



## 沪铝步入熊途

### 摘要

- 我们判断沪铝从今年四季度开始由紧缺转为阶段过剩，价格合理高端即12500-13000元运行的顶部渐显，需要下行回落寻找新的阶段平衡位置，可能在11月下旬见底。我们认为成本端大幅上升特别是煤价，限制了沪铝下探的底部空间。我们测算沪铝现价的底部也应上移至11000元左右。考虑商业收储，我们判断沪铝下探到合理低端即11000-11500元，11000元下方的低估位置大概率促使商业收储的落实。另外伦铝可能形成了1500美元上下的底部区域，从外盘强势空间上也限定了未来沪铝再次下探难以持续跌破11000元。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

马根美 Z0010589

0571-87839272

magenmei@nawaa.com

杨龙 助理研究员

0571-87839265

yanglong@nawaa.com

## 目录

第 1 章	沪铝步入熊途 .....	4
1.1.	沪铝阶段过剩，价格顶部渐显.....	4
1.2.	铝土矿进口可能偏紧，需去库存传导铝有限.....	6
1.3.	成本端大幅上升，不阻碍铝价下探 .....	8
1.4.	消费端高速或将回落 .....	9
1.5.	现价沪强伦弱，期价沪弱伦强.....	10
1.6.	沪铝深度 back 结构进入尾声 .....	12
	南华期货分支机构 .....	16
	免责声明.....	18

## 图表目录

图 1.1: 2016 年沪铝估值论证分析结果 .....	4
图 1.2: 沪铝主力还在下降通道中 .....	4
图 1.1.1: 预计 9 月份后中国原铝产量快速增长 .....	5
图 1.1.2: 社会库存铝锭二次探底 .....	5
图 1.1.3: 2016 年预计新投铝产能 380 万吨 .....	5
图 1.1.4: 2016 年 10、11 月预计投产、复产 170 万吨产能 .....	5
图 1.1.5: 现在国内电解铝运行产能 3400 万吨左右 .....	6
图 1.1.6: 在建铝产能还有 400 万吨以上 .....	6
图 1.2.1: 2016 年 1-7 月铝土矿进口结构 .....	6
图 1.2.2: 2016 年 1-7 月铝土矿进口国家趋势 .....	6
图 1.2.3: 进口铝土矿在回落 .....	7
图 1.2.4: 氧化铝进口下降国产回升 .....	7
图 1.3.1: 煤炭价格近 3 个月大幅回升 .....	8
图 1.3.2: 原料端与铝价变化传导 .....	8
图 1.3.3: 氧化铝/铝价比值二次探底后回升 .....	9
图 1.4.1: 商品房销售延续放缓趋势但短期回暖 .....	9
图 1.4.2: 商品房待售面积持续下降但速度放缓 .....	9
图 1.4.3: 2015 年四季度汽车产量基数很高 .....	10
图 1.4.4: 汽车产量增速可能月度见顶 .....	10
图 1.5.1: 现价沪强伦弱 .....	10
图 1.5.2: 期价沪弱伦强 .....	10
图 1.5.3: 铝材出口整体上偏差 .....	11
图 1.5.4: 铝贸易升水低位稍下降 .....	11
图 1.5.5: LME 现货铝小幅贴水徘徊 .....	11
图 1.5.6: LME 铝库存持续下降还未逆转 .....	11
图 1.6.1: 沪铝现货深度溢价期货还未转变 .....	12
图 1.6.2: 沪铝近端再次上探深度 back 结构 .....	13
图 1.6.3: 沪铝基差走势与库存变化走势一致性很高 .....	13
图 1.6.7: 2011 年前段现货深度折价转为深度溢价 .....	14
图 1.6.8: 2016 年现货深度溢价还未转变 .....	14
图 1.6.9: 2011 年去库存深度 contango 转为深度 back .....	15
图 1.6.10: 2016 年深度 back 结构还未走平 .....	15

## 第1章 沪铝步入熊途

1、现在电解铝运行产能相比今年初产能增加了 390 万吨左右，其中复产 130-150 万吨，新投产 270 万吨。在现货价格高位驱动下，我们预计 10、11 月份还要增加产能 200 万吨左右，其中新增产能待投产有 200 万吨，复产 60 万吨。另外铝土矿进口可能偏紧，需去库存传导铝有限。

2、我们判断沪铝从今年四季度开始由紧缺转为阶段过剩，价格合理高端即 12500-13000 元运行的顶部渐显，需要下行回落寻找新的阶段平衡位置，可能在 11 月下旬见底。

3、我们认为成本端大幅上升特别是煤价，限制了沪铝下探的底部空间。我们测算沪铝现价的底部也应上移至 11000 元左右。考虑商业收储，我们判断沪铝下探到合理低端即 11000-11500 元，11000 元下方的低估位置大概率促使商业收储的落实。另外伦铝可能形成了 1500 美元上下的底部区域（已达到美国电解铝关停减产临界价），从外盘强势空间上可能也限定了未来沪铝再次下探难以持续跌破 11000 元。

4、当前电解铝大量复产、投产氧化铝转为阶段性紧缺氧化铝价格上涨，加上铝土矿进口偏紧价格上涨以及煤价等氧化铝成本端也在大幅上升。我们判断未来一段时期氧化铝/铝价比值进入相对强势阶段，合理回归到 17.5%附近甚至 18-19%。沪铝高利润时期即将过去转入一个去利润阶段。

图 1.1：2016 年沪铝估值论证分析结果

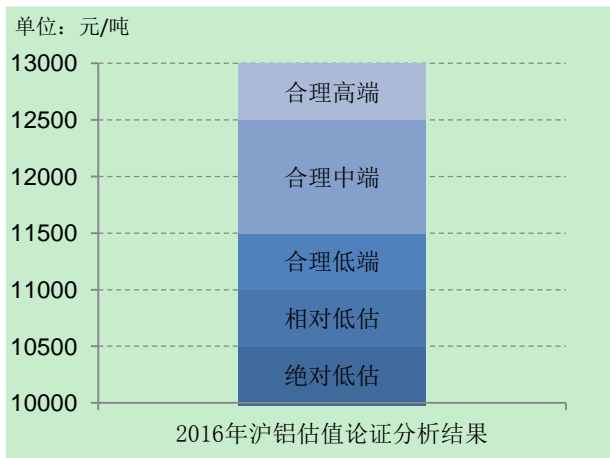


图 1.2：沪铝主力还在下降通道中



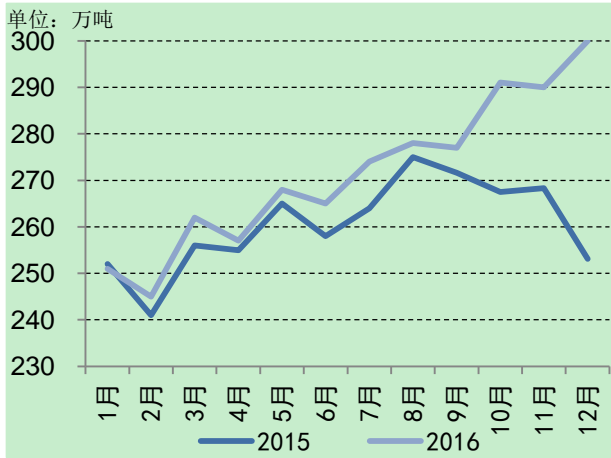
### 1.1. 沪铝阶段过剩，价格顶部渐显

由于现阶段铝锭现货价格持续深度溢价期货，处于去库存状态，我们在不考虑铝棒等隐形库存的变化下，推算出国内 2016 年 1-8 月份表观需求增量 101 万吨，增速在 5%。

1、我们计算 2016 年 1-8 月份中国原铝产出仅比去年同期小幅增长 1.6%即多产出 34 万吨；2、社会库存铝锭今年从 3 月中旬以来持续下降，较去年底大幅下降了 37 万吨，而

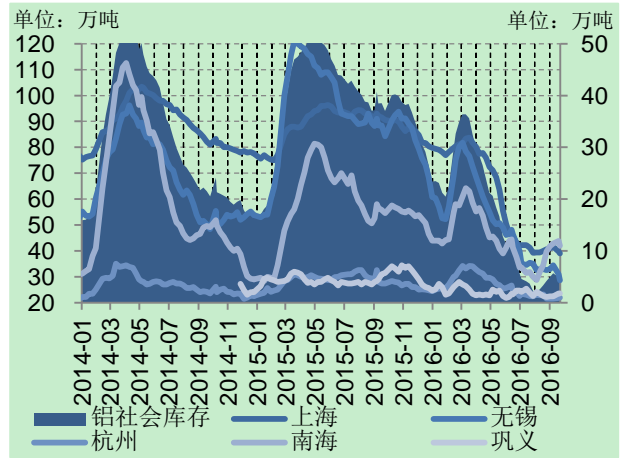
去年同期是增加了 41 万吨，因此库存变化可比多供给了 78 万吨；3、但是今年大量复产、新投产使用的基建铝我们估计有 11 万吨需要扣除掉。

图 1.1.1: 预计 9 月份后中国原铝产量快速增长



资料来源：国家统计局 南华研究

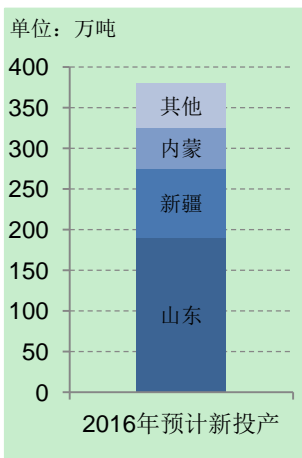
图 1.1.2: 社会库存铝锭二次探底



资料来源：SMM 南华研究

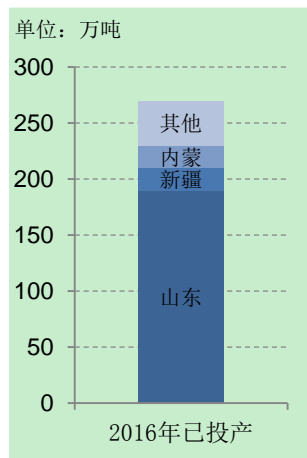
根据百川、阿拉丁资讯情况，我们初步统计现在电解铝运行产能达 3420 万吨左右，相比今年初产能增加了 390 万吨，其中复产 130-150 万吨，新投产 270 万吨。在现货价格高位驱动下，我们预计 10、11 月份还要增加产能 200 万吨左右，其中待投产 110 万吨，复产 60 万吨，在建产能可能在今年底要投产 118 万吨，这样今年底运行产能已高达 3600 万吨。

图 1.1.3: 2016 年预计新投铝产能 380 万吨

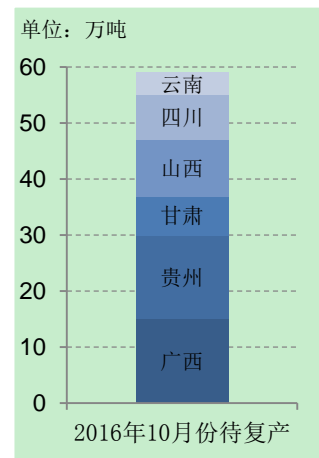
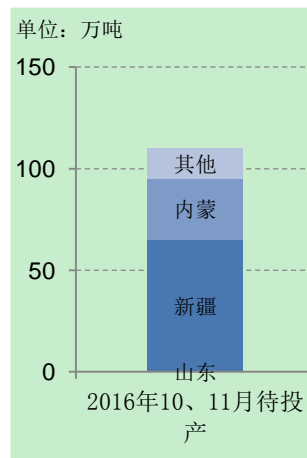


资料来源：百川、阿拉丁资讯 南华研究

图 1.1.4: 2016 年 10、11 月预计投产、复产 170 万吨产能



资料来源：百川、阿拉丁资讯 南华研究



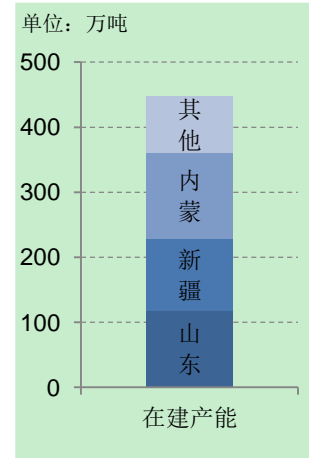
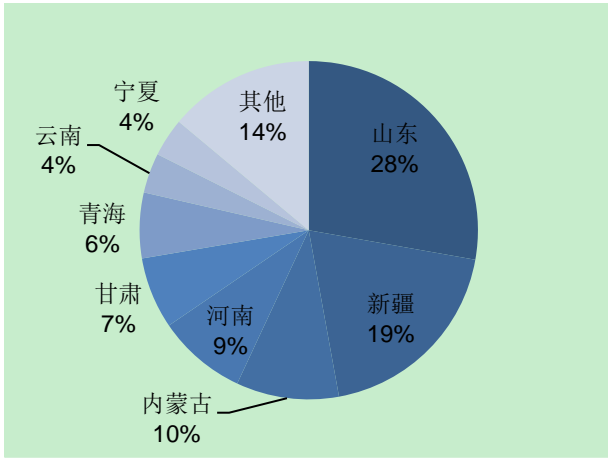
我们初步乐观预计 2017 年度沪铝消费 3500 万吨，即 2015 年原铝产量预计 3260 万吨+2015 年库存减少预估 40 万吨+2016 年需求增量 200 万吨（需求增速按 6%）。

因此即使不考虑在建产能投产情况，我们判断沪铝从今年四季度开始由紧缺转为阶段过剩，价格合理高端即 12500-13000 元运行的顶部渐显，需要下行回落寻找新的阶段

平衡位置。从我们的产量预计走势图也可以明显的看出：去年产量呈现大幅回落态势，而今年相反大幅回升。由此我们预计进入累库存阶段。

图 1.1.5：现在国内电解铝运行产能 3400 万吨左右

图 1.1.6：在建铝产能还有 400 万吨以上



资料来源：百川、阿拉丁资讯 南华研究

资料来源：百川、阿拉丁资讯 南华研究

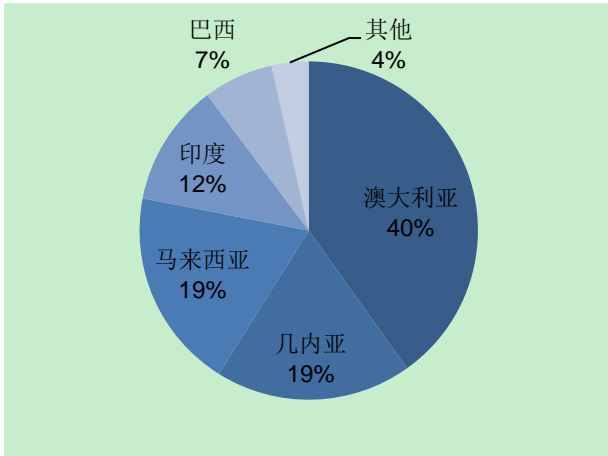
## 1.2. 铝土矿进口可能偏紧，需去库存传导铝有限

在 2015 年铝土矿进口结构中，主要由马来西亚 43%+澳大利亚 35%+印度 14%。从 2016 年开始几内亚逐渐取代马来西亚，另外受几内亚、巴西等国家高品位矿石的影响，马来西亚原矿在中国市场的接受程度有所下降。我们预计 2017 年度正式进入几内亚时代。

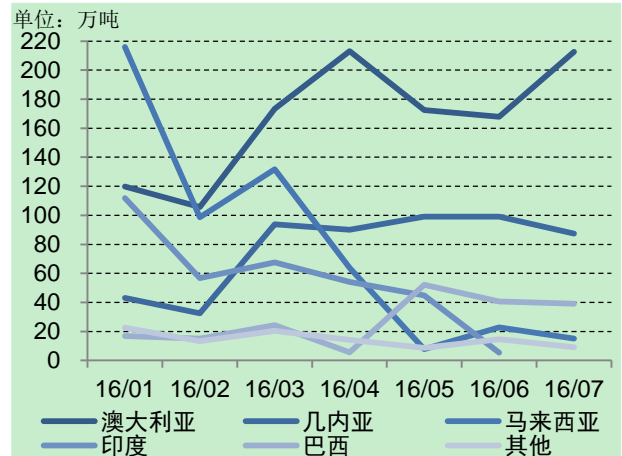
在 2016 年 1-7 月进口国家趋势变化上：1、澳大利亚同比小幅增加 2.4%，预计澳洲矿石进口量还有进一步增加的可能。2、马来西亚方面表示，决定将铝土矿开采禁令的执行期限延长至年底，并称若当前的高库存不能出清，可能会将开采禁令再延长六个月。据当地官方统计，目前关丹附近的三个矿场仍有高达 413 万吨库存等待出清。3、据 ALD 了解，目前几内亚赢联盟的内港码头实际月装船量已超过 100 万吨，因而未来呈现持续高速态势。4、迫于成本竞争压力，从 6-7 月开始印度铝土矿逐渐退出了中国市场，未来还有很大不确定性。5、巴西铝土矿可能继续保持增加。

图 1.2.1：2016 年 1-7 月铝土矿进口结构

图 1.2.2：2016 年 1-7 月铝土矿进口国家趋势



资料来源：海关总署 南华研究

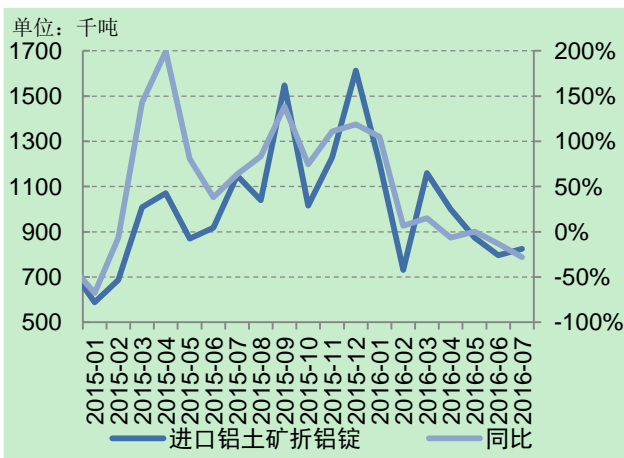


资料来源：ALD 南华研究

我们计算中国原铝产出对外铝土矿的依赖度在 35-40%左右。2016 年 1-7 月，铝土矿进口虽有 4.8%的增长，但是从 4 月份开始铝土矿进口同比在回落，然而国产氧化铝却在大幅回升，因此未来一段时间中国进口铝矿市场或将有一定的供应压力，有助于铝土矿价格进一步走强。但我们考虑主要企业铝土矿库存维持正常生产系数很高，偏紧的程度难还难以影响氧化铝产量，进而传导铝产出。

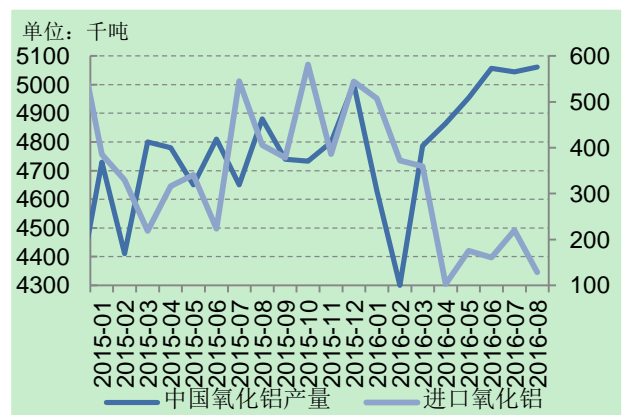
从具体的进口量变化上我们简析如下：1、在 2016 年度减量上我们预计有 1900 万吨，其中预计马来西亚年底前关丹港实际月出货能力不超过 100 万吨，年度减量将达到 1400 多万吨；另外印度市场可能要减少 300 万吨。2、在 2016 年度增量上我们预计有 1700 万吨，其中根据国际铝业协会预计今年几内亚向中国出口的铝土矿数量料触及 1300 万吨，增量高达 1200 多万吨；另外澳大利亚、巴西增量或各有 200 万吨。

图 1.2.3：进口铝土矿在回落



资料来源：海关总署 南华研究

图 1.2.4：氧化铝进口下降国产回升



资料来源：国家统计局 南华研究

### 1.3. 成本端大幅上升，不阻碍铝价下探

由于沪铝产能铝电联营已高达 80%以上，铝价不仅反映电解铝资产收益还要更多的体现电力资产比较优势收益，加上铝电价联动以及自备电高固定成本，使得未来铝价底部高波动成常态。我们认为价格对供需矛盾程度将会更加敏感，在需求端预期变化不显著的情况下，价格更多的由供给端来主导；在产业链产能过剩的现阶段，成本传导不能形成一个正反馈效应，也就是不能对价格趋势形成一个有效推动力，而是限制了产业价格的底部和顶部空间。我们从 1 月/3 月/1 年三个周期原料端与铝价的变化来实证简要说明一下：

近 3 个月时间，沪铝原料端增加了 1226 元，而对应的沪铝现货价格仅上涨了 640 元，沪铝三月远期反而下跌 20 元。沪铝现货价格上涨更多的是反映了现货铝紧缺，铝现价需要维持一个高位、高利润，以驱使复产、投产增加供给，进而抵消了一部分原料端煤炭价格的上涨。而远期三月下跌反映的还是阶段过剩预期，因此成本端上涨并未有效传导铝价上涨。

不过我们认为成本端大幅上升特别是煤价，限制了沪铝下探的底部空间。我们测算沪铝现价的底部也应上移至 11000 元左右。考虑商业收储，我们判断沪铝下探到合理低端即 11000-11500 元，11000 元下方的低估位置大概率促使商业收储的落实。

图 1.3.1：煤炭价格近 3 个月大幅回升

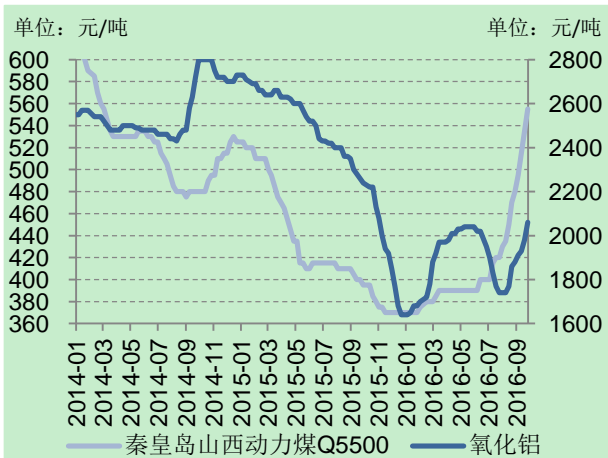


图 1.3.2：原料端与铝价变化传导

	原料端与铝价传导				
	原料变化	沪铝三变化	差异 1	沪铝现变化	差异 2
一周	282	275	7	790	-508
一月	791	-125	916	610	181
三月	1226	-20	1246	640	586
一年	581	250	331	1490	-909

资料来源：Wind 南华研究

资料来源：南华研究

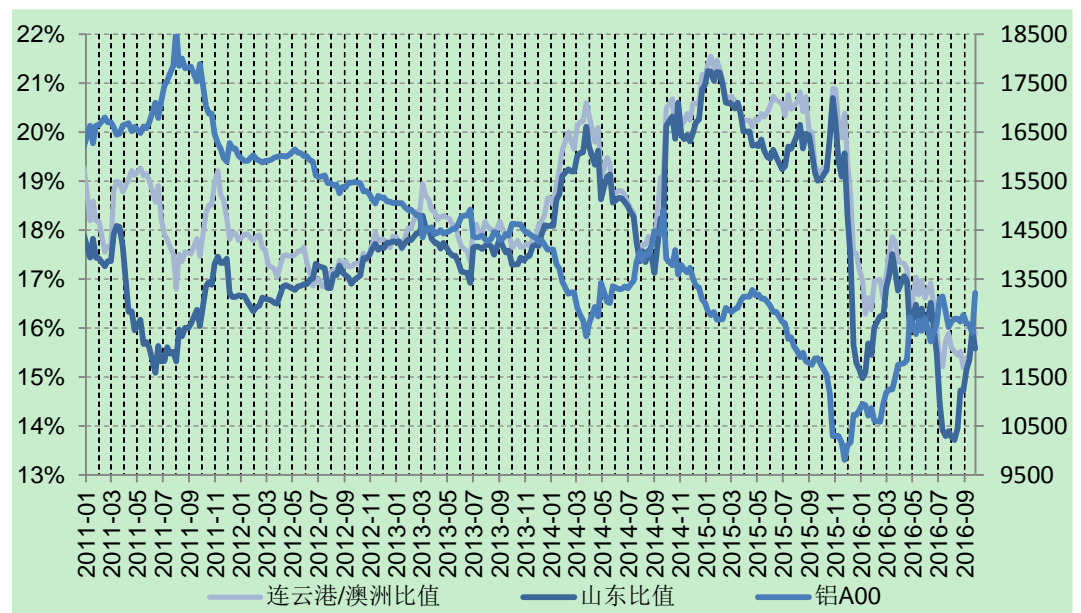
我们从去年底以来的实证走势简要分析以下氧化铝与铝价的相对强弱关系走势：阶段 A 2015 年 11 月—2016 年 1 月，沪铝大规模减产后铝价探底回升，氧化铝运行产能瞬间阶段严重过剩价格崩盘暴跌，宣告了 2014 年 10 月份以来氧化铝相对强势格局的终结，氧化铝/铝价比值也快速暴跌到历史最低点 15%附近。阶段 B 2016 年 3 月中旬前，氧化铝也迫使大规模减产与原铝运行产能匹配较好，在铝消费旺季需求拉动下，氧化铝与铝价形成了一个阶段正反馈循环即铝价涨—氧化铝价涨—铝价涨。此时氧化铝、电解铝行业的价格严重扭曲全部被扭转过来，行业最为悲观的寒冬已过。阶段 C 2016 年 6-7 月，电解铝产能增产较慢—现货紧张—现价走强，而氧化铝运行产能投产及快速恢复提早于



电解铝，再次引起氧化铝价格二次探底，但底部已显著高于第一次。不过氧化铝/铝价比值跌穿到更低的 14% 附近，由此铝厂进入到一个短期的高利润时期。

当前电解铝大量复产、投产—氧化铝转为阶段性紧缺—氧化铝价格上涨，加上铝土矿进口偏紧价格上涨以及煤价、烧碱等氧化铝成本端也在大幅上升，另外前期氧化铝价回落后部分贸易商资金介入可能也要助推。因此这次氧化铝上涨可能要突破之前的反弹高度、回升到 2100-2200 元可能还要高些。我们判断未来一段时期氧化铝/铝价比值进入相对强势阶段，合理回归到 17.5% 附近甚至 18-19%。

图 1.3.3: 氧化铝/铝价比值二次探底后回升



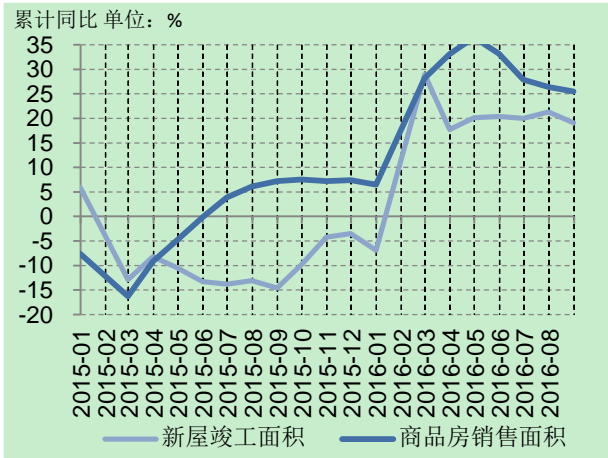
资料来源：南华研究

## 1.4. 消费端高速或将回落

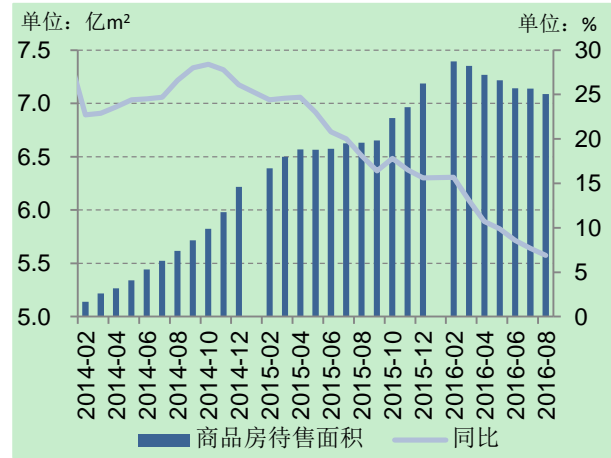
在房地产上，由于铝合金门窗以及家装家具的铝材等都是未消费端，因此房地产去库存政策的实施以及扩大铝合金围护板应用都是扩大消费的。但未来商品房待售面积下降速度放缓，商品房销售延续放缓趋势。

图 1.4.1: 商品房销售延续放缓趋势但短期回暖

图 1.4.2: 商品房待售面积持续下降但速度放缓



资料来源: Wind 南华研究

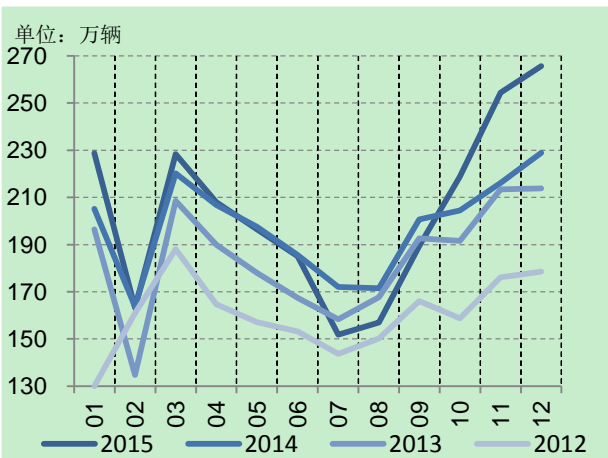


资料来源: Wind 南华研究

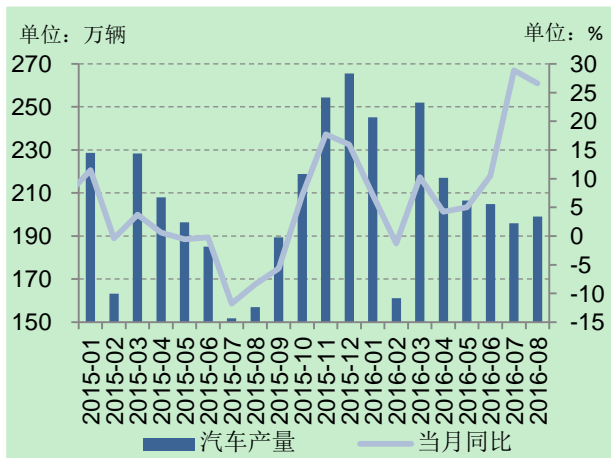
在交通运输上, 受购置税优惠政策的促进作用, 去年 10 月份以来总体上进入高速增长态势。从月度上看, 去年四季度基数很高, 今年增速势必大幅回落。从年度上看, 政策 2016 年 12 月 31 日到期, 2017 年度汽车消费可能进入周期性回落态势。

图 1.4.3: 2015 年四季度汽车产量基数很高

图 1.4.4: 汽车产量增速可能月度见顶



资料来源: Wind 南华研究



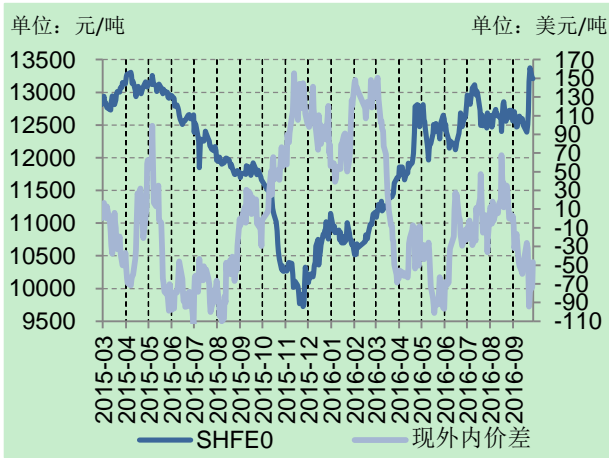
资料来源: Wind 南华研究

## 1.5. 现价沪强伦弱, 期价沪弱伦强

从我们对沪伦强弱价差走势图中可以看出: 2015-2016 年, 沪铝现货沪伦等价的平衡区域大致在 11500 元偏下的位置, 2015 年 10 月—2016 年 3 月期间沪铝现价运行在 11500 下方伦铝要强于沪铝。从今年的铝材出口数据看, 3 月、5 月、8 月出口量较多, 我们看到都导致伦铝偏强格局快速走弱。现阶段伦铝现货弱势格局滞后一段时间后又进一步打压低端铝材出口, 从而沪铝供给增加也有回落压力。而伦铝远期供给压力减轻, 因此我们看到了伦铝三月较强的格局。

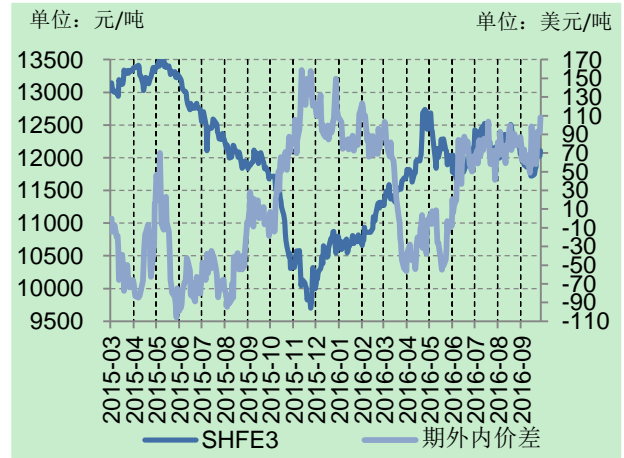
图 1.5.1: 现价沪强伦弱

图 1.5.2: 期价沪弱伦强



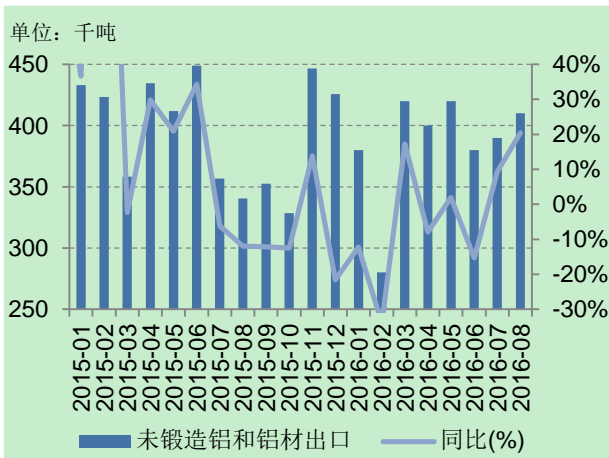
资料来源: Wind Bloomberg 南华研究

图 1.5.3: 铝材出口整体上偏差



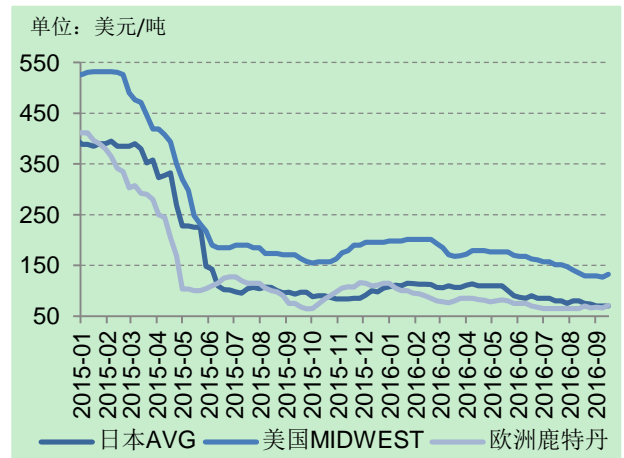
资料来源: Wind Bloomberg 南华研究

图 1.5.4: 铝贸易升水低位稍下降



资料来源: 海关总署 南华研究

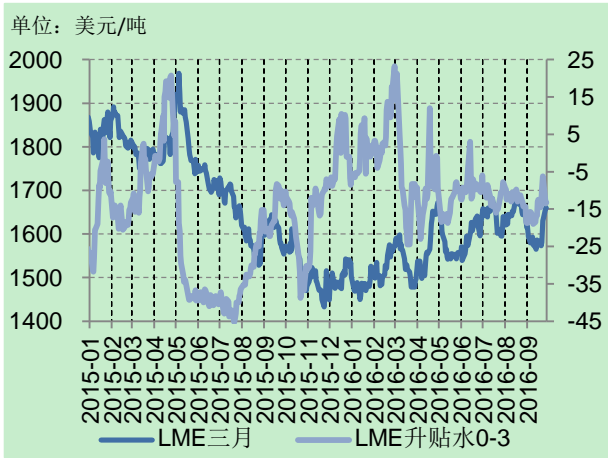
图 1.5.5: LME 现货铝小幅贴水徘徊



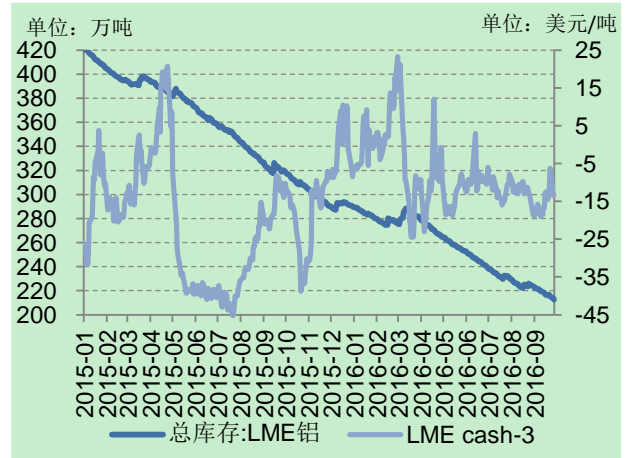
资料来源: Bloomberg 南华研究

图 1.5.6: LME 铝库存持续下降还未逆转

现阶段伦铝库存保持着持续下降的态势、还未有逆转的迹象，但注册仓单下降缓慢低位持稳，LME 现货铝小幅贴水徘徊，伦铝可能难以大幅深跌。我们认为伦铝可能形成了 1500 美元上下的底部区域（已达到美国电解铝关停减产临界价），从外盘强势空间上也限制了未来沪铝再次下探难以持续跌破 11000 元。



资料来源：Bloomberg 南华研究



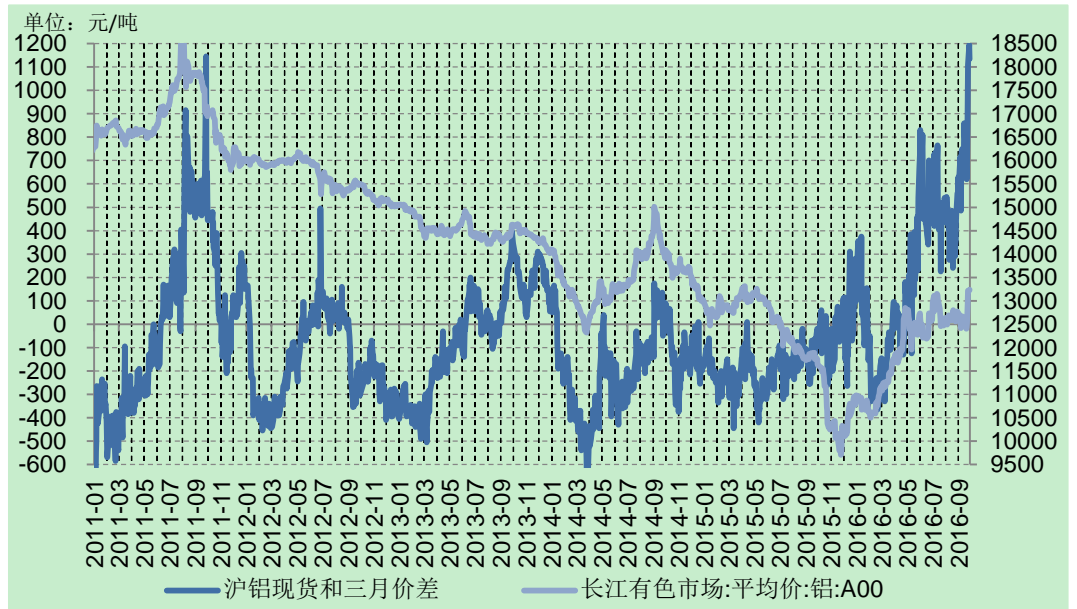
资料来源：Bloomberg 南华研究

## 1.6. 沪铝深度 back 结构进入尾声

从沪铝基差走势图中（长江现货/沪铝当月—沪铝三月）我们观察出几个特点：

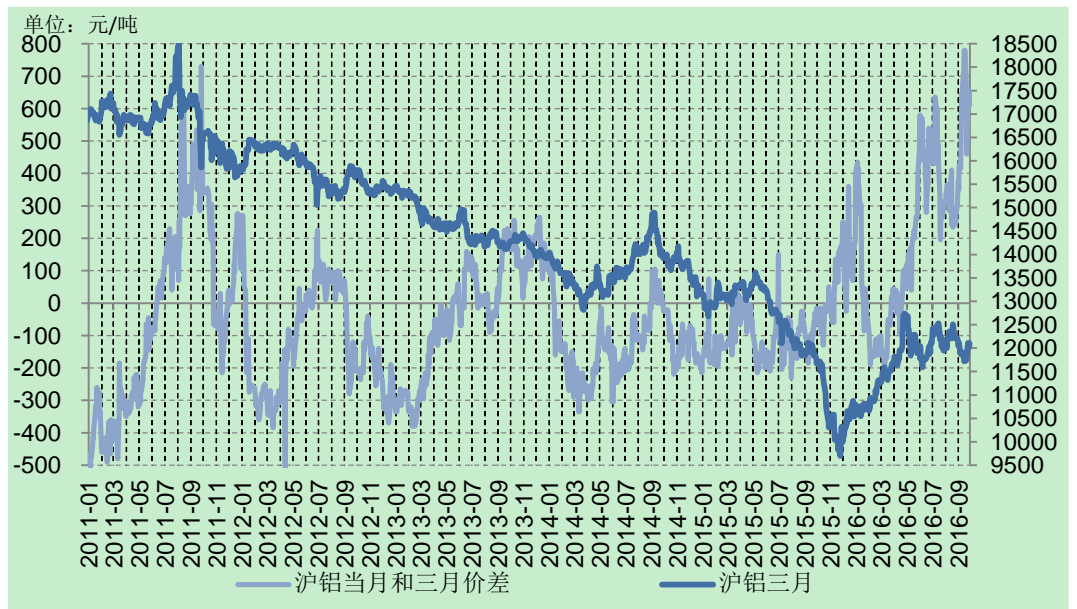
1、在 2012-2015 年沪铝供给过剩的大背景下，基差绝大部分时间处在一个现货折价的 contango 结构，且基差结构在 back—走平—contango—走平—back 之间转变。2、沪铝三月-当月基差走势与库存变化走势一致性很高，即在库存低谷时，现货紧缺溢价呈现出深度 back 结构，而随着库存升高进入增库阶段，现价相对走弱 back 结构逐渐走平转为期货溢价的 contango 结构，在库存高谷时呈现深度 contango 结构。另外库存处在一个大的低谷/高谷阶段，供需矛盾异常尖锐，市场也可能陷入过度乐观和悲观中，在严重扭曲的时候拐点驱动因素也极易形成，因此市场的波动率也极高。3、基差正常上下波动幅度在 300-400 元以内，从实证走势中可以看出：沪铝价格走强到顶部的过程是从深度 contango 结构转为 back 结构，也就是市场一直在供需过剩的预期中，价格走强是由现货带动期货的。2011 年 8-9 月份出现了 500-800 元的深度 back 结构对应库存也处在低谷位置，形成了沪铝价格大顶部。现阶段出现了类似的 back 结构以及低库存，下面我们详细对比分析 2016 年和 2011 年的一些走势。

图 1.6.1：沪铝现货深度溢价期货还未转变



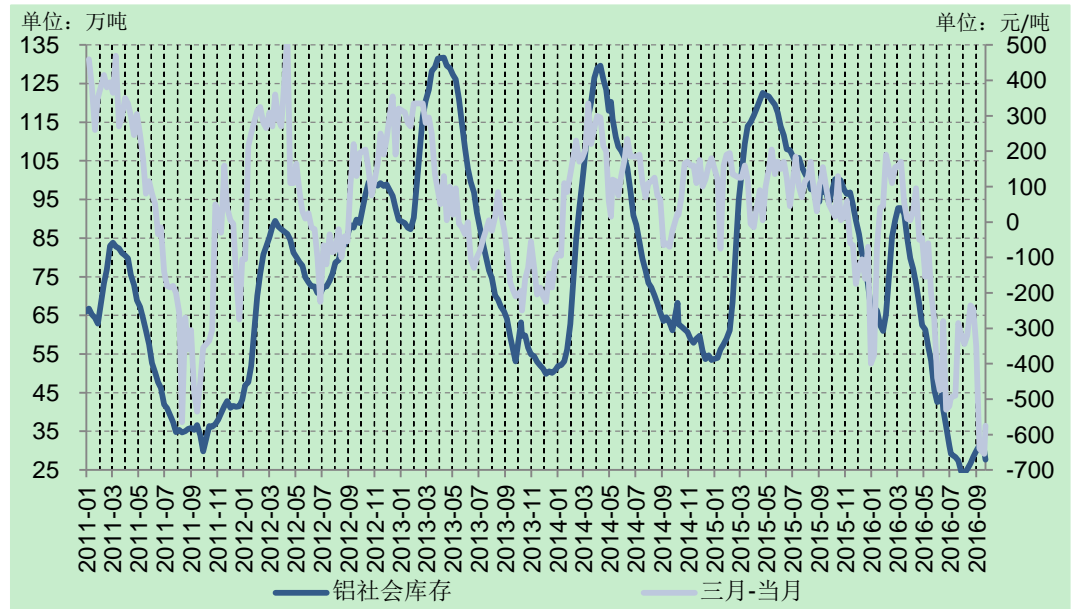
资料来源：Wind 南华研究

图 1.6.2：沪铝近端再次上探深度 back 结构



资料来源：Wind 南华研究

图 1.6.3：沪铝基差走势与库存变化走势一致性很高

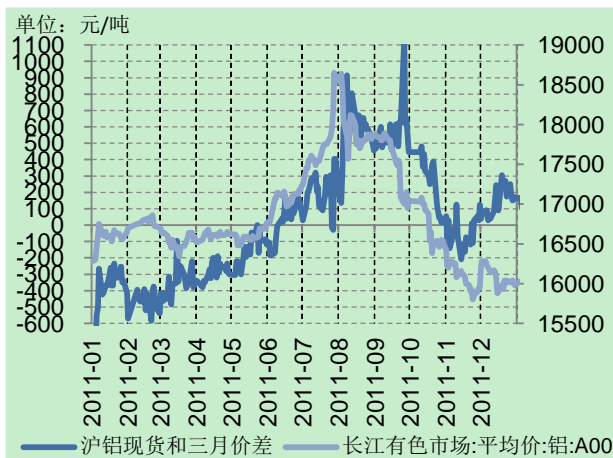


资料来源：Wind SMM 南华研究

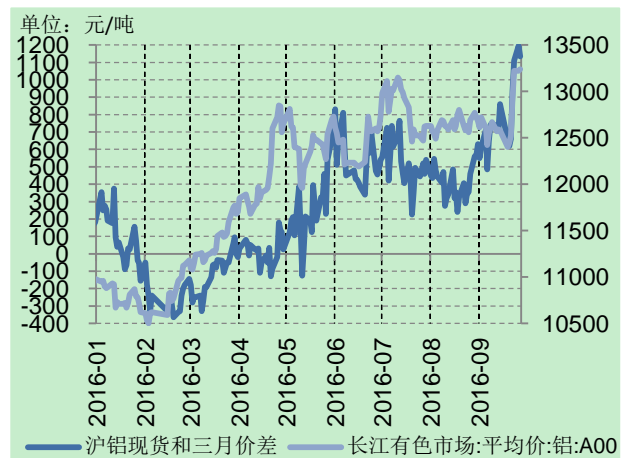
首先我们对比 2011 年与 2016 年沪铝期现价差（沪铝现货-三月）的走势，可以看出：1、2011 年现价走势与期现价差走势基本同步，现价波动率高于期价。2011 年现价在 7 月底达到年内最高点，生产商、持货商挺价意愿达到高峰。在 11 月中下旬达到年内最低点、12 月份底部震荡。2、2016 年在供给出现短缺时期，也是现货带动期货上涨，现货比期货显得更强势些，进入 6 月份后期期价走弱基差也顺势走高震荡。我们也认为 2016 年强力挺现价的主驱动因素在于低库存+消费旺季预期。根据我们对 11、12 月份现货市场的供需过剩预期，判断届时现价也将深跌。

图 1.6.7：2011 年前段现货深度折价转为深度溢价

图 1.6.8：2016 年现货深度溢价还未转变



资料来源：Wind 南华研究

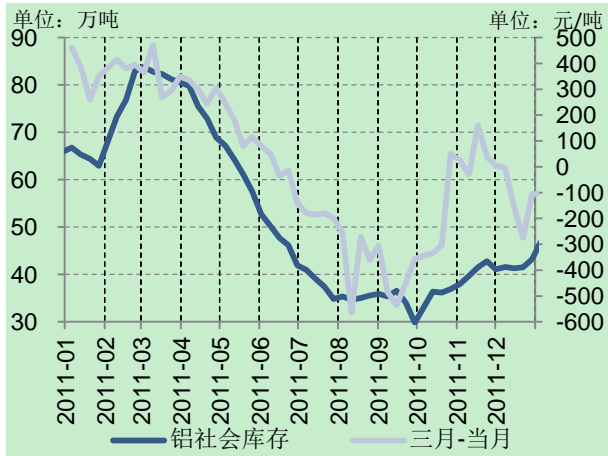


资料来源：Wind 南华研究

其次我们对比 2011 年与 2016 年沪铝库存与基差（沪铝三月-当月）的走势，可以看出：1、2011 年 2 月份（春节月份）处于增库阶段，沪铝保持深度 contango 结构，3 月份开始进入春季消费去库存阶段，深度 contango 结构逐渐走平转为浅度 back 结构，

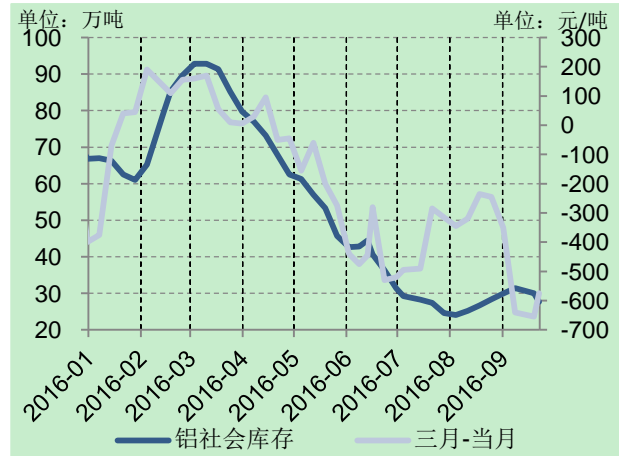
在秋季消费预期下 8-9 月份库存也处在低谷位置，进一步走至深度 back 结构震荡，10 月初库存见底缓慢回升后，back 结构走平上下徘徊。2、2016 年 2 月份（春节月份）同样也处于季节性增库阶段，沪铝保持 contango 结构之后走势也基本一致。我们看到 2011 年度深度 back 结构在 8、9 月份两次探底后，10、11 月份 back 走平甚至转为 contango，在 12 月份在回转为浅度 back 徘徊。因此我们也预期 2016 年 10 月份开始沪铝近端期限结构应走平徘徊。

图 1.6.9：2011 年去库存深度 contango 转为深度 back



资料来源：Wind SMM 南华研究

图 1.6.10：2016 年深度 back 结构还未走平



资料来源：Wind SMM 南华研究

## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号、431 号天汇园一幢 2 单元 301 室、302 室  
电话：0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88200279

### 温州营业部

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室  
电话：0577- 89971820

### 宁波分公司

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

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话：0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼 709 室  
电话：0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼  
电话：0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室  
电话：0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号明宇金融广场 13 层 1304A 号  
电话：028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号  
金地商务大厦 11 楼 001 号  
电话：0931-8805310

### 大连营业部

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 34 层 3401、3410 号  
电话：0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室  
电话：010-63155309

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室  
电话：0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室  
电话：0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室  
电话：024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802  
电话：022-88371079

### 上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室  
电话：02150431979

### 上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层  
电话：021-68400692

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室  
电话：0755-82577529

### 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：0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区天河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房  
电话：020-38809869

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室  
电话：0553-3880211

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3  
电话：023-62611626



**北京营业部**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室  
 电话：010-63161286

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室  
 电话：0351-2118001

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 室  
 电话：0574-62509011

**普宁营业部**

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

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室  
 电话：0573-80703002

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层  
 3232、3233、3234、3235 室  
 电话：0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室  
 电话：0512-87660825（魏瑶电话）

**永康营业部**

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
 电话：0579-89292777

**南通营业部**

南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室  
 电话：0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室  
 电话：0592-2120366

**齐齐哈尔营业部**

黑龙江省齐齐哈尔市龙沙区迈特广场 15 层 1 号、2 号  
 电话：0452-5883883

**南昌营业部**

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

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
 电话：0574-85201116

**横华国际金融股份有限公司**

山东省青岛市环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼、十六楼  
 电话：0574-85201116

## 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：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)