6
图 2.1.2.2: 马来西亚棕榈油月度产量.....	6
图 2.1.2.3: 马来西亚毛棕榈油月度库存.....	7
图 2.1.2.4: 棕榈油 2001 合约日 K 线走势.....	7
图 2.2.1.1: 天然橡胶成本: 国营 (左) 民营 (右).....	9
图 2.2.1.2: 下游重卡销售数据.....	9
表 2.2.2: 美豆种植成本.....	10
图 2.2.2.1: 生猪养殖利润 (周度).....	10
图 2.2.2.2: 生猪存栏量.....	11
图 2.3.1: PP1-5 价差图.....	12
图 2.3.2: PP/MA 05 比价图.....	12
图 2.3.3: L05-PP05 价差图.....	13
图 2.3.4: L-PP 价差走势年度预测.....	13
图 2.3.5: MT0 利润.....	14
图 2.3.6: PP2005-PP2009 价差.....	14
图 2.3.7: L2005-L2009 价差.....	15
图 3.1: 啤酒游戏示意图.....	16
图 3.2.1.1: 豆粕 1905 合约走势图.....	17
图 3.2.1.2: 豆粕商业库存.....	17
图 3.2.2: 鸡蛋 2001 合约走势图.....	18
图 3.2.3: LME 铝价.....	18

第1章 引言

大宗商品，在供需过剩和紧缺的周期中，各个品种不断上演价格的上涨与下跌。在市场经济下，如果供需出现持续过剩，往往会导致价格大幅下跌，甚至跌破成本价，以增加需求，且去除部分过剩产能，减少供应，支撑价格和产品利润回暖。在供需出现紧缺的情况下，价格会大幅上涨，用高利润的方式补贴生产企业，以鼓励它们尽可能多生产。

市场是一个自组织系统，会通过内部价格的调整，来调节系统内部的供需平衡。从中长期的角度来看，产业利润周期，是大宗商品最核心的驱动因子。例如，橡胶、白糖、大豆等农产品，如果价格长期处于成本线下方，必然会导致农民种植意愿下降，来年产量预期下滑。在工业品领域，也有类似的现象。例如，螺纹钢在 2016 年至 2018 年期间，受益于环保和供给侧改革，钢厂利润异常丰厚。高利润的状态也反噬了环保和供给侧政策的效果，使得符合环保条件的大型钢厂持续高产出。这一结果将会逐渐降低钢厂利润。

如果我们从经济学理论去解释的话，这是一个蛛网模型理论的现实案例，不断地收敛和发散。

另外，市场中也会出现类似于“啤酒游戏”中的事件冲击型机会。使得原本供需基本平衡的商品，在受到事件冲击后，供需格局短期出现偏离，但是在不久的将来又会缓慢修复。

本文意在从中长周期的角度，给出一种审视商品市场策略的思路，那么，产业利润周期型策略无疑是需要我们重视的。另外，我们也从中短周期的视角，给出了一个策略思路：事件冲击型策略。

特别是近几年的大行情特征，基本就是：在历史低价区域，或者持续高利润状态下，由于供应端出现收缩或扩张，催生出大涨或大跌行情。

下文，我们就从产业利润周期和事件冲击型策略的角度，来看看 2020 年哪些机会值得我们关注。

第2章 产业利润周期角度下的策略

2.1. 两个案例

先不往远了看，就说 2019 年，我们选择了两个案例：铁矿石和棕榈油。它们的共同特征就是：在成本边际下，需求改善增厚安全边际，叠加供应异常，成就了大牛行情。

2.1.1. 铁矿石需求改善、叠加供应端事件

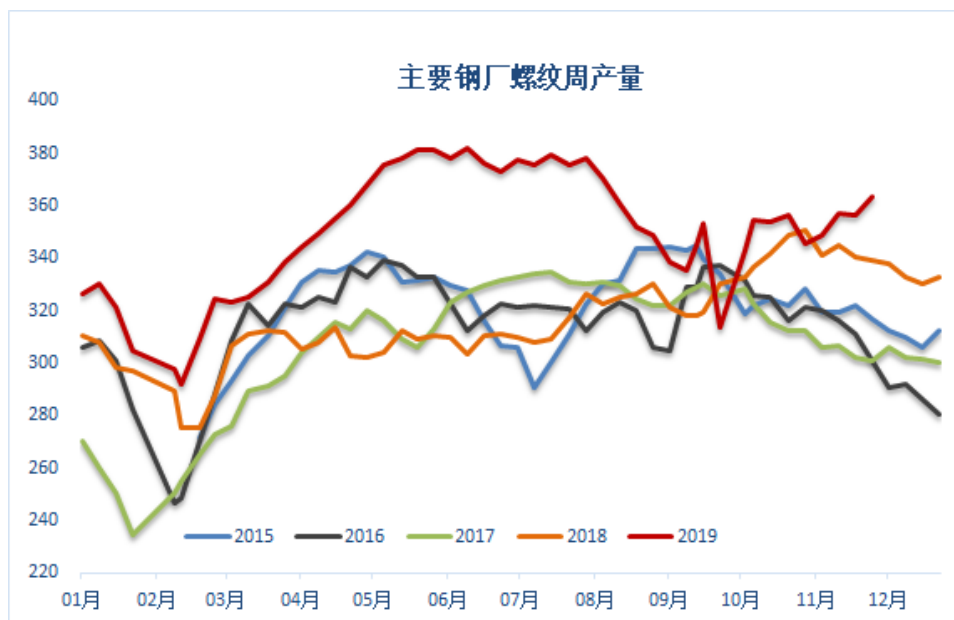
图 2.1.1.1: 铁矿石 1909 日 K 线图



资料来源：文华财经 南华研究

简单回顾一下铁矿石的行情：在 2018 年国内供给侧和环保措施影响下，螺纹钢和热卷等钢材的产量受到限制，使得铁矿石的需求萎靡不振，铁矿石的价格一直处于成本线附近徘徊（420-520 元/吨）。直到 2018 年 9 月 11 日后，环保限产的指标略有放松，使得钢材产量得以恢复性生产（详见图 2.1.1.2 中 2018 年四季度螺纹钢的产量变化），对铁矿石的需求有所增加。然而，供应端充裕，并没有使得铁矿石有明显的上涨。但是，需求端的改善将会增厚铁矿石的下方的安全边际，并且在 2019 年初开始，随着螺纹钢的跌势接近尾声，铁矿石的估值也慢慢开始修复。在修复的过程中，巴西 VALE 的矿难使得铁矿石的行情加速发展。在需求增加和供应出现短缺的情况下，铁矿石发展成波浪壮阔的牛市行情。

图 2.1.1.2：螺纹钢周度产量



资料来源：MY STEEL 南华研究

铁矿石的成本线支撑和需求端改善，给了铁矿石非常好的安全边际。巴西矿难事件只不过加速和放大了这个行情而已。真正的大逻辑是成本安全边际+需求改善。

2.1.2. 棕榈油的需求改善和减产预期

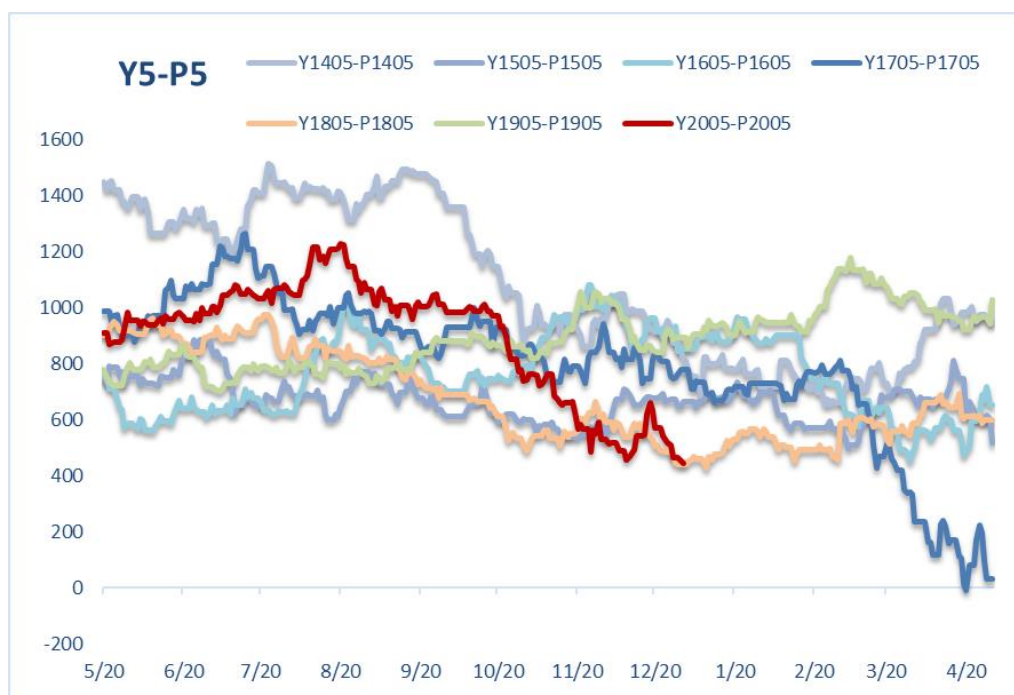
棕榈油 2018 年和 2019 年上半年，仍然是处于供应过剩的状态，使得它一直处于熊市行情当中。马来西亚棕榈油甚至跌破 2000。这对于马来西亚农民而言，就是种植效率的大幅缩水。他们甚至考虑不再对棕榈油施肥，因为很不划算。

另外，印尼政府为了消化过剩的产量和库存，推出 B20 和 B30 生物柴油添加政策，并启用了执行惩罚机制。这使得印尼棕榈油的库存不再继续恶化。

从供应端看，印尼 2019 年的降水偏少，使得棕榈油的单产出现一定程度的下滑。印尼政府 B30 生物柴油政策的强力执行，给了需求端很好的支持，相当于加厚了安全边际。随着干旱的影响，马来西亚和印尼的棕榈单产出现进一步超预期下滑，推升了棕榈油的牛市行情。

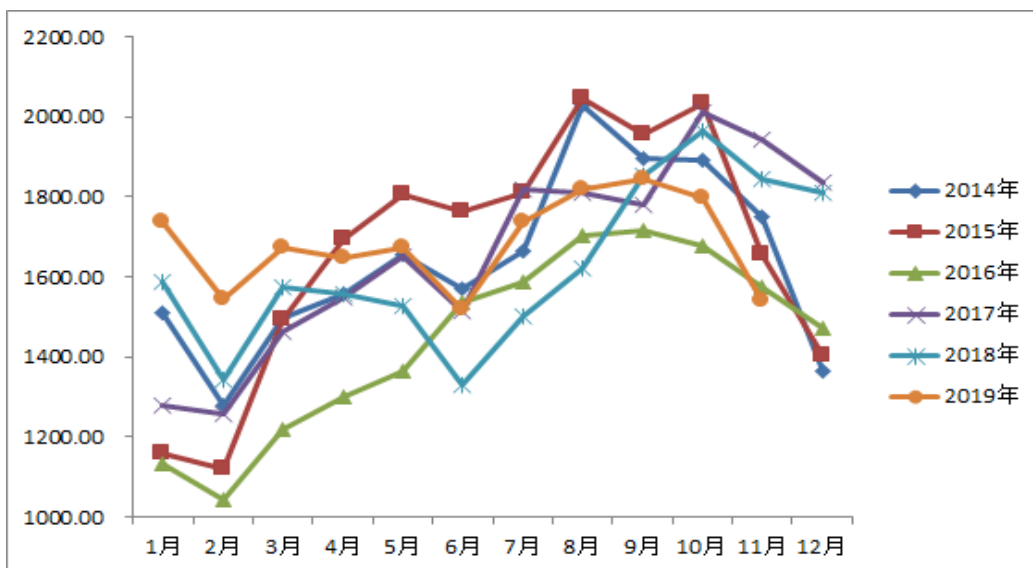
我们从豆油和棕榈油之间的价差走势可以看出，油脂板块的核心矛盾在于棕榈油方面。

图 2.1.2.1：豆油 05 和棕榈油 05 的价差



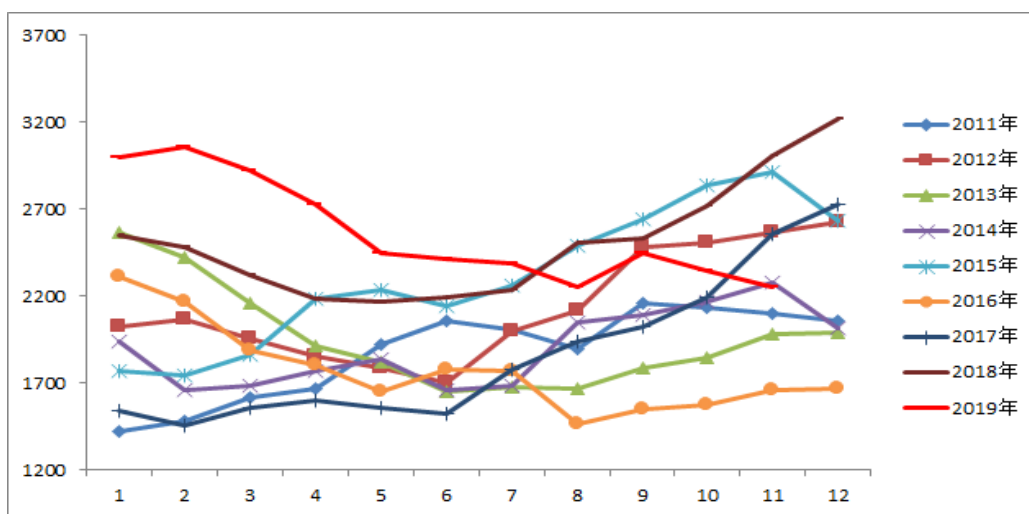
资料来源：WIND 南华期货研究所

图 2.1.2.2：马来西亚棕榈油月度产量



资料来源: MPOB 南华研究

图 2.1.2.3: 马来西亚毛棕榈油月度库存



资料来源: MPOB 南华研究

图 2.1.2.4: 棕榈油 2001 合约日 K 线走势



资料来源：文华财经 南华研究

2.1.3. 小结

大行情需要天时地利人和。我们能做的，是寻找具有安全边际的投资机会。

商品市场的大牛行情，往往需要几个环境条件，一是商品价格已经跌至成本附近，导致上游开始产生低效益或亏损的反噬效应；二是需求逐步改善；三是供应端发生异常。共同造就一波大行情。简单地说，成本和低价导致的需求改善是安全边际，供应端的利多事件是催化剂。

即：（1）价格在成本附近，使得去库存和需求改善；（2）供应端发生突发性短缺，加速行情。（3）供应端缺乏弹性。

如果我们再往更远的历史去看，还可以发现，棉花（2010年）、橡胶（2010年）等品种。它们共同的特征也是类似的逻辑。在价格具有安全边际的情况下，下游需求逐渐改善，然后借力于供应端的某个事件，在市场情绪的推动下，出现大牛行情。

历史让人明智，我们学习历史，就是要从历史案例中得到一些经验总结和借鉴。那么，2020年有哪些品种值得我们关注呢？

2.2. 2020年有哪些值得关注的品种

从以上两个案例，映射出几个关键词：安全边际，需求改善，供应端异常。这三个关键词当中，安全边际和需求改善最为关键。

纵观当前市场，我们认为有几个品种可以关注：橡胶、豆粕。

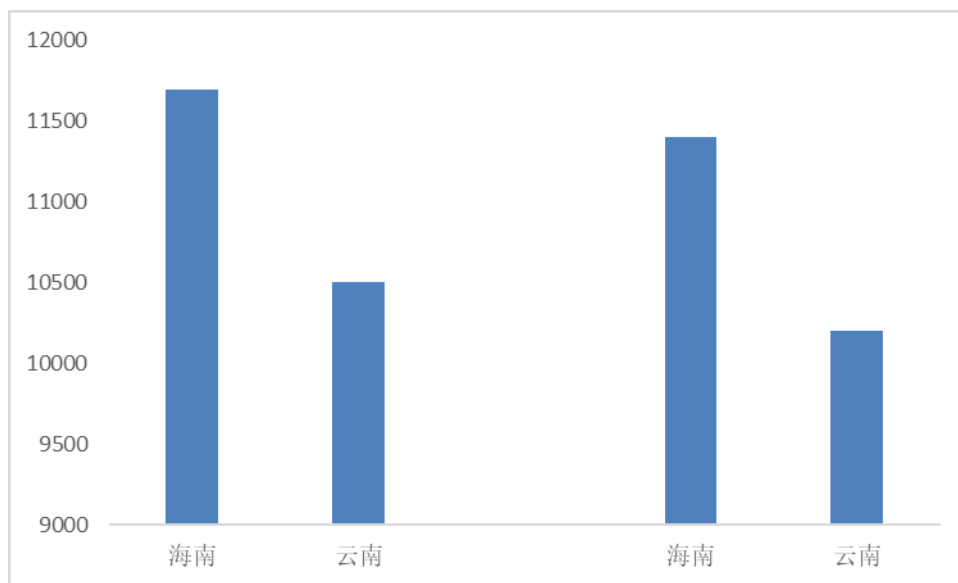
2.2.1. 橡胶

橡胶自2011年高点跌下来后，已经历了8年的熊市。中间在2016年下半年的时候出现过一波上涨行情，背景是泰国洪水可能导致产量下滑。由于下游需求一直萎靡不振，之后橡胶再次进入阴跌的熊市状态。

如果我们从产业利润周期和成本安全边际的角度，在中长期的角度去看待橡胶的话，这个位置已具有一定的安全边际。需要等待下游需求略有改善，增厚安全边际，便只待供应端的催化剂出现了。那么，走出一波牛市行情，也是可以期待的。

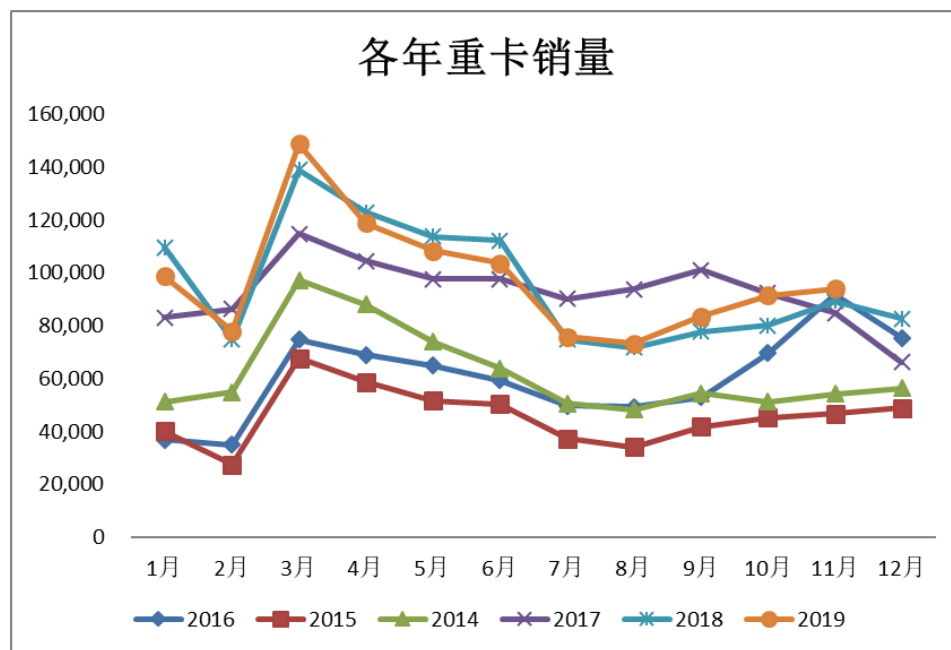
下面我们看几组数据：

图 2.2.1.1：天然橡胶成本：国营（左）民营（右）



资料来源：南华期货研究所

图 2.2.1.2：下游重卡销售数据



资料来源：WIND 南华期货研究所

我们从重卡的销售数据来看，下游的需求确实有所改善，整体的销量处于历年的高位。这一点，类似于 2016 年的 9 月份之后，重卡销售数据也是明显改善，叠加了 2016 年底泰国发洪水事件，催生了橡胶的一波小牛市行情。就今年的数据而言，显然也有类似的迹象，随着国内货币政策和财政政策

对需求端的支持，我们相信橡胶的安全边际已经出现。至少橡胶期货的价格已经有所体现，只是，供应端还没有给予支持。

从产业周期的角度来看，橡胶在 11000-12000 以下是具有安全边际的。能不能走出一波大牛行情，除了需求端的改善，还需要供应端的配合。比如，干旱、洪水或者其他灾害等气候异常。

因此，我们建议，橡胶底部空间有限，需求端略有改善，不建议大幅度做空。2020 年如果有供应端的配合，或将出现一波上涨行情。

2.2.2. 豆粕

本轮美豆的下跌，主要有两个原因，一是总体供应充足，二是国内存栏量大幅下滑（环保去产能以及非洲猪瘟的影响），导致饲料需求大幅下滑。从而导致全球大豆价格处于低迷状态。如果继续维持低价，将会导致美国农产品改种其他品种，或者部分放弃种植。美豆价格已经处于成本线附近，下方继续下跌的空间有限。

随着中美之间的贸易关系正常化，将会进口更多的美豆，帮助美豆去库存。另一方面，国内生猪存栏目前虽然处于较低水平，但是国内政策大力支持，环保政策暂时让路于养猪。那么，我想，2020 年的饲料需求水平，至少不会比 2019 年下半年更差。

表 2.2.2: 美豆种植成本

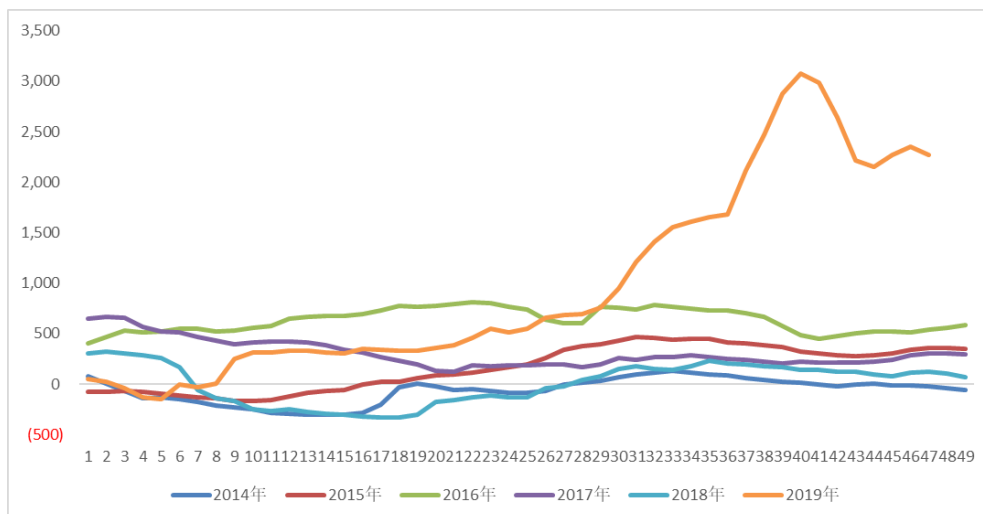
	2018	2017	2016	2015	2014	2013
每英亩生产价值总额	444.21	454.72	491.92	430.56	522.24	571.04
固定成本	158.50	158.08	160.31	166.97	176.79	176.63
可变成本	291.70	285.42	283.15	296.33	289.93	281.68
总成本	450.20	443.50	443.46	463.30	466.72	458.31
总价值-总成本	-5.99	11.22	48.46	-32.74	55.52	112.73
总价值-固定成本	285.71	296.64	331.61	263.59	345.45	394.41
单产（蒲式耳/英亩）	51	49	52	48	48	43
价格（美元/蒲式耳）	8.71	9.28	9.46	8.97	10.88	13.28

资料来源：USDA 南华研究

需求方面，由于猪瘟的影响，国内肉类价格整体上升。不管肉鸡、蛋鸡，还是生猪，它们养殖利润都非常高。一方面是生猪供应紧张，另一方面，鸡肉无法全面快速替代。但是，随着养殖利润的高企，未来必将会吸引更多的鸡肉等其他蛋白类的供应量。而蛋白的上游就是豆粕等饲料。换句话说，人类需要摄入的蛋白，最终的源头还是蛋白饲料。随着国内母猪和生猪存栏数据的企稳，以及国内相关政策支持，2020 年或将迎来生猪存栏恢复性地增长。叠加肉鸡等养殖规模的扩大，2020 年饲料需求总体会出现企稳回升的局面。

如果有人还是担心 2020 年的需求，那么，我们认为不必过于担忧。一方面，国家政策的大力支持，另一方面，生猪养殖利润较高。这两方面都是支持饲料需求逐渐改善的有力支持。或者说，至少需求不会比 2019 年下半年更差了。

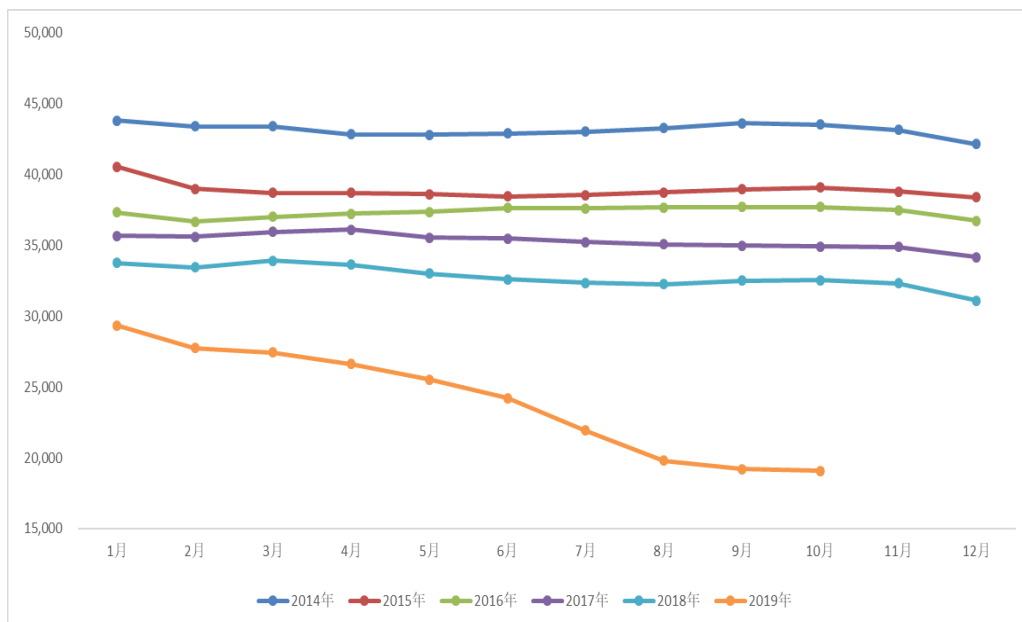
图 2.2.2.1: 生猪养殖利润（周度）



资料来源：WIND 南华期货研究所

目前的局面已经很清楚。(1) 供应端受制于成本，很难再出现较大的下跌空间，(2) 而需求端却在缓慢回暖。这种情况下，如果供应端出现一点问题，那么，2020 年豆粕和美豆的牛市行情或许可以适当期待一下了。

图 2.2.2.2：生猪存栏量



资料来源：WIND 南华期货研究所

所以说，豆粕是处于中间地带。上游大豆的价格接近成本区域，而下游的养殖利润却高高在上。这种结构，本身就是不稳定的。产业系统内部会自我修复这种不稳定的结构。更何况在国家政策的支持下，我们认为，这种系统内部自我修复的确定性会更强。

因此，我们推荐大家关注豆粕 05 和 09 合约潜在的机会。

下面，我们就从产业利润高位的角度，去看待另一个品种的策略。

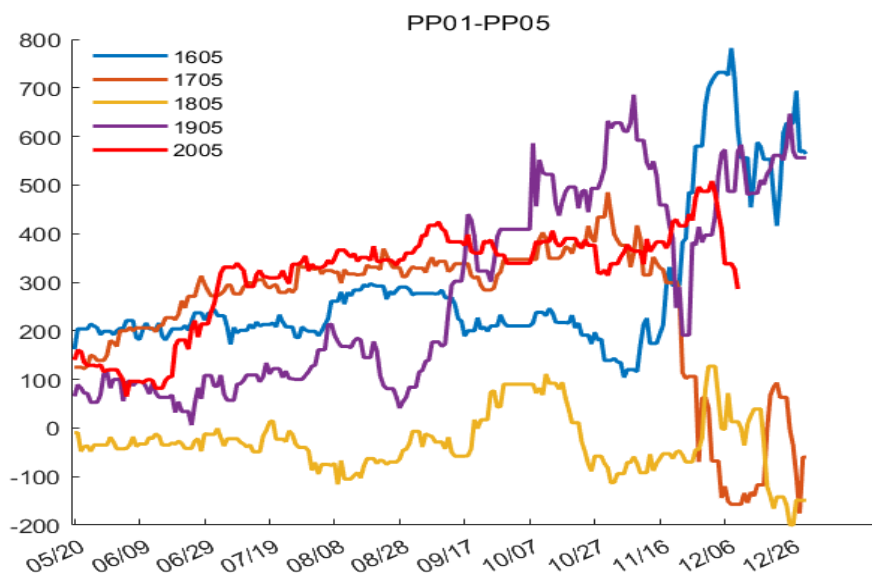
2.3. 产业利润周期的另一端

与商品价格接近或低于成本的情况相反面的是：产业利润高位。由于产不足需而使得产业利润处于高位。这种情况也很难持续，因为产业不可能长期处于高利润状态。

目前，我们发现，PP 的生产利润较高。由于 2019 年的需求好于预期，产能没有及时跟上，2019 年下半年又面临集中检修。因此，使得 PP 的价格一直处于较强势的状态，产业利润亦较高（见图 2.3.1）。

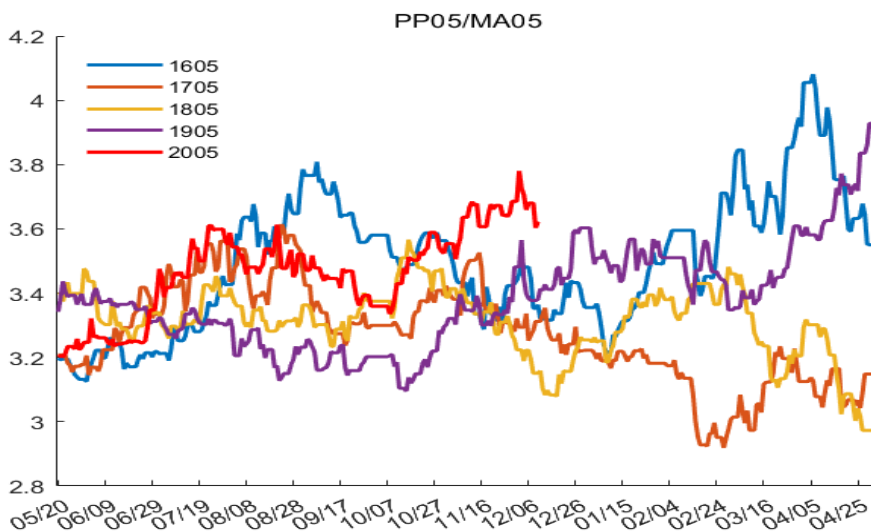
由于 PP 生产装置在 2019 年下半年集中检修，且下游需求较好，使得 PP 一直处于现货紧张的状态，现货价格居高不下，整体生产利润较好。关于这方面，可以从 PP（1-5）价差、PP/MA（图 2.3.2）、L-PP 等价差（或比值）可以得到佐证。我们可以看到，PP01、05、09 的期限结构处于近强远弱的格局。L-PP 的价差也处于近 5 年的低位；PP/MA 更是说明了 PP 的生产利润较高，处于近 5 年的高位。

图 2.3.1：PP1-5 价差图



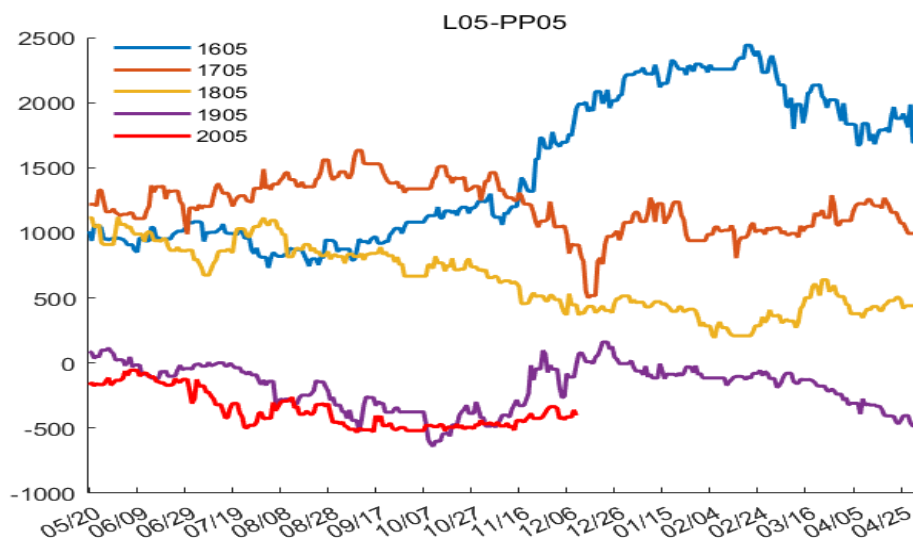
资料来源：WIND 南华研究

图 2.3.2：PP/MA 05 比价图



资料来源：WIND 南华研究

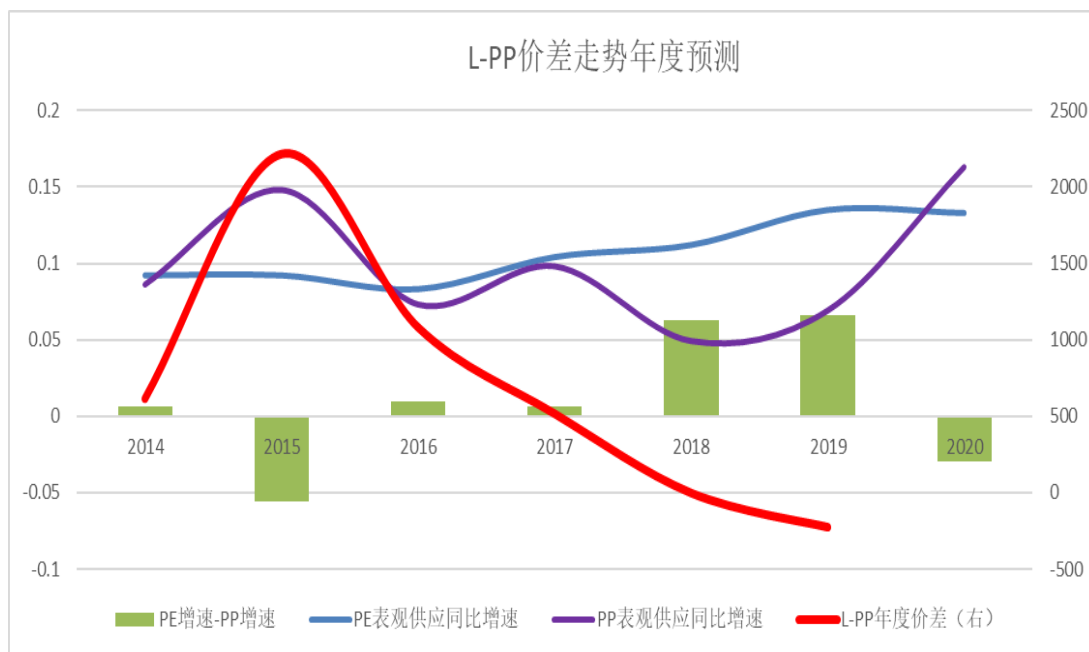
图 2.3.3: L05-PP05 价差图



资料来源：WIND 南华研究

另外，L-PP 价差与二者“供应同比增速差”存在高度一致性。2016 年之前国内 PP 曾经迎来一波投产高潮，导致 L-PP 价差来到 2000+，随着 2016 年开始至今，PE 国内外均进入产能扩张周期，L-PP 价差走弱至-1000 附近，但从 2019 年开始 PP 也进入产能扩张周期，考虑到装置滞后效应，预计产能扩张效应将在 2020 年开始集中显现，从长周期来看，2020 年 L-PP 价差将再度走强。（参考图 2.3.4）

图 2.3.4: L-PP 价差走势年度预测



资料来源: WIND 南华研究

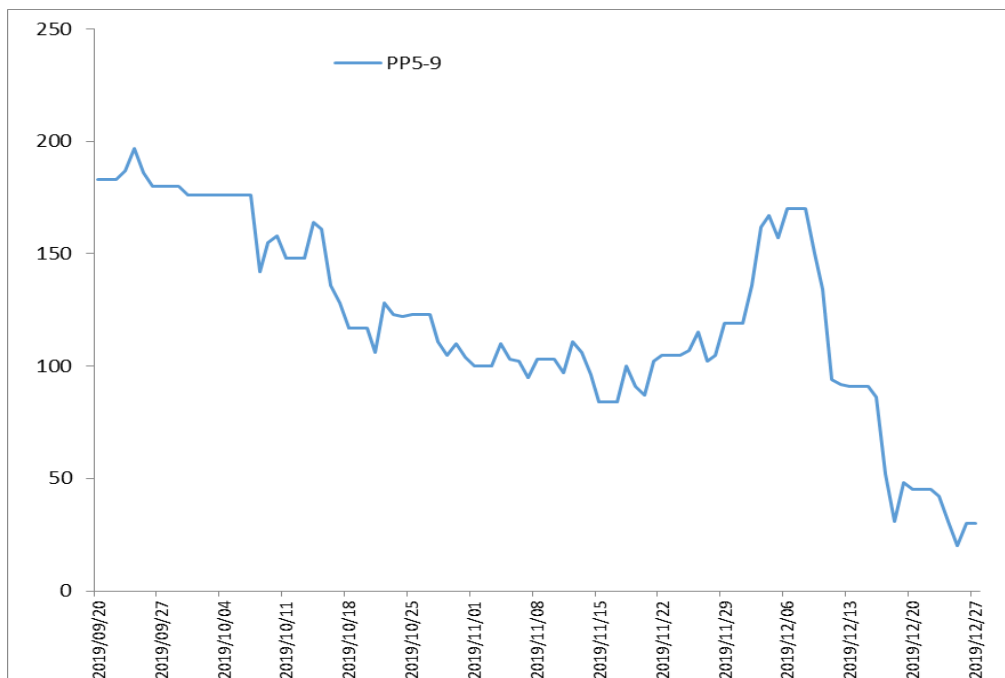
图 2.3.5: MTO 利润



资料来源: WIND 南华研究

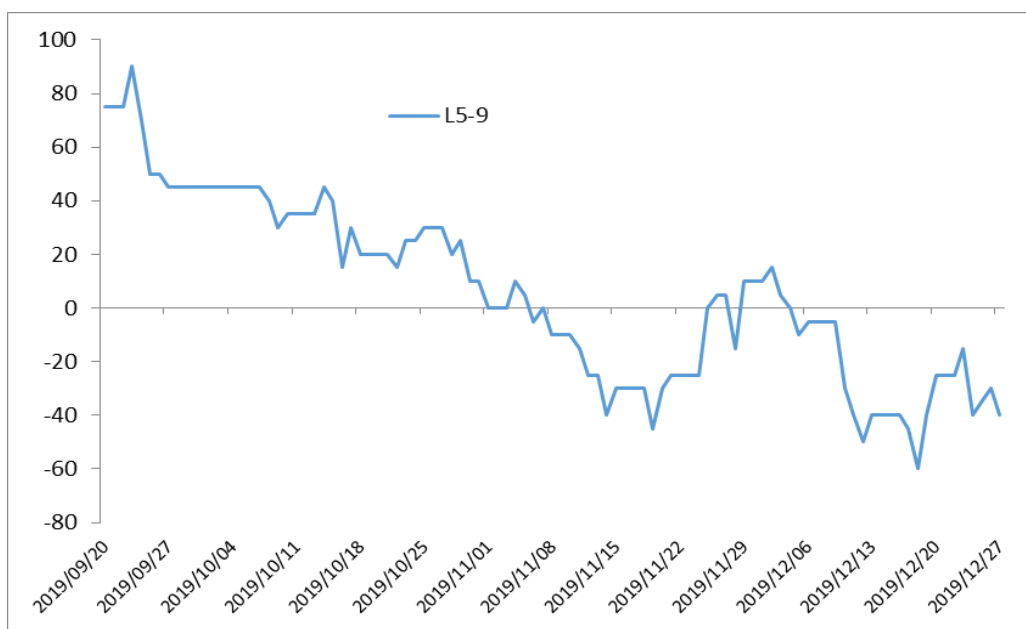
另外，来自期限结构维度的信息：目前 PP05-PP09 和 L05-L09 的价差走势，也基本反应出烯烃整体的供需仍然偏宽松，可以看到这两个价差持续走低。

图 2.3.6: PP2005-PP2009 价差



资料来源：南华期货研究所

图 2.3.7: L2005-L2009 价差



资料来源：南华期货研究所

因此，我们可以看到，PP 同样具有类似的条件，（1）产业利润较好，新增产能即将上线；（2）宏观需求季节性走弱，库存季节性累积；

另外，从目前现货价格来说，PP2005 合约也具有一定的安全边际。由于 PP2001 与 PP2005 之间的价差逐渐缩小。而 2020 年 5 月份合约所面对的基本面供需状况，是 PP2001 合约所不能比拟的，2020 年 1-2 季度，新增产能逐步上线，供应会明显宽松。因此，我们认为，这方面有几个策略可供参考：

- (1) 做空 PP2005 合约；(2) 做空 PP05/MA05；(3) 多 L 空 PP；
 风险点：产能投放不及预期，下游需求好于预期，原油等成本端大涨；

第3章 事件冲击型策略

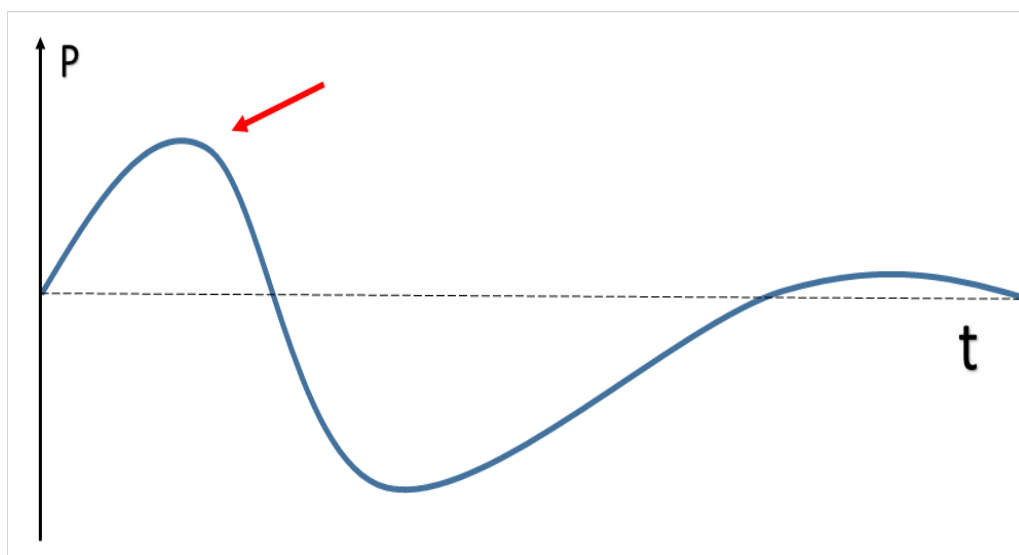
除了产业利润周期这类中长期角度的策略思路外，我们还可以考虑寻找一些事件冲击型的中短期策略。这类策略的时效性较强。所以，当出现类似的市场机会的时候，就可以在适当的时机参与。下面，介绍一下这类策略的思路，供参考。

3.1. 事件冲击和啤酒游戏

啤酒游戏

某个小镇上，突然来了一大批游客。他们在当地的酒吧消费了大量的啤酒，以至于啤酒供不应求。于是，酒吧老板决定向上游增加大量订货，啤酒生产商收到这个订货的消息后，以为需求提升，于是进行了产能扩张。但是，游客只是经过小镇，停留一周时间就要走了。但是，消息传递到啤酒生产商那里，对未来的供应将产生较大影响。

图 3.1：啤酒游戏示意图



资料来源：南华期货研究所

3.2. 市场中的几个案例

目前市场上，也时不时会出现类似于这样的情况。我们先来看看一些案例。

3.2.1. 豆粕

2018 年国庆前后，由于中美贸易关系摩擦的缘故，市场预期国内四季度会缺大豆，豆粕一度大涨。然而，由于贸易流等方面的作用下，国内并非实质上缺豆。况且 3 月份后，巴西的大豆即将上市。因此，这类冲击，仅仅是针对四季度的短期冲击因子，并不会改变下一个合约的主体矛盾。在豆粕大涨

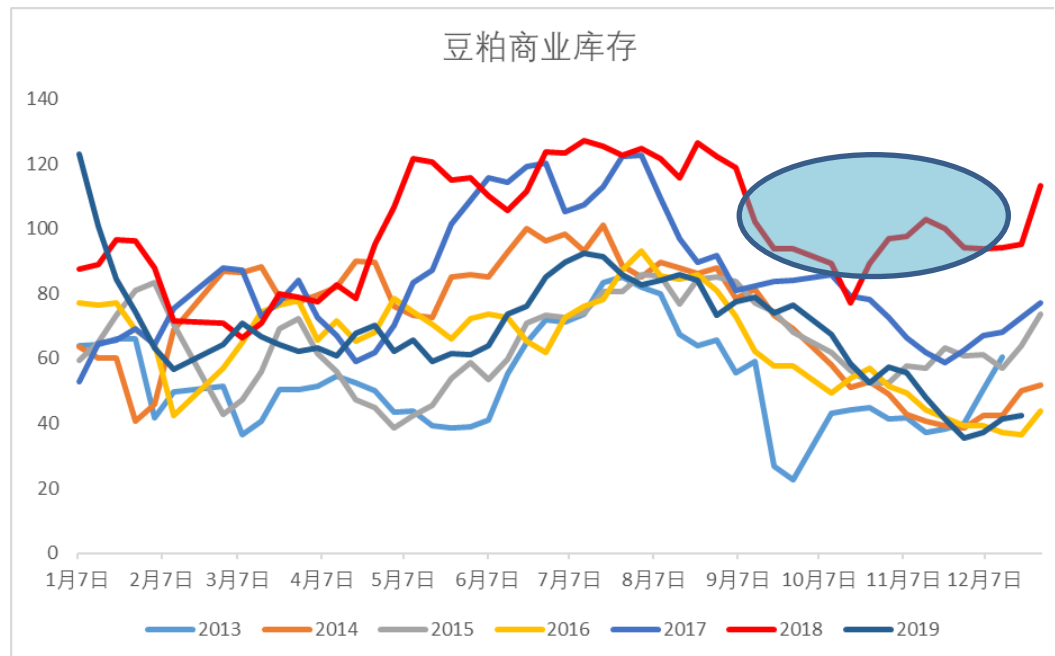
后，豆粕 1905 合约面对的是这样一种局面：（1）国内压榨利润丰厚；（2）巴西大豆充分供应。在国内压榨产能过剩的情况下，市场会让豆粕价格维持在高位吗？显然不会。

图 3.2.1.1：豆粕 1905 合约走势图



资料来源：文华财经 南华研究

图 3.2.1.2：豆粕商业库存



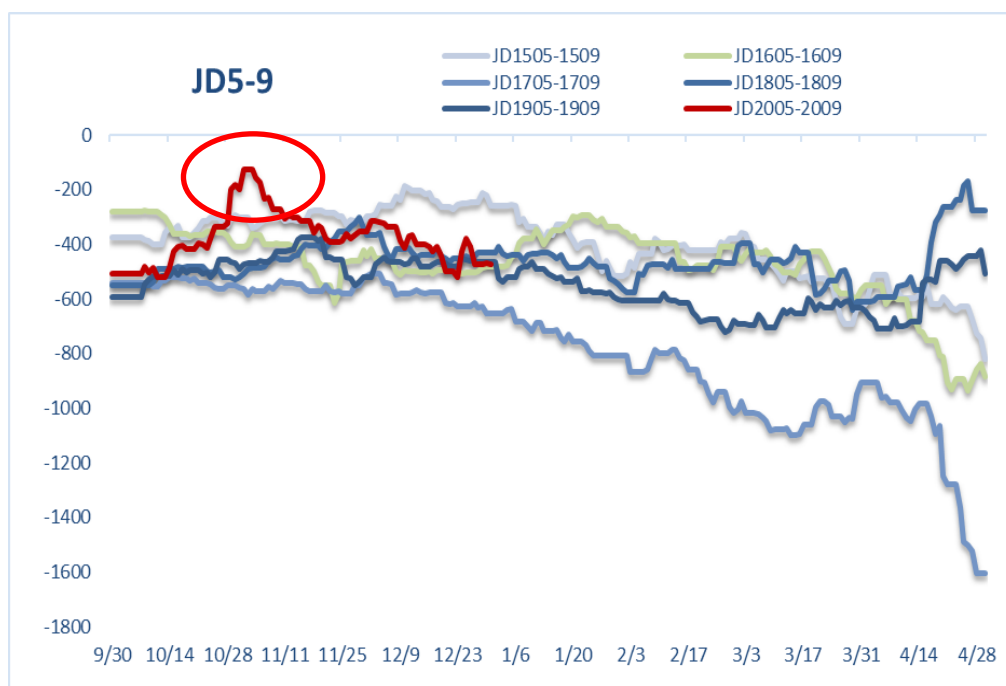
资料来源：天下粮仓 南华研究

3.2.2. 鸡蛋

在当下市场当中，我们可以发现：2019 年由于非洲猪瘟的冲击，叠加年底猪肉季节性消费旺季，

使得猪肉价格大幅上涨，也带动鸡肉、鸡蛋等其他蛋白类食物的价格出现上涨。而肉鸡和蛋鸡的养殖周期相对较短，在高利润的冲击下，将会出现产能的扩张，且猪肉季节性需求旺季将会过去。因此，我们看到鸡蛋 2001 合约的上涨，带动鸡蛋其他合约的联动上涨，其中鸡蛋 5-9 价差就出现了一个套利机会。因为猪肉价格的影响，对于鸡蛋而言是全局性的，并不会显著影响鸡蛋的季节性规律。因此，我们在这样的事件冲击下，趁机做空鸡蛋 5-9 套利。

图 3.2.2：鸡蛋 2001 合约走势图



资料来源：文华财经 南华研究

3.2.3. 俄铝事件

再如，2018 年 4 月份的俄铝被制裁的事件，导致 LME 铝价大涨，但是，俄铝事件并不会改变全球的实体供需格局，仅仅只是短期的仓单紧缺，被市场投机资金炒作而已，所以，用不了多久，铝价就会回归。所以，我们可以在市场情绪得到释放之后，做空 LME 铝期货的远月合约。

图 3.2.3：LME 铝价



资料来源：文华财经 南华研究

3.2.4. 原理及逻辑

这类策略的思路或逻辑，都是类似的。在原本供需基本平衡的情况下，一个系统外的短期因子冲击，会导致供需系统出现短暂的偏离，价格也会随之出现相应的波动。但是，短期因子的冲击效应会随着时间逐渐淡化，供需系统会自我修复，供需状况会慢慢恢复平衡，由此引发的价格或价差等的波动，也会相应修复。

或许行情各有差异，但是背后的逻辑是相通的。即：原本的供需基本平衡，冲击因子必须是短周期的。在这种情况下，事件冲击型策略的思路就可以应用。

简而言之，需要满足几个条件：（1）供需基本平衡；（2）冲击因子影响周期较短；（3）供应弹性好。

3.3. 在 2020 年，事件冲击型策略重点关注哪些品种？

就品种特征而言，我们更加倾向于供给弹性更大一些的品种。因为这些品种一旦被炒作完之后，供应会更加及时地反应过来。就我们的跟踪而言，更加倾向于产能过剩的工业品。或者一些尽管供应弹性不是很大，但是供应明显过剩的品种。

当下市场，临近年底，政府为了稳定猪肉价格，投放了大量的冷冻猪肉，以满足年底的猪肉消费旺季。对此前正在上涨的猪肉价格形成一定的打压。但是，从国内生猪存栏的数据变化来推算，国内猪肉真正紧缺的时间点，应该在 2020 年的 6 月份前后，所以，猪肉价格本轮由于政府调控的原因而下跌，我们认为只是一次调整而已，猪肉价格将会在 2020 年的上半年，大概率还会出现一次价格高点。目前期货市场里，能够与猪肉价格有一定关联的商品，只有鸡蛋。而目前而言，鸡蛋期货的价格，短期大幅下跌，已经充分释放了空头风险。建议可以关注鸡蛋在 2020 年的 6 月份以前的反弹上涨行情。

第4章 总结

本报告主要是提供两种策略思路。产业利润周期策略和事件冲击型策略。其中，前者的跨期更长期一些，事件冲击型策略时效性更强一些，需要根据当下实际发生的事件进行相应的策略应对或布局。

产业利润周期策略驱动的大牛行情，上文也介绍了原理，其实是有迹可循的，并非随机波动产生的。当然，如果没有供应端事件的叠加，以及市场群体情绪的推波助澜，或许行情不会那么大而已。所以说，大牛行情往往都是需要“天时地利人和”，各个环境因素共同催生了大牛行情。而安全边际，是基石。这种类型的策略思路，需要我们有足够的耐心，等待市场给出安全边际，然后再伺机建仓。

需要满足的条件是：（1）价格在成本附近，使得去库存和需求改善；（2）供应端发生突发性短缺，加速行情。（3）供应端缺乏弹性。

事件冲击型的策略，往往是空头行情居多。因为市场更容易去炒作短期的短缺等突发事件。在行情介入的时机方面，也可以通过估值工具去衡量。比如，基差和跨期价差、跨品种价差等。

需要的条件是：（1）供需基本平衡；（2）冲击因子影响周期较短；（3）供应弹性好。

本文通过介绍两种策略思路，并展望 2020 年市场可能会出现的机会。比如：橡胶的多头策略，豆粕的多头策略，PP 的空头策略等等。事件冲击型策略，建议 2020 年上半年可以关注鸡蛋的反弹行情。以上策略仅供参考。

供应缺乏弹性的品种：大豆、棉花、白糖、橡胶等。【一般以农产品为主】

供应具有一定弹性的：PTA、鸡蛋、螺纹、焦炭等。【一般以产能过剩的工业品为主】

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86205696

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 803、804 单元
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 777 号 1701、1702、1703、1708、1709 室
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 801 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120363

南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏州大道西路 205 号尼盛广场 1 幢 1202 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

济南分公司

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 1 幢景峰国际 24 层 03 室
电话：0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室

济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话: 0531-80998121

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话: 0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302
电话: 0551-62586688

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话: 0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市稠江街道总部经济园 A5 幢 1603 室
电话: 0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室 (第 14 层)
电话: 0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话: 0451-58896635

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话: 010-63161286

电话: 0576-88539900

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话: 024-22566699

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦第 29 层 2906 号
电话: 0411-39048000

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话: 0371-55151801

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 002 号
电话: 0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话: 0451-58896607

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82777909

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82777909

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：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net