



缓缓碧波

摘要

2016 年玉米指数的走势呈现一个不断创出新低的过程，并且伴随着每一次的下跌持仓量均呈现有所放大，同时，每一次反弹持仓量减少。展望 2017 年，下游饲料需求的恢复，主要体现在玉米逐渐恢复价格优势挤占其他替代品用量方面，但是从养殖业的恢复情况来看，可能 2017 年生猪存栏量的起色还有待时日。深加工受国家政策的扶持，行业恢复较快，产能扩张。在临储库中尚存的上亿库存仍对市场构成潜在压力，预计 2017 年玉米将在 1400~1700 之间震荡，不会有太大的行情波动，把握玉米季节性供需规律，建议投资者在 2017 年维持波动思路操作。

玉米淀粉的波动与玉米相比要剧烈，2017 年也许会呈现比玉米更加宽幅的震荡态势，为投资者提供的机会也更多一些。从套利的角度来看，淀粉-玉米的价差最大在 500~600 之间，目前 12 月份淀粉-玉米的价差接近 400 元/吨，预计继续扩大的空间较小。关注淀粉-玉米价差缩减的机会，当价差经过【400,500】之间，并有缩窄迹象时，可考虑择机空淀粉多玉米的套利操作。

因为鸡蛋期货的金融属性日益增加，以及与鸡蛋现货走势的逐年乖离，鸡蛋期货的行情越发的难以把握，这更考验投资者的交易水平。从目前体现出来的规律来看，远期合约往往提前体现出节日升水，而使趋势操作的空间更小，并且在节前两个月便开始提前走出季节性行情。目前鸡蛋的持仓量在期货市场中属于偏低水平，更易受资金面的影响，所以投资者关注鸡蛋的同时，需要关注资金流向，以此把握判断行情。

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

于婉娇 0451-58896619

yuwanjiao@nawaa.com

投资咨询证书：

TZ003291

目录

第 1 章	市场回顾	4
第 2 章	玉米重新回归市场调节	5
2.1.	2016, 取消玉米临储收购的第一年	5
2.2.	2016/17 年度玉米供需平衡表	5
2.3.	小玉米, 大品种	6
2.4.	新粮收购进度缓慢, 现货价格继续稳中有涨	7
2.5.	下游需求将逐步恢复	8
2.6.	守住 1400 元/吨底线	9
2.7.	运费涨价, 运力不畅, 助推年底玉米价格	10
第 3 章	玉米淀粉企业的好日子来了	11
3.1.	这些年, 关于淀粉的补助政策	11
3.2.	淀粉现货价格出现反弹	11
3.3.	加工利润大幅好转	12
3.4.	库存偏低, 开机率创新高	14
3.5.	玉米淀粉的季节性变化规律	15
第 4 章	玉米与玉米淀粉的套利机会分析	16
第 5 章	鸡蛋行情分析	18
5.1.	鸡蛋? 捣蛋?	18
5.2.	鸡蛋? “金”蛋?	18
5.3.	在产蛋鸡持续偏高, 后备鸡减少	19
5.4.	蛋鸡苗在高位, 淘汰鸡平稳	20
5.5.	饲料成本仍具优势	21
5.6.	鸡蛋价格也看天	22
5.7.	蛋鸡养殖利润较好	23
5.8.	鸡蛋价格周期性特点	24
第 6 章	总结与展望	26
6.1.	把握玉米季节性波动规律, 波段操作	26
6.2.	淀粉操作机会更多	26
6.3.	鸡蛋波动活跃, 关注资金流向	27

南华期货分支机构	29
免责声明	31

第1章 市场回顾

回顾玉米市场。从 2015 年 4 月开始，玉米指数经历了持续一年半的下跌行情，仅在 2016 年 4 月~6 月粮荒期间出现了小幅反弹。随后又从 1700 元/吨跌破 1400 元/吨。直到国庆十一期间，玉米现货价格开始走稳，这才又重新启动了玉米价格一波走暖，10 月份单月涨幅超过 7%。

2016 年底新玉米价格已跌至 10 年前的水平，与普通小麦之间的价差差了 1000 元/吨左右（正常是 200~500 元/吨），两者背离较为严重，与进口玉米及进口玉米替代品——高粱、大麦等农产品的成本相比，国产玉米的价格优势也开始显现，逐渐挤占掉小麦及玉米替代品市场，导致玉米的需求渐渐转好。

从下游需求来看，生猪由于进口猪肉的冲击以及畜牧污染整治力度加大，猪场强拆现象屡屡发生压制了母猪存栏量的增加。预计 2017 年养殖饲料需求的恢复尚需时日。深加工行业就是另外一番景象，由于玉米价格逐渐由市场供需主导，政策的转变重新盘活了玉米下游深加工产业链的活力，虽然淀粉今年大部分时间走势偏弱，但是在年底第四季度期间，受年底备货行情，淀粉库存偏低以及玉米走强拉动，淀粉价格开始走高，再加上副产品走势强劲以及东三省的补贴政策，玉米深加工企业的好日子终于到来了。东北三省对玉米深加工政策上的倾斜，是因为深加工企业肩负着消耗国家巨幅玉米库存的任务，玉米深加工产业进入逐渐扩张的阶段，2017 年警惕未来玉米深加工产能扩张与下游需求恢复缓慢的供需矛盾。

回顾 2016 年鸡蛋期货价格的走势也可说“一波三折”。鸡蛋指数的最低点 3080 出现在 2 月底，最高点 4138 出现在 4 月份下旬，涨幅达 34.35%，7、8、9 三个月跌幅达 22.37%。总结特点就是波动大，波幅剧烈，相比现货价格，鸡蛋期价走势更加“顽皮”。

自鸡蛋期货上市三年来，鸡蛋期货的价格与现货价格的关系越来越远。2014 年期现货价格的相关性是 0.53675，2015 年是-0.21488，2016 年是-0.44186。尤其是今年，对鸡蛋价格的影响因素，除了现货价格之外，还有周围市场氛围、资金流向、节假日备货、天气、交通运力等多种因素共同影响。可以说，鸡蛋期货不但具备商品属性，金融属性也日趋强烈。对于投资者来说，操作难度也日趋加大。

第2章 玉米重新回归市场调节

2.1. 2016，取消玉米临储收购的第一年

2016 年是我国取消玉米临储收购政策元年，根据玉米收储制度改革三个核心原则：市场定价、价补分离、保障农民合理收益，目前已经确定 2 种补贴政策。

首先是玉米生产者补贴，有助于保持优势产区玉米种植收益基本稳定。截至 10 月底，第二批生产者补贴 90 亿元已下发，全国合计生产者补贴达到 390 亿元。除黑龙江全省统一补贴标准 153.92 元/亩外，其他各省区分市县各不相同，预计折算后普遍超过 300 元/吨。

其次是深加工企业收购玉米补贴，有助于支持玉米购销市场化改革，引导多元主体积极入市收购，促进玉米加工转化和深加工企业稳定发展，缓解农民“卖粮难”。初步来看，预计这一政策将较大程度上刺激东北深加工企业开工。以吉林为例，公布的纳入补贴范围的 22 家企业合计产能约 1360 万吨，比目前正常开工的产能高出近 40%，意味着部分多年未开工的企业将重新开工，利于增加玉米需求。

表格 2.1：深加工盈利状况（单位：元）

	玉米生产补贴（万元）			深加工企业玉米收购补贴	
	第一批	第二批	合计	补贴对象和条件	补贴标准
辽宁	457788	141320	599108	产品为淀粉、淀粉糖、氨基酸、化工醇、酒精等，年主营业务收入 2000 万元及以上的玉米深加工企业，并符合就地采购、自建仓储设施等，可享受补贴政策	100 元/吨
吉林	726306	224211	950517	10 万吨以上玉米年加工能力、就地采购加工且有自建仓储设施，申报信息真实准确、信誉较好的法人企业纳入补贴范围	200 元/吨
黑龙江	1157251	329949	1487200		
内蒙古	662515	204520	867035	销售收入在 2000 万元以上的玉米深加工企业	200 元/吨
合计	3003860	900000	3903860		

资料来源：国家粮油信息中心

2.2. 2016/17 年度玉米供需平衡表

国家粮油信息中心 12 月份预计，2016 年全国玉米播种面积为 3626 万公顷，比上年减少 186 万公顷，减幅 4.9%；预计 2016 年全国玉米单产为 6.054 吨/公顷，比上年增加 161 公斤/公顷，增幅 2.7%；2016 年全国玉米产量为 21950 万吨，比上年下降 513 万吨，降幅 2.3%。生产数据均与上月预测数据持平。12 月份预计，2016/17 年度全国玉米进口量为 200 万吨，2016/17 年度国内玉米总供给量为 22150 万吨，均与上月预测数据持平。

12 月份预计，2016/17 年度国内总消费量为 19711 万吨，比上月下调 200 万吨。其中玉米食用

消费量为 1830 万吨，种用消费量为 138 万吨，均与上月预测持平；玉米饲料消费为 11400 万吨，比上月预测下调 200 万吨，主要是考虑到高粱和大麦等替代品进口订单继续增长，预计进口量比上月预测值增加，以及全年度饲料消费增长预期放慢；玉米工业消费为 6340 万吨，与上月预测持平，国内深加工行业产能持续扩张，在东北的深加工补贴政策支持下，部分前几年持续停机的企业也有望重新开工，深加工行业开工率将继续提高，刺激玉米工业消费增长；玉米出口量预计为 3 万吨，与上月预测持平。

12 月份预计，2016/17 年度玉米结余量为 2439 万吨，比上月上调 200 万吨。

表格 2.2：玉米供需平衡表（单位：千吨，千公顷）

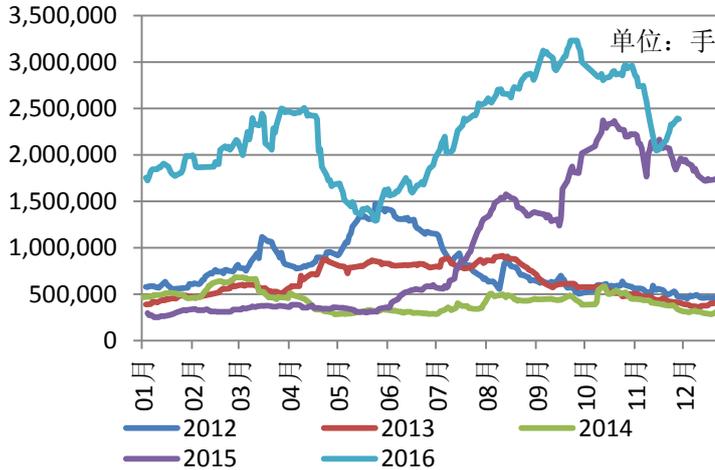
	13/14	14/15	15/16*	16/17*
			11 月预估	11 月预估
播种面积	36318	37123	38119	36260
单位产量	6016	5809	5893	6054
产量	218489	215646	224632	219500
进口量	3277	5516	3174	2000
总供给	221766	221162	227754	221500
食用消费	18000	18000	18160	18300
饲料消费	111500	100000	102000	114000
工业消费	48200	50200	55000	63400
种用消费	1480	1500	1440	1380
出口量	22	12	4	30
总消费	179202	169712	176604	197110
年度结余	42563	51450	51202	24390

资料来源：粮油信息中心 & 南华研究

2.3. 小玉米，大品种

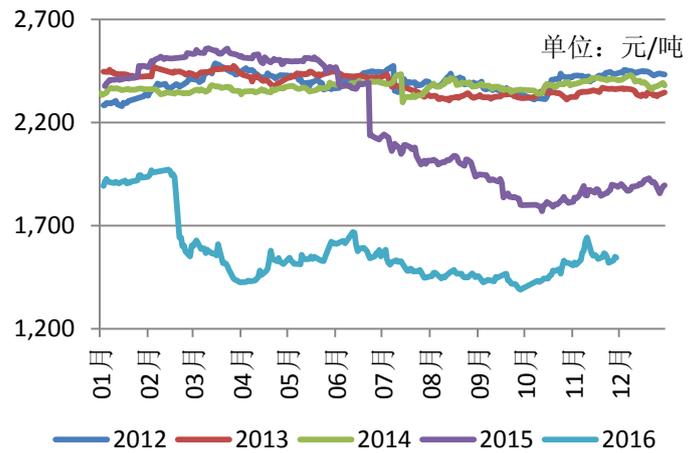
2016 年是连续执行 8 年临储收购政策取消的第一年，如下图玉米价格达到了近五年，但实际上是近十年来的最低价。但是伴随着玉米政策逐渐市场化，玉米的活力逐渐回升，2016 年玉米持仓量创出历史新高，排除市场资金充裕以及通胀因素外，玉米现货市场逐渐市场化是吸引资金入市盘活市场的主要因素。在大连商品交易所的主力合约中，玉米上升为持仓量第二名的品种，重新焕发活力。

图 2.1：连续 5 年玉米持仓量



资料来源：wind & 南华研究

图 2.2：连续 5 年玉米期货价格



资料来源：wind & 南华研究

2.4. 新粮收购进度缓慢，现货价格继续稳中有涨

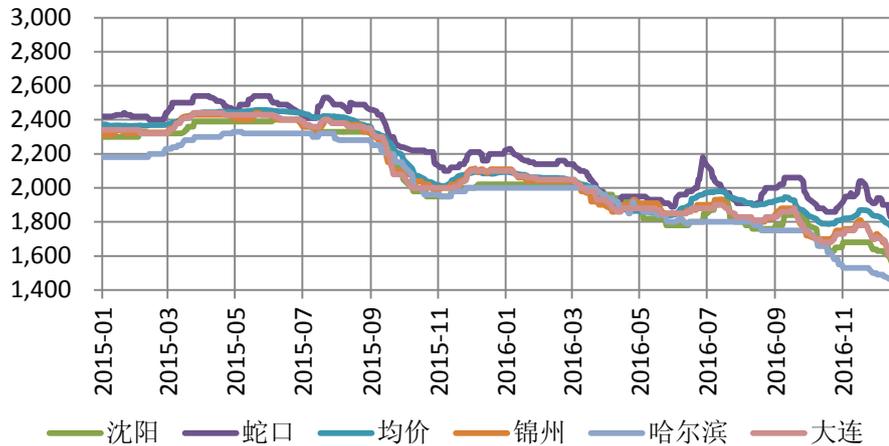
2016 年，玉米价格整体走势呈现弱势震荡。6 月份因市场缺乏优质粮源，推升了玉米价格的一小波反弹。10 月份，经过长期下跌玉米价格的优势开始显现，逐渐挤占掉小麦及玉米替代品市场，玉米的需求渐渐转好，再加上北方粮源向南方运输不畅，共同提振了玉米价格。除此之外的大部分时间玉米皆为震荡偏弱走势。

据汇易网，截至 12 月 19 日，东北港口玉米价格企稳，锦州集港 1560-1580 元/吨，鲅鱼圈集港 1540-1580 元/吨，理论平仓 1580-1640 元/吨；广东港口散船新粮码头 1780-1850 元/吨；东北深加工企业挂牌新玉米价格继续下降，挂牌 1360-1480 元/吨，饲料企业收购新玉米价格 1480-1570 元/吨；华北深加工企业收购价格区间 1660-1750 元/吨，南方销区玉米价格承压，部分港口因到港集中延续疲态。

同时，2016 年玉米的收购进度也比往年稍慢。截至 12 月 5 日，主产区累计收购中晚稻、玉米和大豆 7947 万吨，同比减少 483 万吨。湖北、安徽等 14 个主产区累计收购中晚籼稻 2171 万吨，同比增加 255 万吨。黑龙江等 7 个主产区累计收购粳稻 2589 万吨，同比增加 404 万吨。黑龙江、山东等 11 个主产区累计收购玉米 3114 万吨，同比减少 1168 万吨。黑龙江等 7 个主产区累计收购大豆 73 万吨，同比增加 27 万吨。

截至 12 月 10 日，东北三省一区累计收购玉米 2602 万吨。其中：内蒙古收购 321 万吨，辽宁 654 万吨，吉林 552 万吨，黑龙江 1075 万吨。

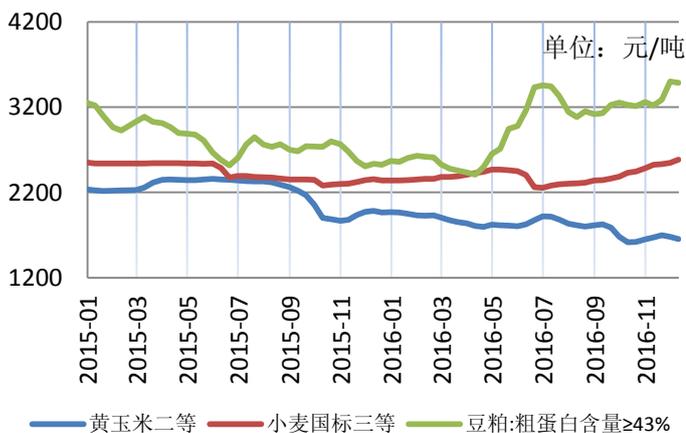
图 2.3: 玉米现货价格 (单位: 元/吨)



资料来源: wind & 南华研究

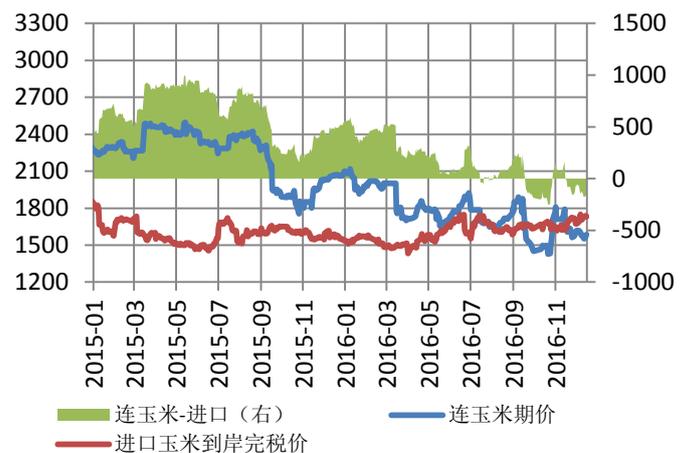
2016/17 年度的新玉米价格已跌至 10 年前的水平, 与普通小麦之间的价差最大相差 1000 元/吨左右 (正常是 200~500 元/吨), 两者背离较为严重, 与进口玉米及进口玉米替代品——高粱、大麦等农产品的成本相比, 国产玉米的价格优势也开始显现。截至 2016 年 12 月 16 日, 连玉米期价较进口玉米到岸完税价便宜 145 元/吨, 虽然国内玉米市场是一个较封闭的市场, 但国内玉米价格开始同进口玉米接轨, 同时玉米逐渐挤占掉小麦及玉米替代品市场, 使玉米整体的需求逐渐转好。

图 2.4: 玉米、小麦、豆粕价格比较 (单位: 元/吨)



资料来源: wind & 南华研究

图 2.5: 国内玉米价差 (单位: 元/吨)



资料来源: wind & 南华研究

2.5. 下游需求将逐步恢复

12 月 15 日, 农业部最新数据显示, 2016 年 11 月份国内生猪存栏量较 10 月份增减-0.6%, 较 2015

年 11 月份增减-3.2%；2016 年 11 月份国内能繁母猪存栏量较 2016 年 10 月份增减-0.5%，较 2015 年 11 月份增减-3.7%。

截至目前，能繁母猪存栏已经连续下降达 39 个月，下降幅度高达 26.5%，大大超出预期，其主要原因来自：1) 环保政策下禁养限养区的拆迁；2) 养殖散户对猪周期下行周期的不确定性，补栏谨慎。

预计，环保政策压力下母猪存栏的增量将主要来自规模养殖企业，虽然各大规模企业都在加速扩张，但新建猪场的速度远远赶不上猪场拆迁的速度和力度，因此产能见底仍难确立。

国务院近日印发《“十三五”生态环境保护规划》，将 2017 年列为依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户的最后期限，并要求实现 75%以上的畜禽养殖场（小区）配套建设固体废物和污水贮存处理设施。都将限制 2017 年的能繁母猪增量。

11 月生猪存栏量环比再次出现下降趋势，环比下降 0.6%，而未来几月将是生猪出栏高峰，生猪存栏量或将加速下降。因此，从当前能繁母猪存栏量和生猪存栏量来看，明年生猪存栏将继续维持低位，市场猪源供应将持续紧张。

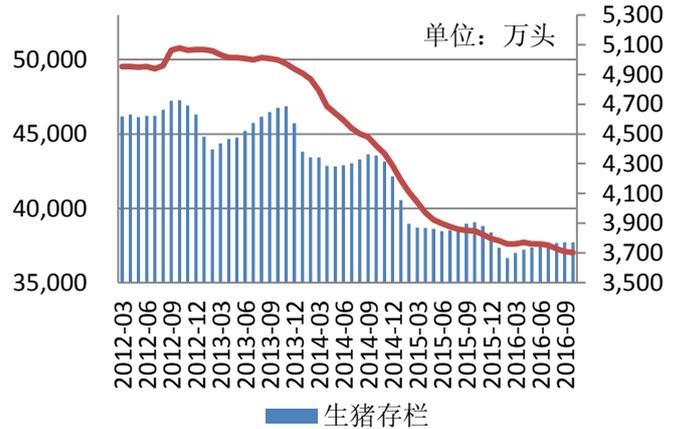
虽然 2016 年生猪养殖利润可观，但是生猪产能的恢复还需一段时间。预计在 2017 年，饲料需求整体恢复缓慢。

图 2.6: 养殖利润（单位：元/头）



资料来源：wind & 南华研究

图 2.7: 生猪存栏量（单位：万头）



资料来源：wind & 南华研究

从深加工产业上来看，东北三省对玉米深加工政策上的倾斜，深加工企业的加工利润达到了往年之最，在此驱动下，深加工企业纷纷提高了开工率，12 月份，淀粉行业开工率 79%，酒精行业开工率 74%。深加工企业肩负着消耗国家巨幅玉米库存的任务，玉米深加工产业接下来可能会进入逐渐扩张的阶段，对玉米的需求将有所增长。针对淀粉加工，将在第二章中详细分析。

2.6. 守住 1400 元/吨底线

10 月份，吉林省政府召开今年玉米收购专题落实会议，研究推进农业供给侧结构新改革、率先要求解决好收储市场的主体问题，特别是首次提出要“强化底线思维”与“风险共担机制”等。

与此同时，内蒙古中储粮发布《关于启动 2016 年秋粮玉米收购工作的通知》，呼伦贝尔、兴安盟、通辽、赤峰地区和锡林郭勒以及西地区相继启动轮入收购以后，20 日中储粮黑龙江分公司在哈尔滨、双城、宾县、通河、五常等直属库启动中央储备玉米轮换收购工作，缓解农民销售压力，轮入收购量 44 万吨，挂牌收价 1400 元/吨，质量按照中央储备玉米收购标准执行，对农民交售的符合标准

玉米进行收购:按照收购标准折算后, 30%水分玉米收购价 1042 元/吨、容重在 690g/l 以上。

11 月 23 日辽宁、黑龙江等地直属库相继接到通知, 对辖区内 2016 年产新季玉米收购指导价格进行调整。其中, 辽宁地区标准品价格从 0.79-0.855 元/斤不等, 黑龙江地区标准品价格从 0.655-0.698 元/斤不等。与新粮上市初期各地国储收购价格对照, 辽宁地区提价 0.05-0.135 元/斤, 黑龙江提高 0.005-0.048 元/斤。

2.7. 运费涨价, 运力不畅, 助推年底玉米价格

9 月 21 日, 交通运输部、公安部《超限运输车辆行驶公路管理规定》施行。新规表明, 超限超载标准吨位全线降低, 如载重量最大的 6 轴汽车列车超载标准由此前的 55 吨降至 49 吨, 4 轴货运单车超载标准下降最多, 由 40 吨降至 31 吨。明文规定“超 49 吨就算超载! 最高罚款 3 万!”根据最新的《车辆运输车治理工作方案》规定, 对超载货车“一超四罚”, 对货车司机除了经济处罚, 还要扣分。这是我国公路治理超载超限行动中首次使用扣分处罚, 也堪称“史上最严治超措施”。

恰逢 10 月份, 焦煤焦炭价格暴涨, 煤炭运输升温导致其他货物运输紧张, 华北地区, 四川、江西、湖南等地玉米货源尤为紧张。华北晾晒期阴霾、小雨不断, 东北后熟收获期又面临降温、降雨持续侵袭, 阻碍新粮上市进度, 导致华北、西北以及港口价格均有不同程度上涨。

以及由于过去几年东北产地过度依赖临储收购而使自由贸易功能退化, 结合贸易环节、天气因素等多因素共振, 共同刺激年底玉米价格的反弹。

第3章 玉米淀粉企业的好日子来了

3.1. 这些年，关于淀粉的补助政策

2001年1月我国批准建立四家粮食乙醇企业。2003年底，中央政府针对四家乙醇企业制定了五年补贴计划，2004年企业没生产1吨乙醇可享受2736元补贴。2016年政府补贴尚有每吨250元。

2006年12月，《关于加强生物燃料乙醇项目建设管理》：要求各地暂停核准和备案玉米乙醇项目，并且对在建和拟建的项目进行全面清理，从而揭开了国内对玉米深加工发展的限制与引导的序幕。

2014年7月，内蒙古、吉林、黑龙江在2014年5月至10月期间参与临储玉米竞价销售，并于12月底前运回企业自用加工的玉米数量，超过其两个月加工能力部分，中央财政按100元/吨标准给予补贴。

2015年4月15日-10月31日，黑龙江规模深加工企业获得200元/吨政策性玉米竞拍补贴，需在12月31日前运回企业自用。2015年4月1日-年底，吉林省规模深加工企业竞拍政策性玉米补贴150元/吨。2015年6月12日-10月31日，黑龙江规模深加工企业玉米竞拍补贴由200元/吨提高至400元/吨。

2015年10月1日-年底，吉林省规模深加工企业竞拍补贴由150元/吨提高至350元/吨（其中，国家补贴100元，差额由省政府补贴），给予自行收购新玉米补贴250元/吨。

2016年3月14日，吉林省规定2016年1月1日至6月30日，纳入补贴范围的企业在省内自购自用玉米，按实际消费数量给予每吨150元补贴。

2016年10月27日，吉林省年玉米加工能力10万吨以上，2016年11月1日至2017年4月30日加工消耗省内新产玉米，每吨补贴200元。

2016年11月3日，内蒙古对销售收入在2000万元以上的玉米深加工企业收购加工新产玉米给予200元/吨的补助。辽宁省补贴标准为100元/吨，补贴资金由省财政在2017年省本级预算中安排，收购期为2016年11月1日至2017年4月底，加工期到2017年6月底。

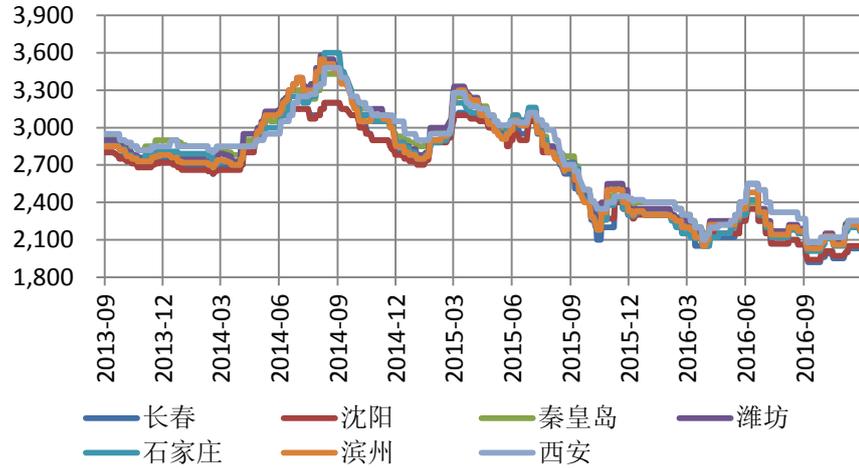
2016年11月17日，黑龙江省2016年11月1日至2017年4月30日期间收购入库，并于6月30日前加工消耗的省内2016年新玉米给予300元/吨补贴。

2016年，我国东北三省一区的玉米深加工企业玉米补贴政策全部到齐，除金额外其他补贴标准基本一致。一方面可以保障农民售粮收入，另一方面符合今年4月我国提出的全面振兴东北“十三五”规划。

3.2. 淀粉现货价格出现反弹

2016年淀粉价格整体低位偏弱运行，在5、6月份时因优质玉米稀缺出现一波价格反弹，随后创出新低。12月份，受新年备货且库存偏紧，淀粉价格有所反弹。截至12月16日，与去年同期相比，下跌8.7%。据wind，长春地区玉米淀粉出厂价为2030元/吨，沈阳地区玉米出厂报价2050元/吨，秦皇岛地区玉米淀粉出厂报价2200元/吨，潍坊地区玉米淀粉出厂价为2200元/吨，石家庄地区玉米淀粉出厂价2150元/吨，滨州玉米淀粉出厂价2160元/吨，西安玉米淀粉报价2250元/吨，全国平均价为2148元/吨。

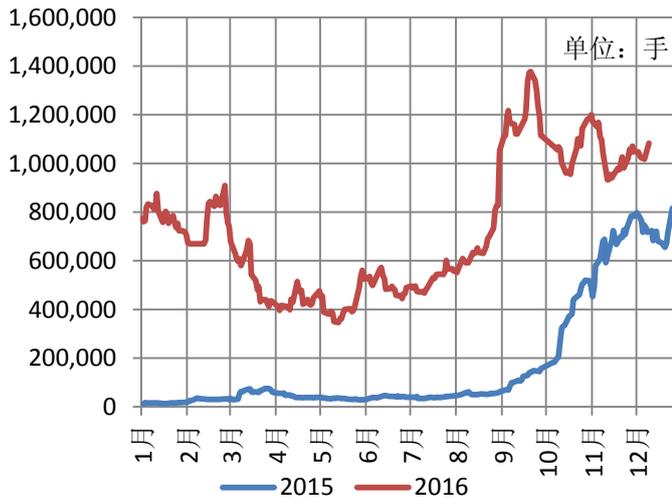
图 3.1：玉米淀粉现货价（单位：元/吨）



资料来源：WIND & 南华研究

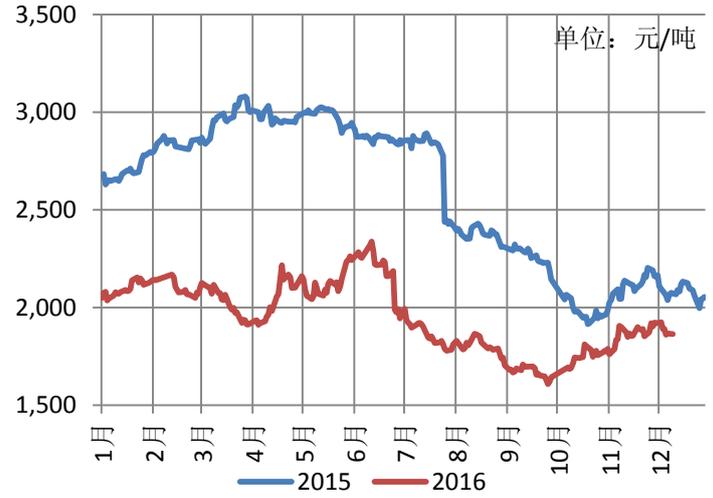
淀粉现货市场价格处于低位，但是期货市场表现却是热闹非凡。自 2015 年 3 月上市以来，在 9 月 22 日，持仓量达到最高点为 1372924 手，与去年同期相比增长了 9.8 倍。在大商所的 15 个交易品种中，继玉米、豆粕、铁矿石之后，持仓量名列第 4 名，持仓量的增长，成交量的活跃，使玉米淀粉成长为名副其实的明星品种。

图 3.2：近两年玉米淀粉持仓量



资料来源：wind & 南华研究

图 3.3：近两年玉米淀粉期货价格



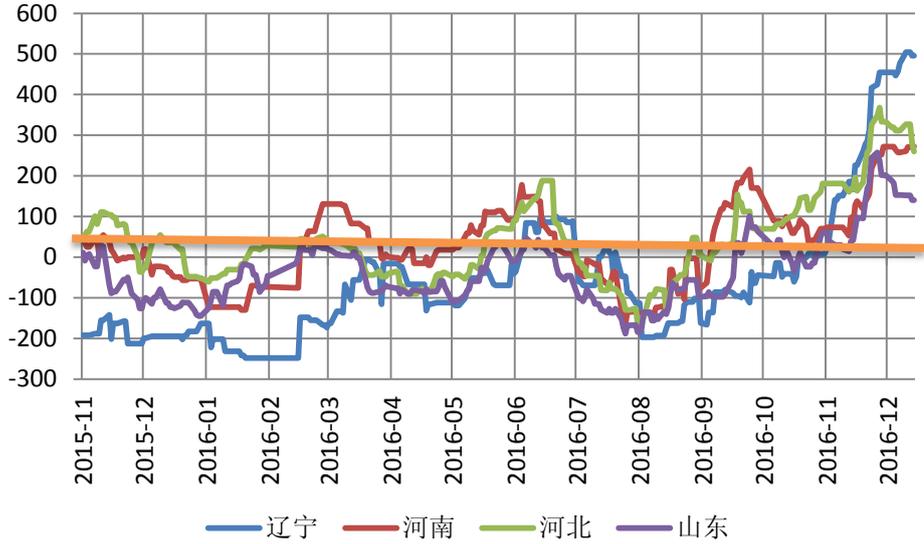
资料来源：wind & 南华研究

3.3. 加工利润大幅好转

2016 年前三个季度，玉米淀粉的加工利润基本围绕零线上下摆动，因为玉米执行了 8 年的临储政策，抬高了下游企业的加工成本，再加上需求不振，使深加工企业生存非常艰难。随着 2016 年玉米价格逐渐大幅下跌，深加工企业加工成本降低，且第四季度淀粉的副产品价格走势转强，淀粉企业的加工利润开始大幅好转。在此刺激下，深加工企业开工率大幅提升，多年停机的机器也开始运转。据

wind，截至 2016 年 12 月 16 日，辽宁地区加工利润为 496 元/吨，河南地区加工利润为 273 元/吨，河北地区加工利润为 260 元/吨，山东地区加工利润 140 元/吨。

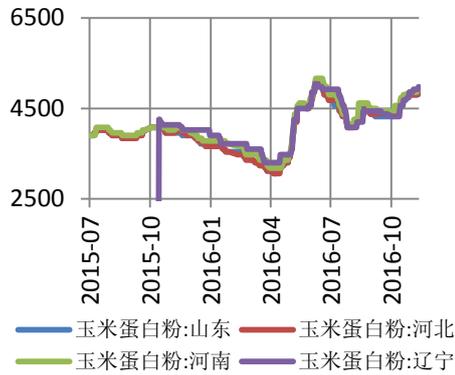
图 3.4：国内部分产区玉米深加工利润走势图（单位：元/吨）



资料来源：wind & 南华研究

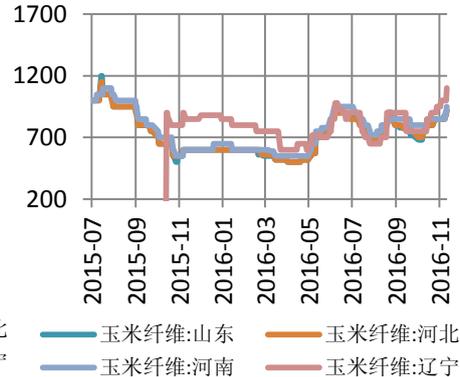
由下图可知，玉米副产品持续反弹。截至 12 月 16 日，据 wind，玉米蛋白粉均价为 5130 元/吨，较 2016 年 1 月 4 日上涨 35.7%，玉米纤维价格为 1187.5 元/吨，较 2016 年 1 月 4 日上涨 74%，玉米胚芽的价格为 3762.5 元/吨，较年初上涨 6.93%。根据淀粉的加工利润公式： $0.7 \text{ 玉米价格} + 0.08 \text{ 玉米胚芽} + 0.14 \text{ 玉米纤维} + 0.05 \text{ 玉米蛋白粉} - 400 + 150 - \text{淀粉价格}$ ，即可算出这些玉米副产品对淀粉的加工利润在 2016 年多贡献了 157.2 元/吨。

图 3.5: 玉米蛋白粉价格 (元/吨)



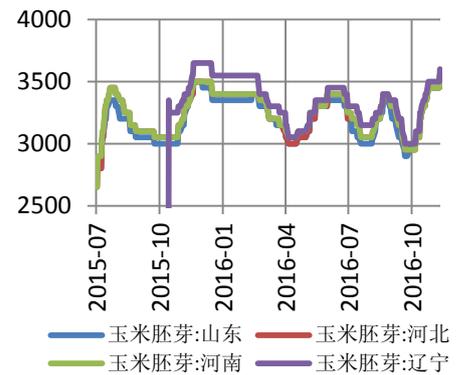
资料来源: wind & 南华研究

图 3.6: 玉米纤维价格 (元/吨)



资料来源: wind & 南华研究

图 3.7: 玉米胚芽价格 (元/吨)



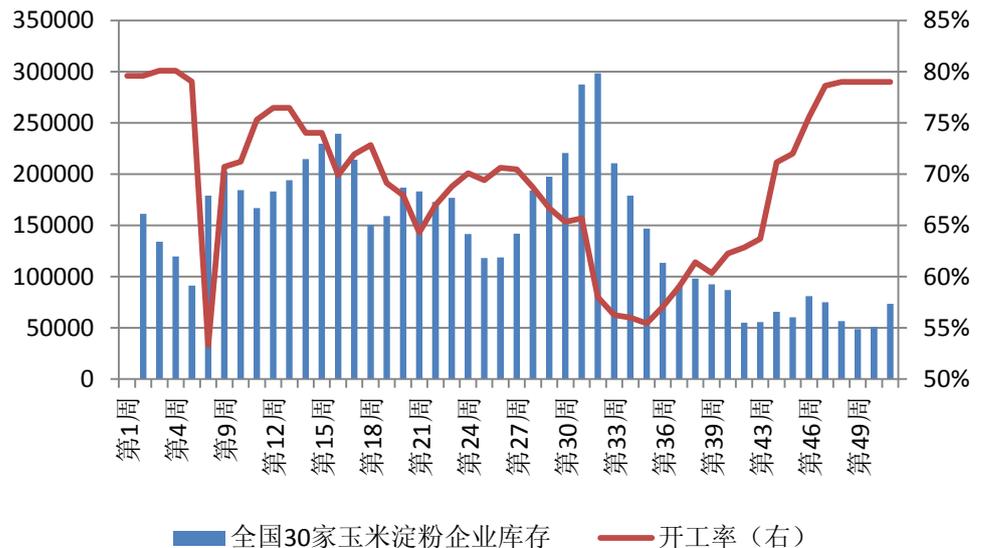
资料来源: wind & 南华研究

3.4. 库存偏低, 开机率创新高

从下图可知, 淀粉的库存和开机率呈反比关系。据 wind, 2016 年第三季度淀粉开工率接近历史高点, 与此同时, 淀粉企业的库存处于年内偏低水平。截至 12 月 16 日, 淀粉开机率为 79.02%。虽然我国东北新玉米上市量增加, 导致关内外产区价格承压下跌, 但是玉米深加工企业正处终端提前节前备货时期, 厂家前期订单走货为主, 支撑短期深加工产品价格保持高位, 深加工行业理论效益颇丰, 拥有政府补贴的东北企业更甚, 开工率属历史最高。但是深加工产品市场需求缓增和厂家生产库存攀升的矛盾后期将逐步显现。

据天下粮仓网调查的包含东北市场在内的 30 家玉米淀粉加工企业, 截止 12 月 14 日当周 (第 51 周) 的淀粉库存总量在 73500 吨, 较上周 51000 增加 22500 吨, 增幅为 44.18%。目前淀粉库存尚未恢复到平均水平, 库存有缓慢攀升的态势, 且开工率维持高位, 预计得等到年后需求下降后, 库存会开始上升, 届时会对淀粉价格形成压制。

图 3.8: 全国 30 家玉米淀粉企业库存及玉米淀粉企业开机率 (单位: 吨, %)



资料来源：wind & 天下粮仓 & 南华研究

3.5. 玉米淀粉的季节性变化规律

淀粉具有较强的周期性特点，受季节性和假日效应影响明显。玉米淀粉价格在一年中有三个重要节点，即五一和端午、中秋和十一、元旦和春节。一般情况下，在这三个节点前价格出现阶段性上涨，之后出现阶段性回落。统计山东邹平地区的玉米淀粉现货价格，自2007年以来，在1月、7月、10月份这三个月份的合约下跌概率最高，达70%。这三个月份皆为节日之后的月份。十月份下跌的原因一方面是因为，中秋十一双节过后淀粉需求量下降，造成淀粉下跌。另一方面是因为，十月份正值新玉米上市，湿玉米直接加工成淀粉省去烘干环节，节省了烘干费，玉米淀粉的加工成本下降。

表格 3.1：玉米淀粉 10 年期间各月份涨跌概率（单位：%）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
上涨概率	10%	50%	60%	60%	60%	70%	30%	60%	40%	20%	70%	44%
下跌概率	70%	30%	30%	30%	30%	20%	70%	40%	60%	70%	30%	50%

资料来源：wind & 南华研究

第4章 玉米与玉米淀粉的套利机会分析

因为玉米淀粉期货合约上市运行仅两年的时间，因此观察玉米淀粉的现货与玉米现货的价差关系，以此作为参考去分析玉米淀粉期货与玉米现货之间的价差运行规律。

数据选用 wind 咨询中的长春国标三等玉米与长春玉米淀粉出厂报价。根据下图所示，近五年期间的玉米淀粉-玉米的现货价差并没有明显的季节性规律，价差区间在【70,1370】之间，价差波动幅度较大。据图 4.1 2016 年玉米淀粉与玉米价差处于 6 年来的较低水平，而且价差连续六年呈现缩窄态势。

图 4.1: 连续五年的玉米淀粉-玉米的价差的季节性分析



资料来源: wind & 南华研究

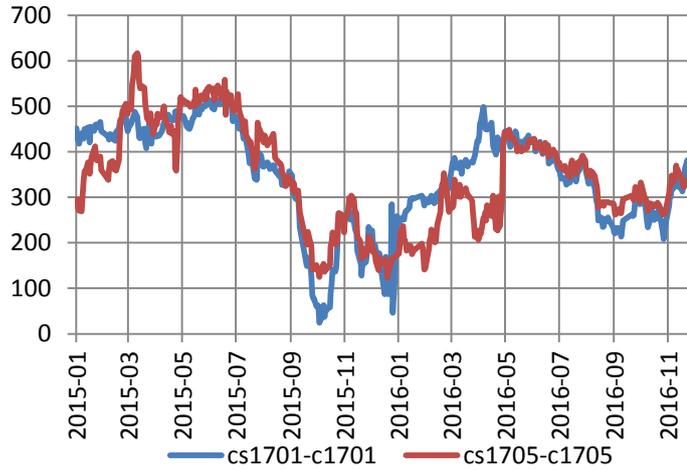
图 4.2: 连续六年玉米淀粉-玉米的价差变化



资料来源: wind & 南华研究

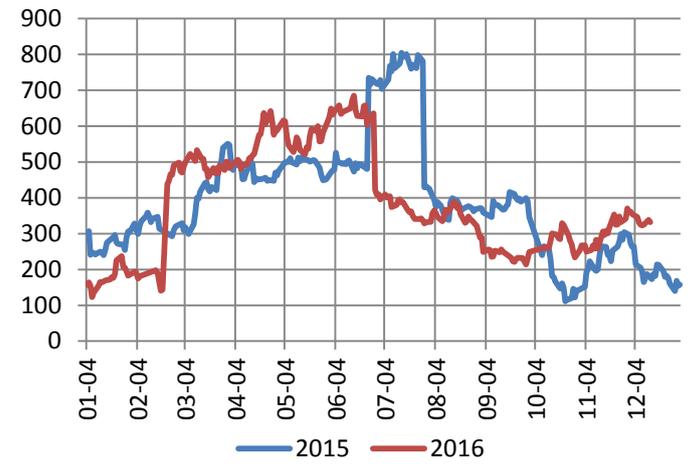
根据相关性分析，玉米期价与玉米淀粉的相关性高达 0.932，为正向高度相关。从最近两年的期货市场来看，2015 年与 2016 年期间，价差波动区间为【20,610】，15 和 16 年期间，现货价差的波动区间为【70,770】，从波动范围来看，期货现货价差间的波动范围较为吻合。同时，玉米淀粉-玉米的期货价差呈现出上半年价差有明显的放大趋势，但是这一点仅在 12 年、13 年、15 年的现货价差中的第一季度有所表现。因此假定，玉米淀粉及玉米之间存在一定的季节性规律，在第一季度淀粉与玉米的价差放大，随后缩窄。

图 4.3: 1、5 月合约淀粉-玉米价差 15、16 年连续走势



资料来源: wind & 南华研究

图 4.4: 2015、16 年淀粉-玉米活跃合约的季节性分析



资料来源: wind & 南华研究

从基本面的角度来看, 当前淀粉深加工企业开工率高, 市场库存偏低, 支撑玉米淀粉的价格, 但是过年的备货需求结束之后, 预计淀粉的需求将有所减弱, 届时企业在继续维持如此高的开机率将对玉米淀粉的价格构成压制。从玉米的角度来看, 由于农户的还贷压力, 年后新粮上量还将出现一波高潮, 玉米价格也将承压。由于目前深加工企业享受国家的补贴政策(黑龙江 300 元/吨, 吉林 200 元/吨, 辽宁、内蒙古 100 元/吨), 所以玉米淀粉企业能承受淀粉价格比往年更大的跌幅。而且, 玉米价格虽然走入市场化, 但是国家依然奉行 1400 元/吨的底线思维政策, 而且较低的价格也让玉米相比其他粮食作物更具竞争力, 预计玉米价格在 2017 年将维持低位震荡, 不会有大起大落, 上下涨跌幅的空间都较为有限。

因此, 2017 年春节过后, 关注玉米与玉米淀粉之间的价差变化, 目前 12 月份淀粉-玉米的价差接近 400 元/吨, 预计继续扩大的空间较小。当价差经过【400,500】之间, 并有缩窄迹象时, 可考虑择机空淀粉多玉米的套利操作, 预计盈利空间 400 点左右。

第5章 鸡蛋行情分析

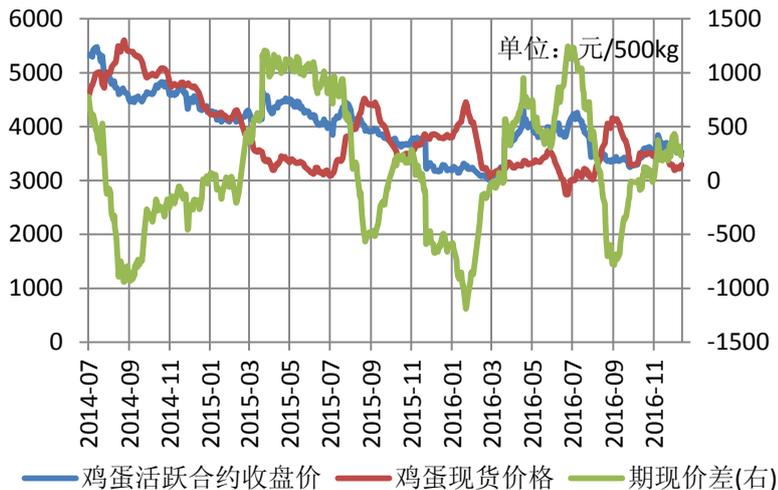
5.1. 鸡蛋？捣蛋？

回顾 2016 年鸡蛋期货价格的走势也可说“一波三折”。鸡蛋指数的最低点 3080 出现在 2 月底，最高点 4138 出现在 4 月份下旬，涨幅达 34.35%，7、8、9 三个月跌幅达 22.37%。总结特点就是波动大，波幅剧烈，相比现货价格，鸡蛋期价走势更加“顽皮”。

自鸡蛋期货上市三年来，鸡蛋期货的价格与现货价格的关系越来越远。2014 年期现货价格的相关性是 0.53675，2015 年是 -0.21488，2016 年是 -0.44186。尤其是今年，对鸡蛋价格的影响因素，除了现货价格之外，还有周围市场氛围、资金流向、节假日备货、天气、交通运力等多种因素共同影响。可以说，鸡蛋期货不但具备商品属性，金融属性也日趋强烈。

2016 年鸡蛋的期现价差的波动区间也非常大，【-785,1245】，单纯的依靠鸡蛋现货价格的波动状况，已经难以把握鸡蛋期货价格。但整体而言，鸡蛋期货相比现货价格的走势依然具有前瞻性，提前体现出市场的多方预期。

图 5.1：鸡蛋期现价差（单位：元/500 千克）



资料来源：wind & 南华研究

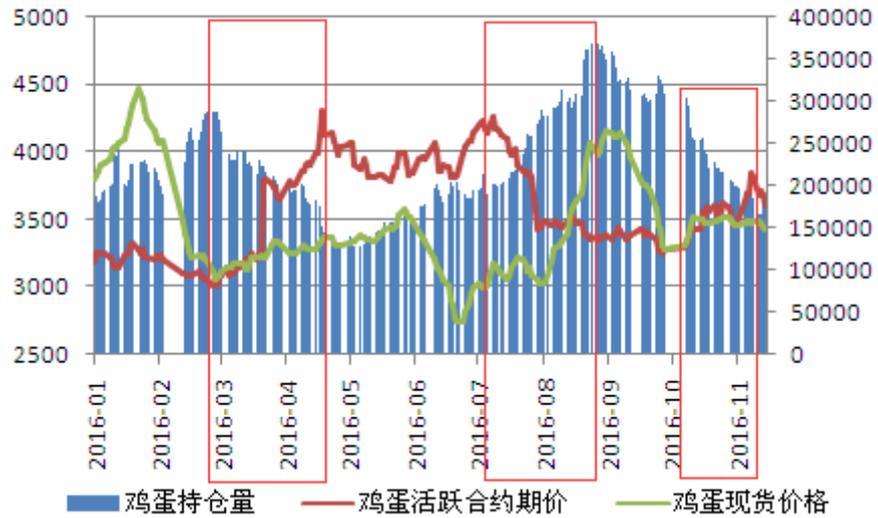
5.2. 鸡蛋？“金”蛋？

鸡蛋期货运行三年，鸡蛋期货身上具备的金融属性越来越强。

统计近三年来，鸡蛋期货与玉米期货、豆粕期货的相关性分别为 0.67、0.591，呈现出正向的较强相关性。但单就 2016 年这一年来看，鸡蛋与玉米、豆粕的相关性分别为 -0.45、0.603。与豆粕的相关性强于玉米。相比 2015 年历史性大行情而言，2016 年玉米期价最大波幅仅为 20%，但是豆粕期价的波幅可达到 55%，虽然从饲料配比来看，玉米占比 60%，豆粕占比 30%，但是鸡蛋期价的波动方向更倾向于活跃剧烈的豆粕。

鸡蛋期货的持仓量变化规律来看。鸡蛋期货月度级别的趋势性行情均与市场的增减仓配合默契，节奏也非常清晰。从下图可以看出，当资金流进流出的趋势非常明显的时候，资金流向对鸡蛋期货价格的影响强于同期的现货价格走势。

图 5.2：鸡蛋期货价格与持仓量的变化规律



资料来源：wind & 南华研究

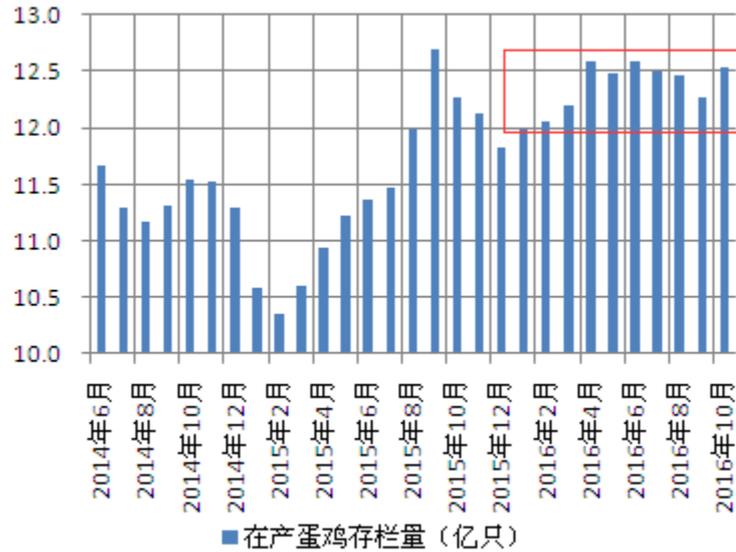
除了，玉米、豆粕关联性较强的品种间的影响外，鸡蛋还受整个商品期货整体多空情绪氛围的影响，例如 10 月、11 月份，焦煤焦炭的上涨对整个商品期货市场的提振。

5.3. 在产蛋鸡持续偏高，后备鸡减少

据卓创咨询，11 月全国主产区产蛋鸡存栏量为 13.54 亿只，环比涨幅 0.82%，同比涨幅 18.46%。2015 年蛋鸡养殖盈利在 18 元/只左右，养殖户养殖热情较高，导致 2016 年上半年养殖户补栏积极性较高，鸡苗销量同比增加 15%左右。原料方面，新玉米的临储政策取消，价格偏低，利好养殖行业，使得蛋鸡存栏量稳步增加。养殖利润可观，养殖户淘汰老鸡的积极性一般，导致出栏量减少。

由下图可知，2016 年在产蛋鸡存栏量一直处于 12 亿只以上的较高水平，蛋鸡供给宽松，这也是对鸡蛋价格利空的因素之一。从芝华数据来看，10 月份在产蛋鸡增多，但是雏鸡补栏两、后备鸡和淘汰鸡减少，在鸡龄结构上形成两头小、中间大的结构。推算至明年过年的时间，在产蛋鸡存栏量将下降，再加上过年备货，届时对鸡蛋价格将形成一定支撑。

图 5.3: 在产蛋鸡存栏量 (单位: 亿只)



资料来源: wind & 南华研究

5.4. 蛋鸡苗在高位, 淘汰鸡平稳

鸡苗价格连续半年的时间出现回落。据 wind 数据, 截至 12 月 9 日, 鸡苗价格为 3.36 元/羽, 略有下滑。淘汰鸡价格为 9.74 元/公斤, 淘汰鸡平均毛重约为 2 公斤, 淘汰鸡平均售价 19.48 元。

2016 年 4、5 月份, 美国、法国先后发生了大面积的高致病性禽流感疫情, 直接导致国内祖代肉种鸡行业不能大规模引种。预计 2016 年全年我国引种量不超过 45 万套, 远低于历年平均需求 90-100 万套。

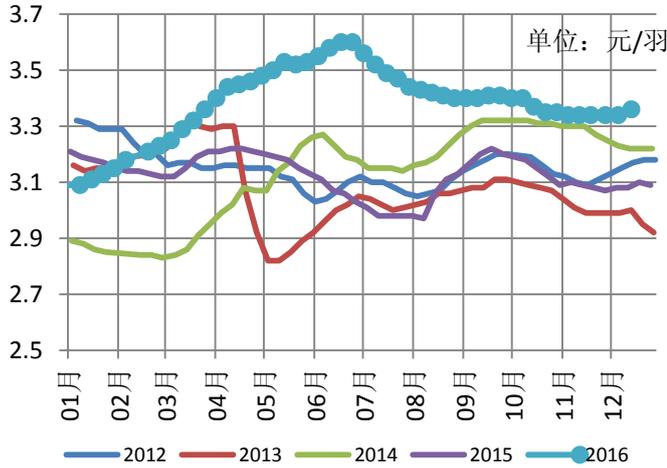
历年四季度至来年一季度为欧洲地区禽流感的高发期。进入 11 月份, 欧洲禽流感易发期来临, 美法引种期或将再次递延。在美法两国复关无望的情况下, 中国可能的祖代肉鸡引种国只有新西兰、荷兰、西班牙和英国。

禽流感的相继爆发使祖代肉鸡引种量减少超预期, 导致市场鸡苗供求紧张预期升温, 市场供给不足格局将延续至 2017 年全年, 推动了鸡苗价格上涨。蛋鸡苗价格也受此影响, 在 2016 年全年处于历史较高水平。

图 3.4.1: 蛋鸡苗价格 (单位: 元/羽)

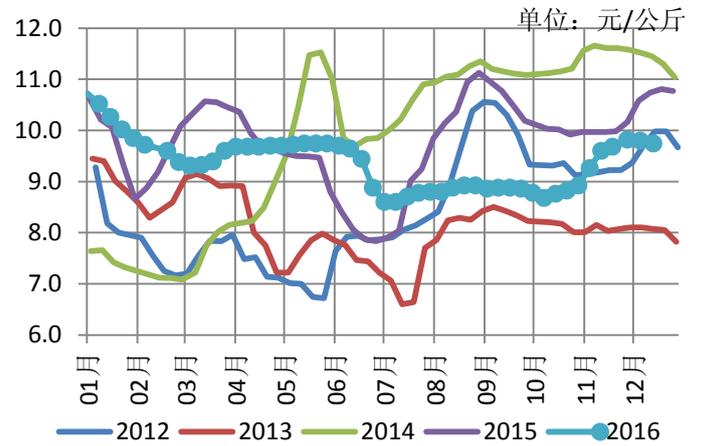
图 3.4.2: 淘汰鸡五年 (单位: 元/公斤)

图 5.4: 蛋鸡苗价格 (单位: 元/羽)



资料来源: wind & 南华研究

图 5.5: 淘汰鸡五年 (单位: 元/公斤)



资料来源: wind & 南华研究

5.5. 饲料成本仍具优势

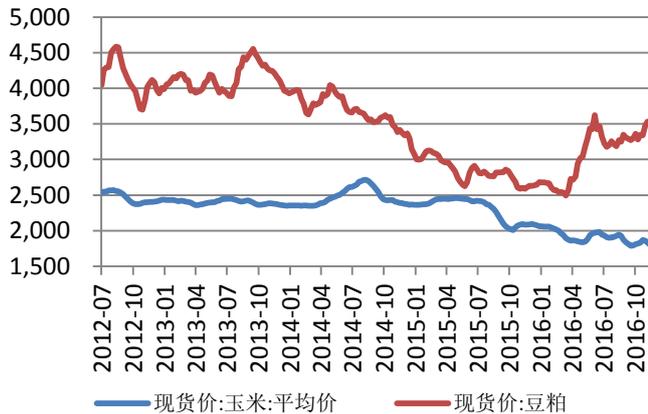
蛋鸡饲料中, 玉米占比 60%, 豆粕占比 30%。

玉米方面, 市场对玉米下半年的现货价格普遍维持悲观预期, 导致玉米现货价在下半年一直维持低位震荡, 但是年底时, 在市场库存偏低、运力不足、下游需求好转等因素下, 出现了翘尾行情。但是整体而言, 走势还是较为平稳, 从 2016 年鸡蛋和玉米的相关性仅为-0.45 看出, 玉米对鸡蛋价格影响较弱。

豆粕方面, 因二季度阿根廷洪水减产的利好被下半年供需报告中一次次被修正, 先前的强势格局被供给愈发宽松的市场氛围所取代, 拖累内盘豆粕上行乏力。国内三季度以来生猪价格风光不再, 能繁母猪存栏率一再下滑, 对豆粕消费亦无法构成有力支撑, 导致豆粕下半年处于震荡偏弱格局。

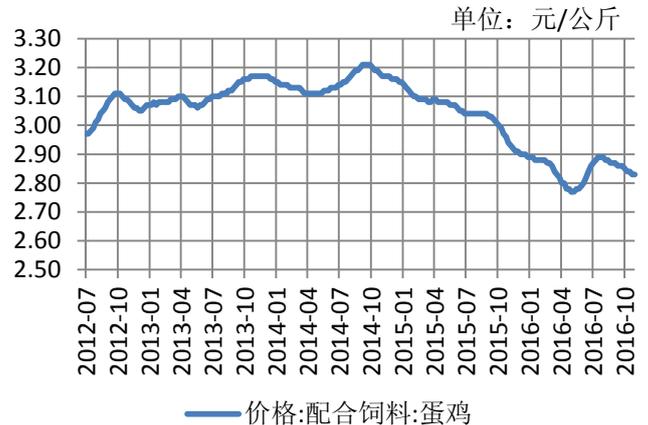
据 wind 资讯, 截至 12 月 9 日, 豆粕现货价格为 3485 元/吨, 较 2016 年 1 月上涨 24.6%。玉米现货价格 1800 元/吨, 较 2016 年 1 月下跌 13.9%。蛋鸡配合饲料价格为 2.86 元/公斤, 较 2016 年 1 月价格为 2.89 元/公斤, 饲料价格略有下降, 跌幅 1%。虽然, 豆粕价格上涨较大, 玉米跌幅较小, 但是蛋鸡养殖中豆粕和玉米之间的饲料配比为 1:2。总体看来, 蛋鸡养殖的饲料成本处于低位, 更具成本优势。

图 5.6: 豆粕、玉米的价格 (单位: 元/吨)



资料来源: wind & 南华研究

图 5.7: 蛋鸡配合饲料的价格 (单位: 元/公斤)



资料来源: wind & 南华研究

5.6. 鸡蛋价格也看天

是的, 鸡蛋价格也看天气, 主要从影响蛋鸡产蛋率、鸡蛋的存储条件以及鸡蛋的运输三方面影响鸡蛋价格, 今年尤是。

2016 年, 自 7 月 18 日起, 一轮强降雨过程自西向东先后影响了中国西北 3 省(甘肃、宁夏、陕西)、华北 2 省(山西、河北)2 市(北京、天津)、黄淮 2 省(河南、山东)以及长江流域的四川、重庆、湖北、湖南、苏皖北部等地。全国多地开启“暴雨模式”。

“暴雨模式”过后又迎来“高温模式”。黄淮及其以南地区出现较大范围高温天气。其中, 江南、华南东部出现持续性高温, 高温日数可达 4 至 7 天, 日最高气温在 35 至 39℃ 之间, 局地可超过 40℃。

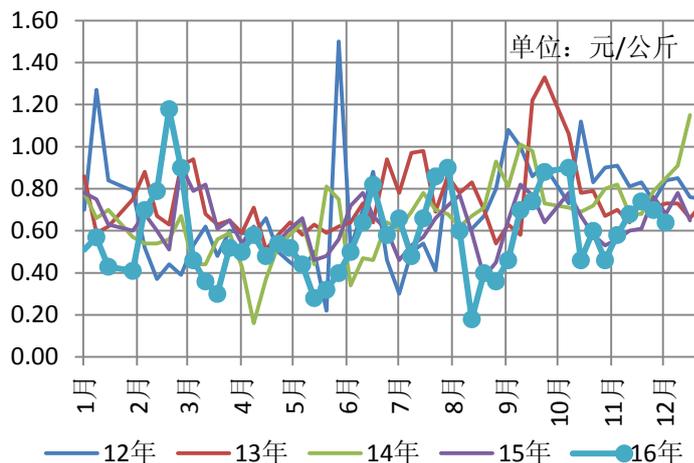
回到对鸡蛋现货的影响便是, 由于持续降雨导致路面积水严重, 经销商收购鸡蛋困难, 多数改用小车分批次收货, 运输成本增加。同时下雨天鸡蛋易发霉, 造成鸡蛋纸箱变软, 鸡蛋散黄等一系列问题, 现货受质量差影响, 部分被雨水淋过、泡过的鸡蛋以低于市场价 0.50~0.80 元/斤的价格抛售。这造成鸡蛋现货价格在暴雨之后出现走低现象。同样的, 高温天气并未因蛋鸡“歇伏”而造成蛋价上涨, 反而造成鸡蛋易变质而加速出货, 这又抑制了鸡蛋的价格。

除了今年的暴雨、高温天气之外, 台风、强风强降雨天气、雾霾、雨雪天气, 都会对交通造成阻碍, 会对鸡蛋的局部地区的供需造成影响。

鸡蛋价差, 可以看出鸡蛋走货以及需求状况。鸡蛋由养殖场流通到消费者手中, 需要经历数道中间环节。而在鸡蛋流通的过程中, 其附加值也在不断增加。鸡蛋的最初出场价与零售价价差往往能够达到 0.80-1.20 元/斤。那么, 这一部分附加值主要是由 1、经纪人中介费、经销商赚取的差价; 2、包装费用; 3、运输费用; 4、破损率组成。

由下图可以看出, 在鸡蛋走货加快, 需求旺盛时, 鸡蛋的流通价差较大。反之, 则流通价差处于低位。从 2011 年 7 月至 2016 年 12 月 9 日, 蛋鸡流通价差的均价为 0.66 元/公斤, 截至 12 月 09 日, 流通价差为 0.64 元/公斤, 流通价差偏低, 说明当前鸡蛋现货流通环节利润减少。

图 5.8：鸡蛋流通价差（单位：元/斤）

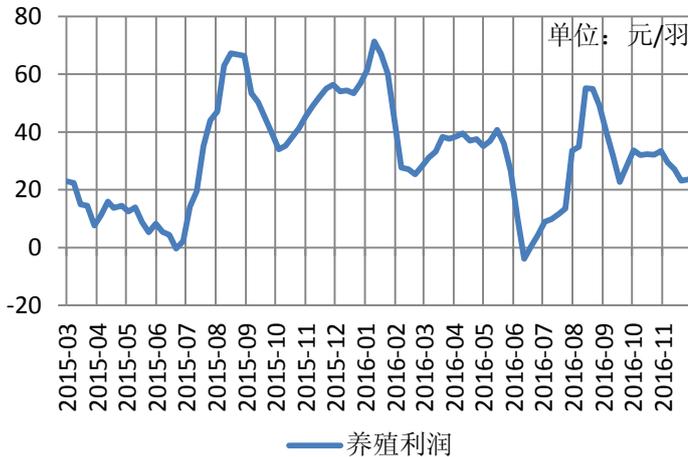


资料来源：wind & 南华研究

5.7. 蛋鸡养殖利润较好

虽然鸡蛋价格近两年持续下降，但是饲料成本降低，蛋鸡养殖依然有取得了较好的利润空间。同时养殖户的补栏量增加，产量的上升，使得全年的养殖收益率是保持在较高水平的。按照蛋鸡养殖成本公式估算鸡蛋现货价格养殖利润为 23.57 元/羽，略有下滑。蛋鸡养殖，仍具有较好的利润，这也是蛋鸡存栏量居高不下的原因。计算出鸡蛋现货的成本价格为 3.14 元/斤左右，如果算上 250~300 元/500kg 的交割费用的话，鸡蛋期货合约的成本价约为 3350 元/500kg~3450 元/500kg。

图 5.9: 蛋鸡养殖利润 (单位: 元/羽)



资料来源: wind & 南华研究

图 5.10: 鸡蛋成本预估价 (单位: 元/斤)



资料来源: wind & 南华研究

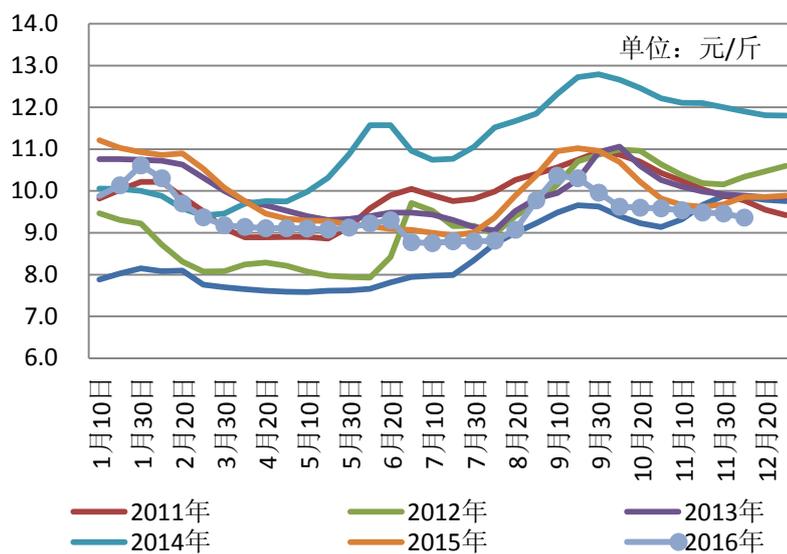
5.8. 鸡蛋价格周期性特点

鸡蛋的季节性变化规律比较明显。从 2011 年到 2015 年的 50 个城市鸡蛋平均价统计来看, 3 月份触及全年低点的概率较大, 随后震荡走高, 一般在 8、9 月份达到全年高点, 随后震荡回落。全年价格高点倾向于出现在 9 月份左右, 全年价格低点倾向于出现在 3、4 月份左右。

在 4 月至 9 月中, 容易出现上涨行情。因为 5 月当中两个节日——五一和端午, 节日备货需求刺激鸡蛋消费, 同时伴随着进入夏季, 山东、河南、河北等鸡蛋主产区的气温高企, 将严重影响蛋鸡产蛋率, 导致供给减少。同时, 在气温较高的环境下, 容易引发鸡的热应激, 死亡率上升, 养殖户也会加速蛋鸡的淘汰, 进一步导致鸡蛋的供应减少。9 月、10 月则有中秋与国庆相连, 再一轮节日需求把鸡蛋价格推向高点。冬季, 是禽流感多发季节, 疫情一旦爆发, 价格应声下跌。而且冬季人们习惯多吃牛羊肉, 鸡蛋需求较低, 价格倾向于走弱。

2016 年, 鸡蛋的现货价格相比往年同期, 处于较低水平, 而且季节性高点明显略有提前。这说明期货市场对现货市场的影响日趋密切。

图 5.11: 鸡蛋价格周期性特点 (单位: 元/斤)



资料来源: wind & 南华研究

第6章 总结与展望

6.1. 把握玉米季节性波动规律，波段操作

从技术上来看，2016 年玉米指数的走势呈现一个不断创出新低的过程，并且伴随着每一次的下跌持仓量均呈现有所放大，同时，每一次反弹持仓量减少。展望 2017 年，下游饲料需求的恢复，主要体现在玉米逐渐恢复价格优势挤占其他替代品用量方面，但是从养殖业的恢复情况来看，可能 2017 年生猪存栏量的起色还有待时日。深加工受国家政策的扶持，行业恢复较快，产能扩张。在临储库中尚存的上亿库存仍对市场构成潜在压力，预计 2017 年玉米将在 1400~1700 之间震荡，不会有太大的行情波动，把握玉米季节性供需规律，建议投资者在 2017 年维持波动思路操作。

图 6.1：连玉米指数周线走势



资料来源：文华财经

6.2. 淀粉操作机会更多

玉米淀粉的波动与玉米相比要剧烈，2017 年也许会呈现比玉米更加宽幅的震荡态势，为投资者提供的机会也更多一些。从套利的角度来看，淀粉-玉米的价差最大在 500~600 之间，目前 12 月份淀粉-玉米的价差接近 400 元/吨，预计继续扩大的空间较小。关注淀粉-玉米价差缩减的机会，当价差经过【400,500】之间，并有缩窄迹象时，可考虑择机空淀粉多玉米的套利操作。

图 6.2：玉米淀粉指数周线走势



资料来源：文华财经

6.3. 鸡蛋波动活跃，关注资金流向

因为鸡蛋期货的金融属性日益增加，以及与鸡蛋现货走势的逐年乖离，鸡蛋期货的行情越发的难以把握，这更考验投资者的交易水平。从目前体现出来的规律来看，远期合约往往提前体现出节日升水，而使趋势操作的空间更小，并且在节前两个月便开始提前走出季节性行情。目前鸡蛋的持仓量在期货市场中属于偏低水平，更易受资金面的影响，所以投资者关注鸡蛋的同时，需要关注资金流向，以此把握判断行情。

图 6.3：鸡蛋指数周线走势



资料来源：文华财经

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

江苏省南通市南大街 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

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，但我们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