

政策托底 远虑难解

【摘要】

螺纹钢，受年前集中冬储和年后需求快速释放的带动走出一波上行走势，但由于政策限产力度边际减弱，产量持续高位运行，使得去库同时面临高产量和需求持续性不足的双重压力，市场悲观情绪仍较为明显，年中螺纹产量在低利润区间较为刚性，边际变化集中在电炉部分，产量变动较为有限。需求端地产维持存量支撑，目前商业地产谨慎囤地和兑现至新开工使得前端数据快速走弱，叠加棚改力度减弱，地产年中压力还将有所显现，基建是拉动螺纹增量需求的主要来源，年中需求下滑大概率将逐步显现在库存压力上。但在政策强刺激环境下，需求下行的压力二季度表现并不明显，电炉的成本支撑仍然有效，考虑到 10 合约贴水幅度较大，4、5 月大概率出现一定的基差修复。震荡区间 3400-3800 元/吨，上涨难流畅，下跌更为有力。

热卷需求较为稳健，叠加供给受到限产和检修的限制，波动较大，因此整体库存压力小于螺纹。二季度热卷供需预期均有一定增量，随着 3 月下旬集中检修期结束，产量有望回归高位运行，需求端受政策利好刺激，汽车等板块有望止跌企稳，但对下游行业的改善空间仍偏谨慎，特别是直供订单上增量不明显，中间加工企业开工率虽回升，但利润改善不明显，商品卷需求持续性存忧。因此随着产量回升，热卷压力也将增大，而远期的需求改善空间目前还偏谨慎。因此并不宜对热卷过分乐观，卷螺差波动区间或有所提升，10 合约卷螺差跌破-100 可考虑适当参与买卷空螺。

铁矿石，受供给风险影响价格重心上移，目前行情受消息驱动明显波动较大。澳洲飓风影响较为短暂，但淡水河谷的减产冲击还将持续，特别在新增产能较为有限的阶段，供给对矿价下方的支撑力增强。需求来说，钢厂利润挤压

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货 研究所

薛娜 高级总监

xuena@nawaa.com

0571-89727545

投资咨询职业资格号

Z0011417

杨雅心 钢矿研究员

yangyaxin@nawaa.com

0571-89727544

从业资格号

F3025703

王泽勇 煤焦研究员

wangzeyong@nawaa.com

0571-89727544

从业资格号

F3035049

已限制了高品粉矿和块矿的用量，国产矿的增量部分替代了巴西资源，因此巴西的减产在溢价上表现得并不充分，同时限烧结的常态化延长了粉矿消化进度，导致刚需采购节奏放慢，因此在供给风险没有新的进展前，矿石下方支撑虽较为明确，但驱动仍在于需求端能否改善，在钢材价格没有受到明显压制下，铁矿仍将保持黑色系中偏强品种的地位，09 合约仍有上涨空间，但由于对钢厂利润的压制还将持续，很难有效突破 630 元。若钢材压力渐增，矿价下行风险也相应增大，建议回调买入，不宜跟随市场情绪追高。

我们认为，对于焦炭，虽然钢厂高炉开工率将逐步回升，焦炭需求有所增加。但是焦企处于盈亏平衡点，后期焦煤成本有所下降，同时限产放松下难以出现部主动限产的情况。供需虽有好转，但整体库存偏高，尤其港口库存高位，在近月期价贴水不多的情况下，难以出现上涨。而远月在焦化专项检查预期下，后期或许能有一波反弹，但实际限产效果仍有待观察。同时在整个产业链利润出现下滑的情况下，焦炭上涨空间也将受到限制。重点关注焦化专项检查以及钢材终端需求情况。

焦煤，随着焦化利润收窄，焦企开始控制库存，采购积极性一般。供应方面，蒙煤通关量将逐步回升，澳煤进口政策依然收紧。但是随着中澳关系缓解，澳煤进口有放开风险。而国内煤矿全面复产，虽然今年煤矿安检有所加强，但是供应整体回升趋势不改。在焦煤供需变宽松且下游季节性去库下，同时二季度焦企或有限产，焦煤走势相对偏弱。煤焦中，焦炭是更好的做多品种。

风险方面，供给侧改革的持续性，后期政策重心转向对产量的限制作用难以评估；房地产年中的韧性超预期，或政策有超预期的放松重新拉动地产运行；巴西目前停产矿区的复产进度超预期；煤矿安全检查超预期严格；焦化专项检查行动。

单边策略，成材后期以区间操作为主，螺纹参考区间 3400–3800，走势前高后低。550–570 仍可配置 I1909 多单，J1909 多单，1800 以下逢低配置，目标 2200。

套利与对冲策略，卷螺差跌破–100 附近可考虑适当介入；空 J1905 多 J1909,50 附近可择机介入，目标 0；空 JM1905 多 JM1909，–70 附近可择机介入，目标–100；多 J1909 空 J2001，30 附近可择机介入，目标 90；做空虚拟钢厂利润（ $RB10-1.65I-0.5J$ ）或空螺矿比中期持有。

目录

【摘要】	1
1. 宏观和终端需求	5
1.1 逆周期调节持续发力	5
1.2 房地产前端数据大幅走弱，存量支撑加速消耗	6
1.3 基建项目密集落地，支撑增量需求	8
1.4 螺纹实际消费情况	9
1.5 卷板下游：年后边际改善但力度有限	10
1.6 热卷实际消费情况	13
1.7 钢材出口	14
2. 钢材供给与库存	14
2.1 行情回顾	14
2.2 钢厂利润与开工情况	15
2.3 螺纹热卷的库存变化	19
2.4 钢材小结	21
3. 铁矿石供求	22
3.1 行情回顾	22
3.2 北方限烧结仍是环保重点，矿石消耗节奏偏慢	22
3.3 铁矿石产量与发运	24
3.4 港口库存被动累积，中低品矿性价比回升	26
3.5 铁矿石小结	28
4. 焦炭焦煤供求	29
4.1 行情回顾	29
4.2 焦炭开工、产量与库存	30
4.3 焦煤产量、进口与库存	34
4.4 焦炭焦煤小结	36
5. 策略与风险	37
5.1 单边策略	37
5.2 套利与对冲策略	37
5.3 风险提示	37
南华期货分支机构	38
免责声明	40

1. 宏观和终端需求

2019 年随着国际主要经济体的经济下行压力重新增大，各国政府重新偏向宽松政策的同时，国际环境，特别是中美贸易摩擦也开始逐步缓和。但国内面临的经济压力仍大，GDP 增速继续低位运行，国家也进一步弱化增长目标，维护经济稳定增长成为宏观调控重点。2018 年年底起政策强化逆周期调节，央行连续通过降准、加快地方政府专项债发行规模、全面减税降费等手段刺激经济运行。货币政策转为稳健略微宽松，从 1-2 月数据来看，社融增速仍显著回升，为了使资金更好的落实到实体经济，国家也加大了财政刺激力度，财政政策预计减税降费总额度将达到近 2 万亿元，同时对汽车、家电、制造业的刺激政策也在逐步落实。在强刺激下，制造业已表现出企稳态势。地产的韧性持续消耗，前端数据转弱明显，在生存压力下，大地产商优化土地配置等举措加剧了增量缩减的压力；同时国家继续收紧房企、地方政府的融资渠道，使得地产、基建方面的资金压力对新建项目的支撑力减弱，因此尽管处于财政、货币政策明显放宽的局面，地产仍然难改行业困境和逐步承压的局面，基建增量规模差强人意。目前推行的宽松刺激政策对钢材下游，特别是螺纹下游的带动作用较为有限。

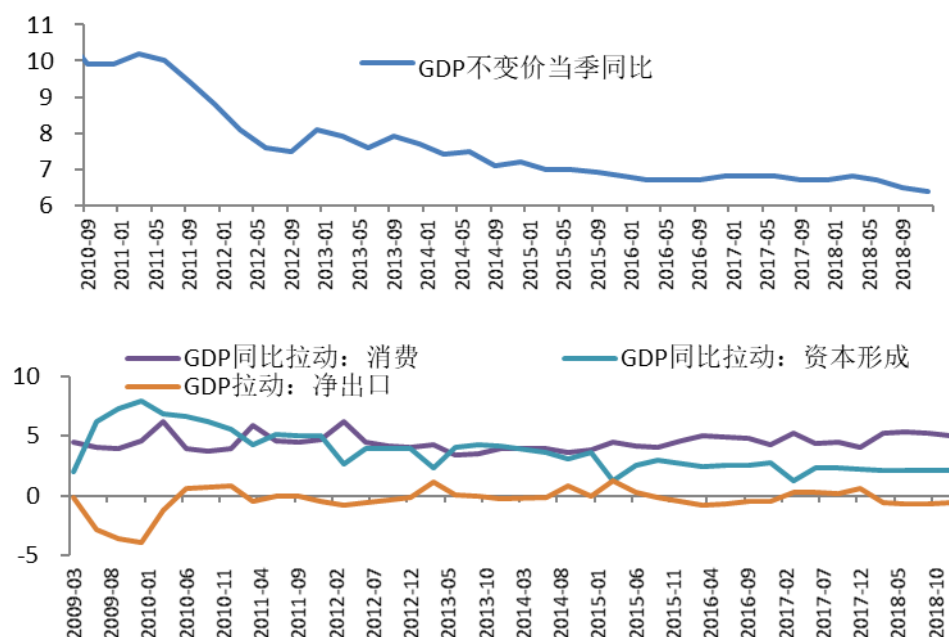
展望二季度，货币政策和财政政策还在持续发力，央行降息的可能性增加。政策托底的效应还将继续显现，但同时刺激政策的空间有限，传导过程中的效果也面临考验，房地产增量空间进一步被挤压，优质区块弹性较为有限，存量支撑持续消耗，适当放松地产调控的刺激力度不及此前阶段，基建短期保持偏强势头；作为制造业龙头的汽车、家电、装备机械等板块总体持稳，但对制造业的提升空间偏谨慎，特别考虑到居民可支配收入和消费能力的空间有限，还将限制汽车、家电的下游需求释放力度，环保设备等部门专门领域的高增速不可持续，制造业后期也相对缺乏亮点。

1.1 逆周期调节持续发力

由于经济运行的压力持续增大，从 2018 年底开始，宏观政策逆周期调节持续发力，货币政策开始明显转向适度宽松，但对金融领域的窗口指导仍较为严格，导致宽货币虽然带动了社融增速的回升，但对 M2 增速和信用扩张的刺激力度不足，货币政策宽松的效果不明显，与此同时财政发力加强，财政与货币的逆周期调节重点在于改善实体经济

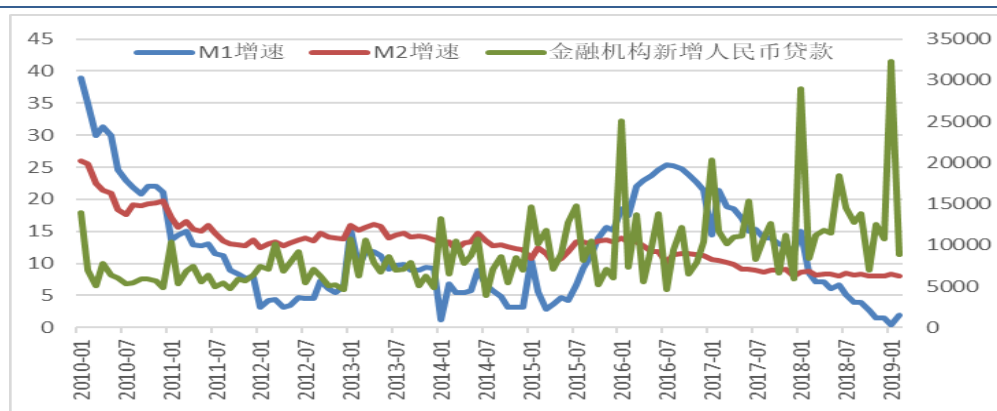
领域的经营困境。

图 1: GDP 增速及贡献率



资料来源: 国家统计局、南华研究

图 2 货币政策明显放松, 但传导并不顺畅



资料来源: 国家统计局、南华研究

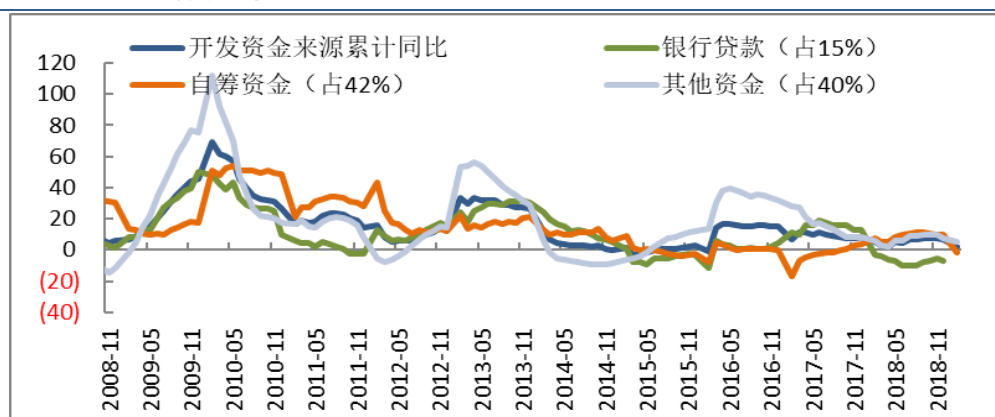
1.2 房地产前端数据大幅走弱, 存量支撑加速消耗

今年房地产投资和新开工的压力明显增大, 首先在 2018 年棚改超预期进展和暂停货币化安置的背景下, 今年新推棚改面积将明显回落, 商品房方面地产新开工仍与销售增速高度相关, 开发商资金越来越依赖销售回款, 两者在最近两年同步性进一步提高, 即销售到新开工的传导周期比过去更短。四五线城市在棚改效应减退

后，销售明显走弱，而一线城市销售有回暖迹象，二三线城市保持平稳。但整体上看，由于投资需求已趋于谨慎，一二线成交回升的空间有限，整体成交情况处于承压的状态，多数地产商仍存在加快周转和去库存的压力。

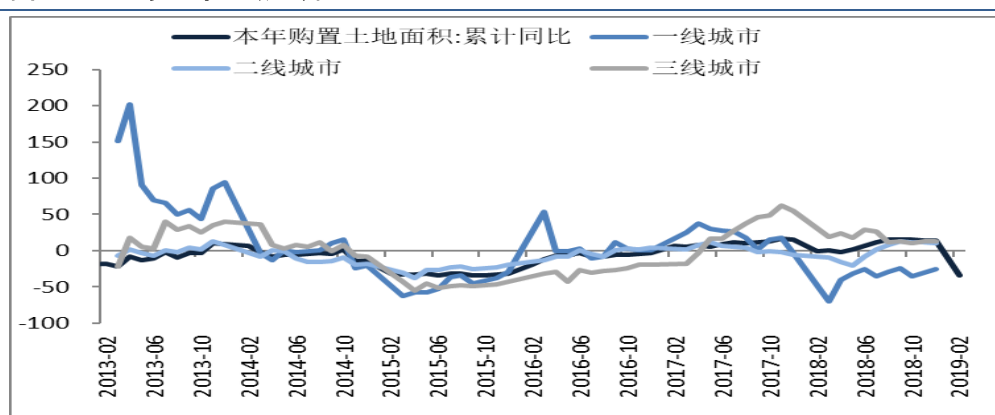
另一方面，由于融资端的收紧和成本抬升，地产商的资金结构更依赖于自有资金，销售压力使得地产商的资金链更趋紧张，在投资和拿地的规划和决策中更为谨慎，加上大地产商的土地储备仍较为充足，土地成交情况近期总体表现平平，没有大量拿地的情况出现，而是选择伺机优化土地配置，前端数据的表现都在 2018 年下半年开始趋于弱化，且下降幅度较大，对后期的新开工支撑作用下降。

图 3 房地产商资金来源结构



资料来源：国家统计局、南华研究

图 4 土地购置的区域差异

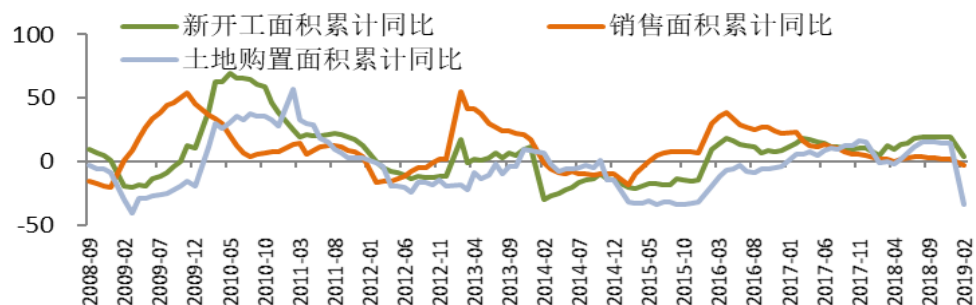


资料来源：国家统计局、南华研究

从新开工数据来看，年初刚刚出现拐头向下的迹象，如果销售数据领先新开工 3—5 个月的周期推算，年中的增量需求将出现压力。2018 年新开工面积中，四五线城市占更大比重（40 大中城市占比仅 35%），棚改货币化安置大幅减少，且超额完成在建面积，对应今年的建筑面积也将缩减。对整体新开工带动作用有限。因此我

们认为，19 年春季开工是在建的存量需求复工的支撑，但是地产的增量需求后期压力将逐步显现。

图 5 商品房土地购置快速下行，新开工现拐头

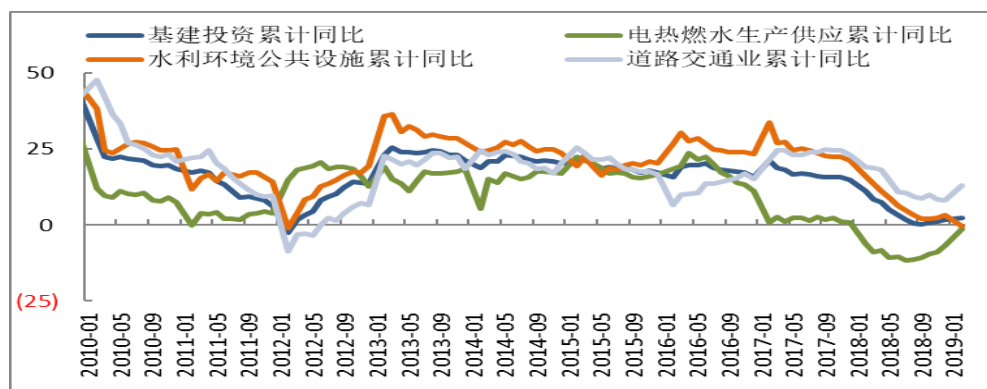


资料来源：国家统计局、南华研究

1.3 基建项目密集落地，支撑增量需求

今年的政策基调有意加强基建对经济的托底作用，基建项目审批加速，专项债发行规模扩大，基建投资有望加速回升。据媒体报道，春节假期后的前两个工作日，四川、江苏、吉林、辽宁等地召开加快基建项目投资的会议。而山东、浙江等地节后城铁等工地已经开工。而市场预期，4 月雄安新区将进入建设进程，大批基建工程将开启，基建增量表现较为明显，但基建发力的主要矛盾在于地方财政的支持力度，从基建资金来源上看，除了专项债发行扩大外，其他的融资渠道仍相对偏紧，因此后期基建的释放强度还有疑问，从用钢量角度考虑，如果地产需求持稳，基建增量能够保证螺纹整体需求有增量，但基建将很难弥补地产新开工下滑对需求造成的缺口。后期市场对需求的预期难言乐观。

图 6 基础建设投资（亿元）



资料来源：国家统计局、南华研究

图 7 基建投资对地方财源要求很高

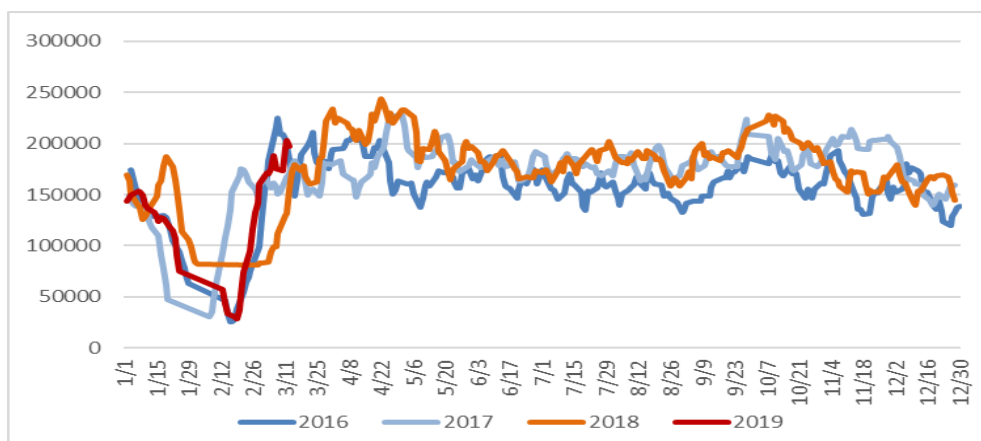


资料来源：国家统计局、南华研究

1.4 螺纹实际消费情况

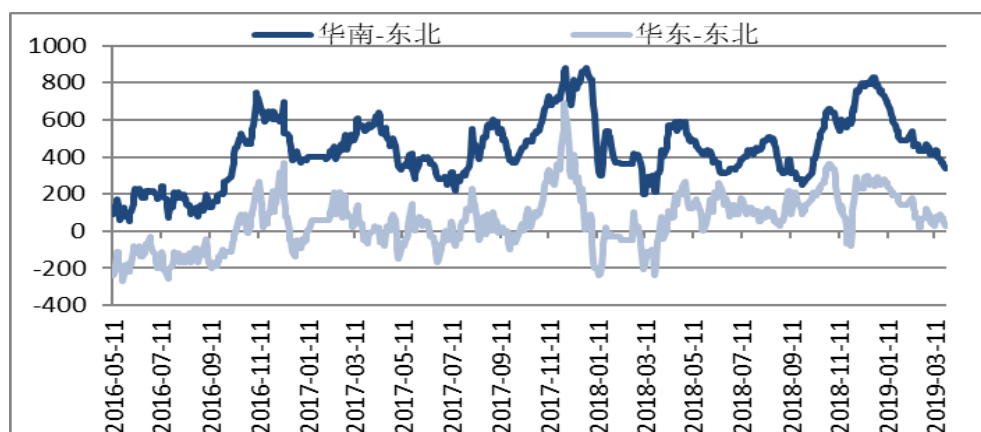
从日度和周度的建材成交数据来看，年后终端工地需求恢复的时间点、力度受到农民工返程进度、政策限制、天气等因素的影响。2019年春节后螺纹成交恢复较快，并快速恢复到历史旺季的水平，除短期受到大面积雨雪天气影响外，各地终端建筑施工项目的复工基本正常，并未出现明显的迟滞，但需求的区域差异更加突出，由于回温较早，东北表现相对较好，两会后华北、山东需求的启动力度略弱于去年，而华南区域的新开工下降明显，螺纹需求受影响库存消化偏慢，传统消费重点区域已表现出疲态。

图 8 上海终端线螺采购（吨）



资料来源：wind、南华研究

图9 螺纹区域价差



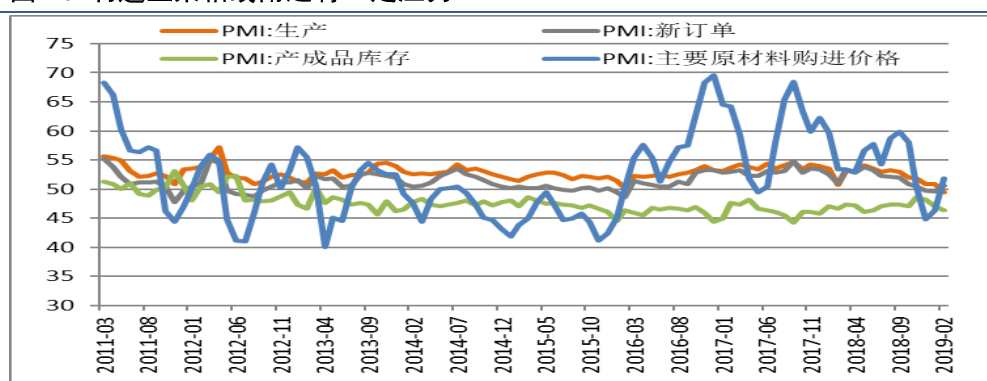
资料来源：mysteel、南华研究

1.5 卷板下游：年后边际改善但力度有限

热卷终端行业 2018 年底开始企稳并有所改善，行业间仍维持分化局面，总体改善空间不明显。制造业 PMI 在短暂的回落后受政策提振短暂恢复至荣枯线以上，但分项来看，产成品去库有改善，生产和新订单改善不明显，原料成本压力仍在，在政策偏宽松的情况下，行业改善较为缓慢，需要等待后期逐步形成正反馈。汽车产销维持低迷态势，行业亏损的压力仍在，家电相对回稳，特别在房地产竣工有所提速的情况下，家电销售较有保障。而受助于基建项目密集启动，工程机械和重卡产销短暂回落后重新转强，但限于高基数压力，增量空间不大。船舶业复苏势头受阻，造船订单重新转弱，造船板的需求低位持稳。

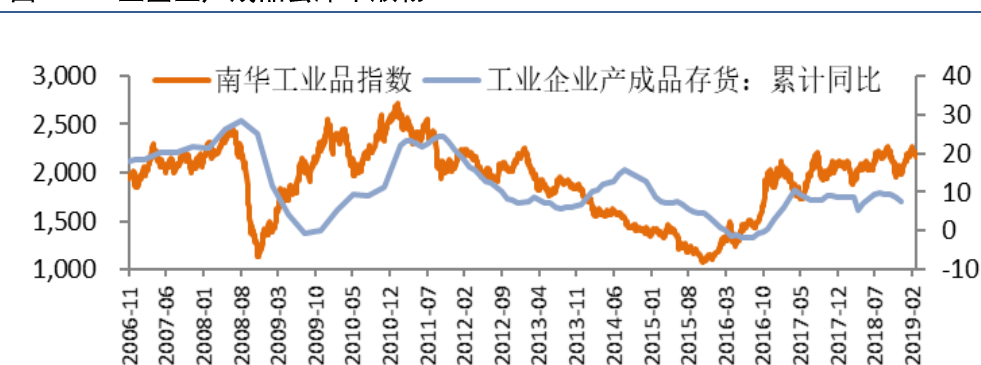
今年随着促进家电下乡等政策陆续落地，叠加降税等宏观逆周期调节的刺激，制造业整体有所改善，但由于居民消费端的空间并未明显改观，对刺激效果的持续形成正反馈和热卷下游行业的改善空间持谨慎态度，二季度大概率在弱稳基础上小幅转好。

图 10 制造业荣枯线附近有一定压力



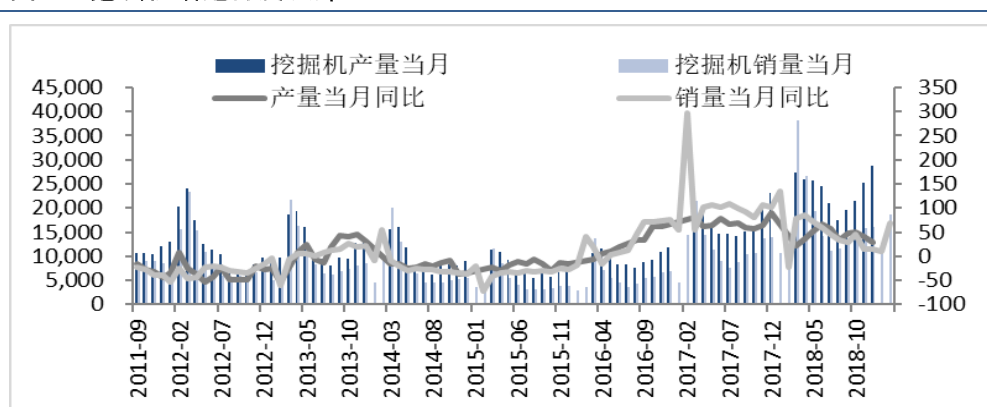
资料来源：Wind、南华研究

图 11 工业企业产成品去库不顺畅



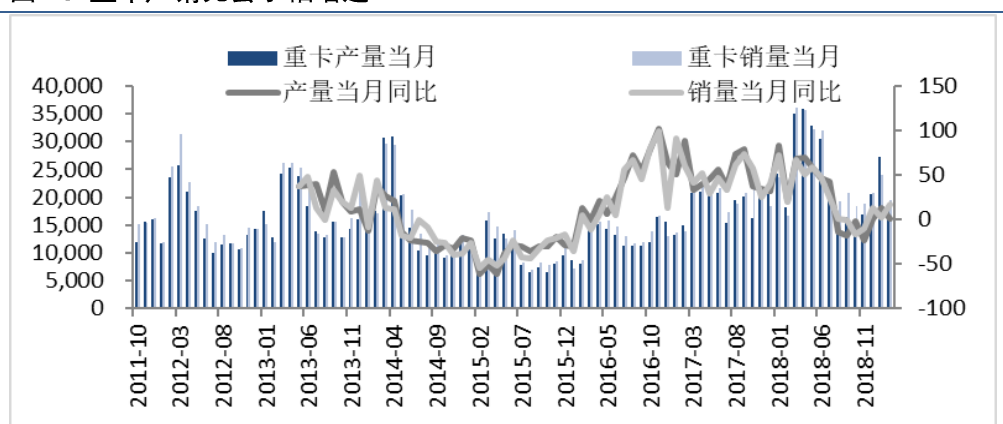
资料来源：国家统计局、南华研究

图 12 挖掘机增速再度反弹



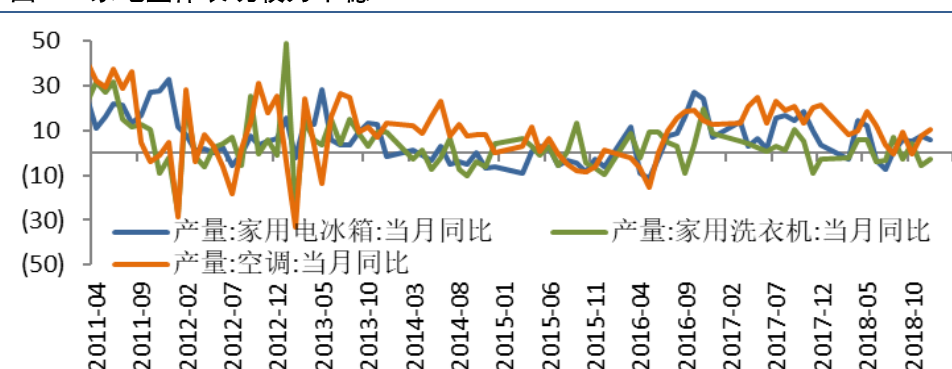
资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

图 13 重卡产销会小幅增速



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

图 14 家电整体表现较为平稳



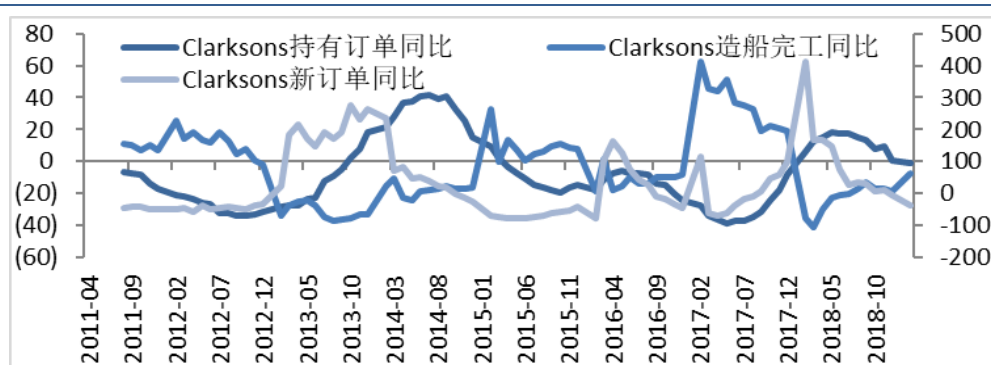
资料来源：国家统计局、南华研究

图 15 汽车产销量低位运行



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

图 16 造船行业复苏势头受阻

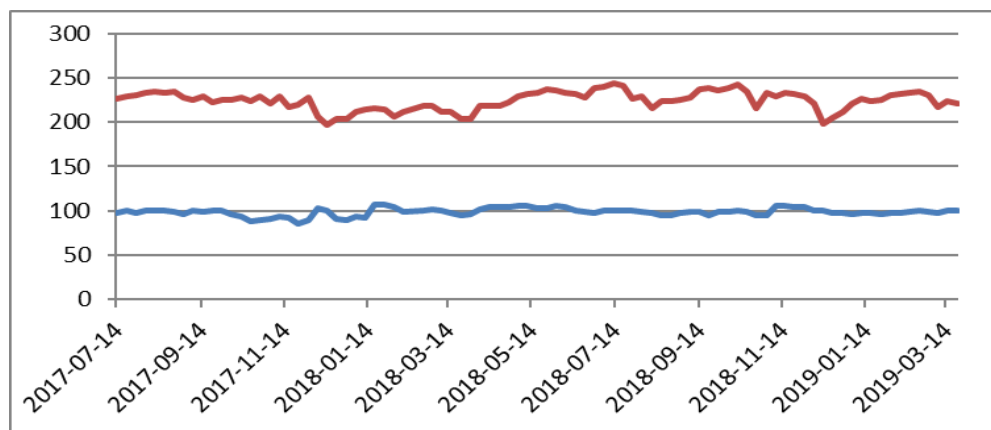


资料来源：国家统计局、南 研究

1.6 热卷实际消费情况

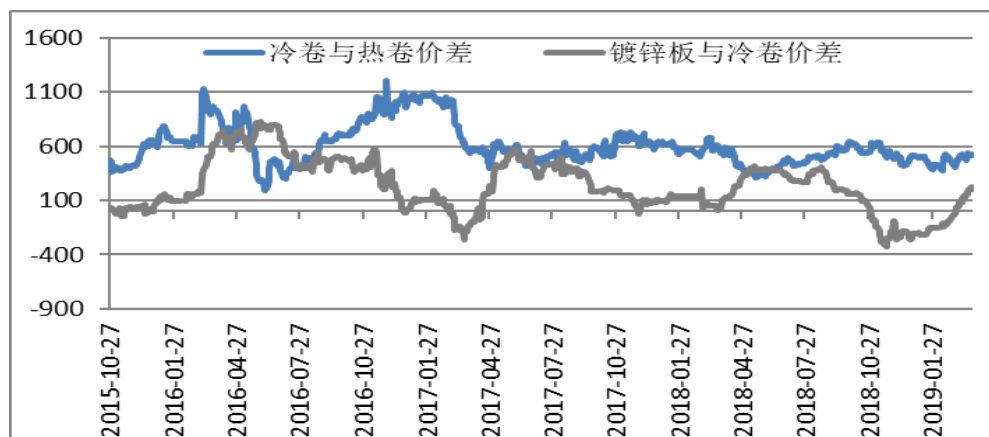
钢厂的热卷直供订单基本稳定，年初订单基本正常，同时商品卷供应量维持高位波动，而冷轧和镀锌与热卷价差也小幅回升，中游加工领域的加工利润也有所改善。但需要注意的是，尽管涂镀加工的开工率年后稳步回升，但利润空间并不明显，目前终端行业分化较大，环保设备等行业的需求增量难持续，对卷板下游需求的改善空间偏谨慎。

图 17 商品卷量高位波动



资料来源：国家统计局、南华研究

图 18 下游冷轧、镀锌的价差边际回升

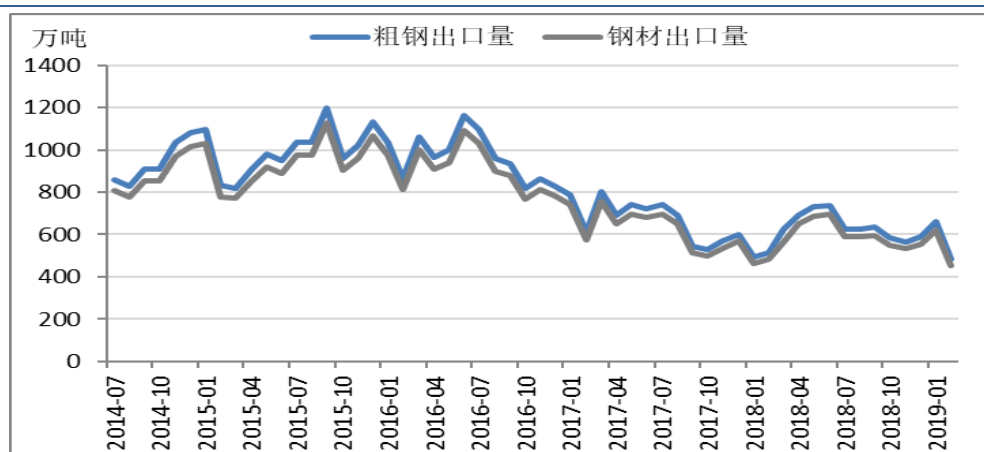


资料来源：国家统计局、南华研究

1.7 钢材出口

钢材出口在短暂回升后年初重新回落至低位，但我们认为随着全球贸易环境的边际缓和，钢材出口量难跌破前低，特别由于国内价格支撑减弱，内外利润差改善，转外销的订单重新增多，因此在国际环境变动不大的前提下，出口有望延续小幅回升。

图 19 钢材出口重回低位



资料来源：国家统计局、南华研究

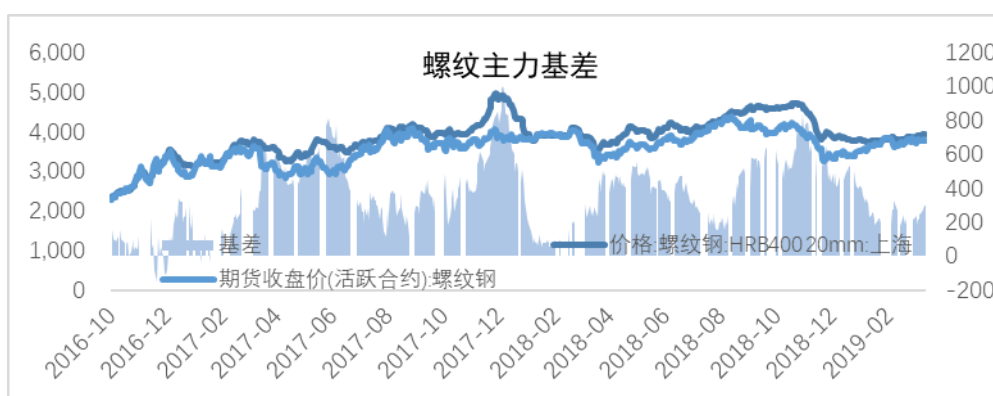
2. 钢材供给与库存

2.1 行情回顾

一季度钢材走出在区间内窄幅上升后，小幅回落持续震荡的行情。前期受春节

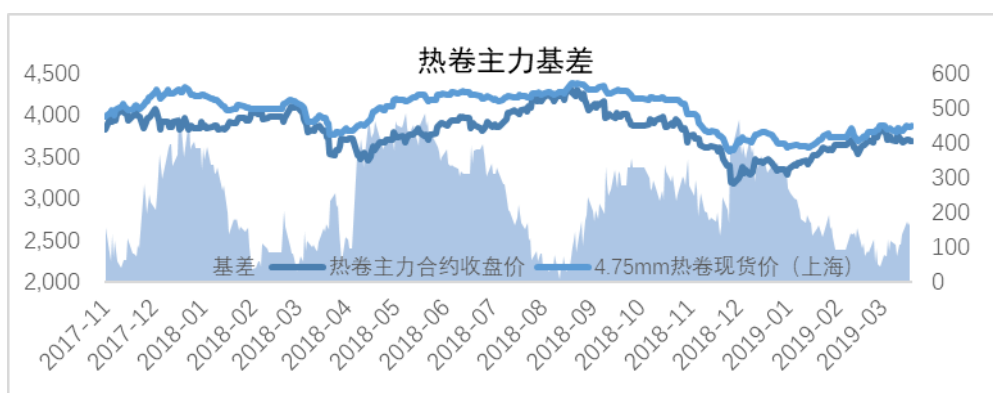
假期钢厂主动控制产量及节前常规限产影响，产量降幅扩大，以及临近假期冬储进度加快，钢材走出在区间内窄幅上升趋势。节后环保限产政策力度的加强，使得产量回升较为缓慢；需求方面，主要受南方连续阴雨天气和北方寒冷天气的影响，工地复工延缓，需求受到制约，导致盘面小幅回落。后期随着环保限产力度的逐步弱化，以及电炉存有一定的利润空间，产量回升；需求方面因基建大量开工和房地产复工进度回暖，逐步有所好转，市场逐步恢复正常，盘面在一定区间内波动。品种方面，由于螺纹需求端更为强劲，螺纹整体表现强于热卷。

图 20 螺纹价格走势和基差



资料来源：Mysteel、南华研究

图 21 热卷价格走势和基差



资料来源：Mysteel、南华研究

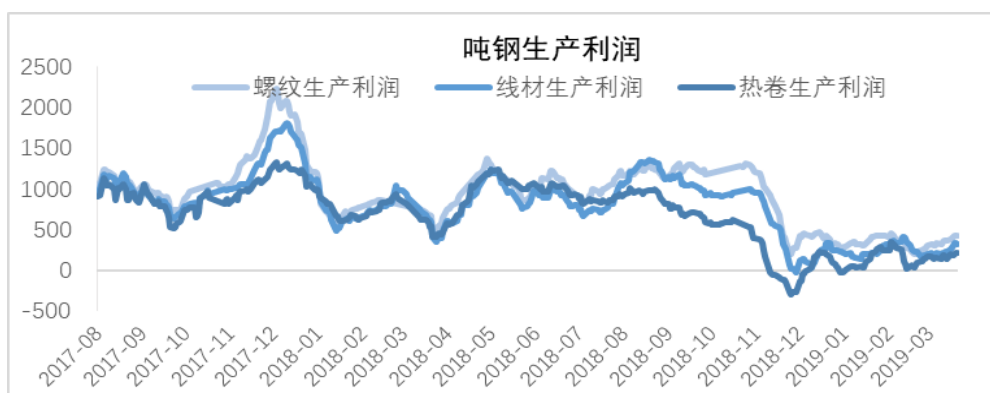
2.2 钢厂利润与开工情况

钢厂吨钢利润一季度维持在 300–500 元的水平低位持稳，原料成本分化，铁矿受矿难事故影响价格中枢抬升，废钢也维持紧平衡的状态，焦炭价格受到一定挤压，

总体成本压力增大，对利润形成一定压力，但春节前贸易商集中的主动补库及节后需求的正常复工又相对支撑了钢价的运行区间，因此低利润水平有较好的韧性，同时缺乏超预期因素的提振，难有较大提升空间。目前由于利润下滑，钢厂已主动调低了废钢用量和矿石品位，但保证产量兑现利润的意愿仍强。

由于地方政府不再提出非采暖季限产的概念，限产以阶段性执行为主，且限制集中在烧结环节，对高炉生产的限制力减弱，因此二季度钢厂利润仍将面临产量继续提升的压力，特别在年中需求的持续性支撑减弱和钢厂通过增产加紧兑现利润的共同作用下，利润或降至 200 元以下，甚至可能阶段性跌至亏损水平。但考虑到成本更高的短流程电炉最先面临利润压力而调节产量，长流程钢厂微利和亏损的时间段相对有限。

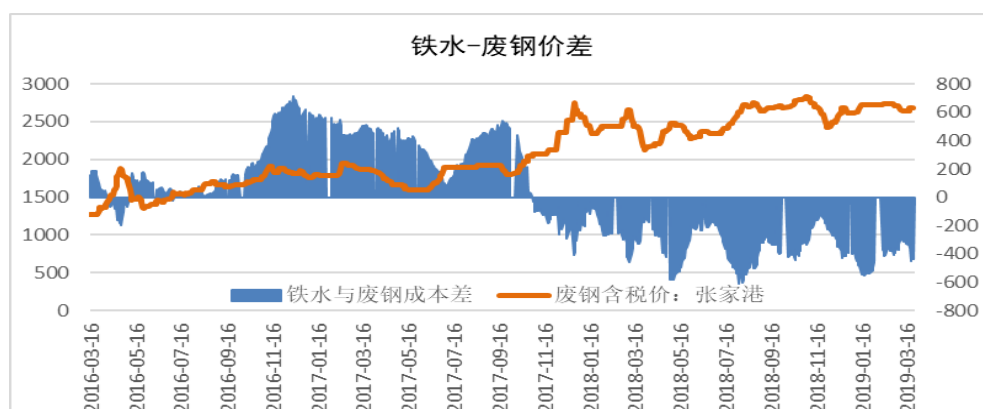
图 22 吨钢毛利润高位波动



资料来源：南华研究

从废钢角度看，随着钢厂利润的下滑，长流程钢厂的转炉废钢配比已重新回落至 15–20% 的正常区间，并保持稳定，钢厂废钢采购价还有压价迹象出现。同时电炉成本下降空间有限，电炉作为成本最高的边际产能，生产的持续性受限，也相应抑制了废钢的需求，因此相较 2018 年，废钢价格有一定下降空间，但降幅并不大，华东重度资源价格大概率处于 2300–2500 元区间。

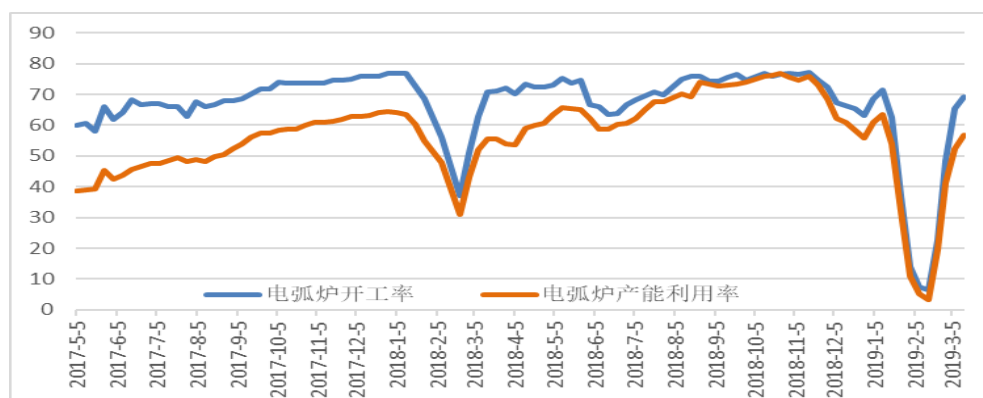
图 23 铁水废钢成本性价比



资料来源：wind、南华研究

今年尽管长短流程的成本差有所收窄，但短流程电炉仍将处于成本偏高位置，进而影响边际产量的变动。目前 2018 年新增的 3000 万吨电炉产能已基本投产，若不考虑长流程钢厂置换电炉，2019 年独立电炉的新增计划进度还将放慢，上半年维持目前产能水平，则独立电炉实际产量稳定在 5000-6000 万吨水平，从年后的电炉复产情况看，由于利润压力较大，独立电炉开工率在恢复至 60% 以上后明显放慢，产能利用率更弱于开工率。若年中利润继续挤压，独立电炉产量或将降至 4000 万吨以下。

图 24 电弧炉开工率与产能利用率



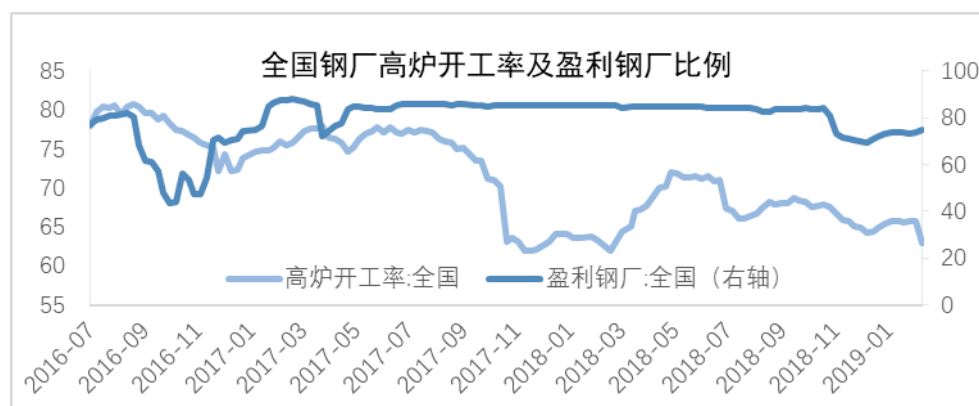
资料来源：wind、南华研究

长流程高炉生产受环保限制明显减弱，目前的政策压力更倾向于烧结环节限产常态化，对实际生产的影响相应减弱。另一方面，经过近两年的高利润状态的保产，在利润明显受到挤压后，钢厂的检修计划影响逐步增强，成为影响开工和产量释放节奏的主要因素。同时钢厂适当调低原料配比，也相应制约了产量释放，

但这些影响都相对有限，长流程钢厂的铁水产量表现出一定刚性，处于高位运行。

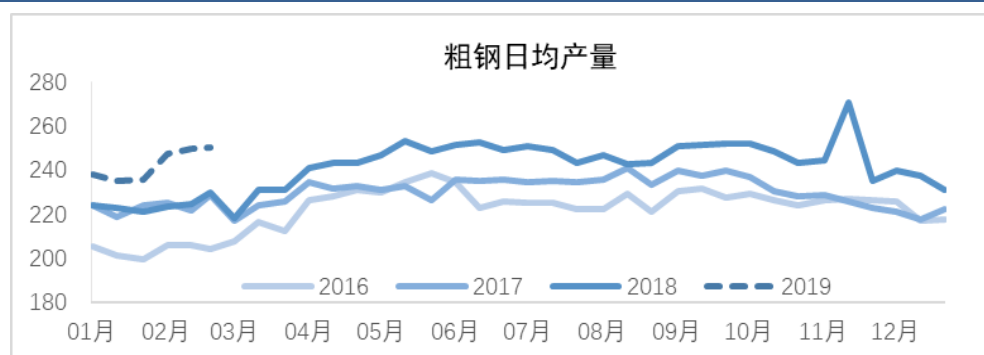
综合长短流程钢厂的生产情况，我们认为上半年粗钢产量还将高位窄幅波动的局面，考虑到短流程利润承压明显，整体粗钢产量或有小幅回落，但在政策支撑下，产业利润难现根本性持续恶化，因此粗钢产量下降空间有限。

图 25 全国盈利钢厂比例和高炉开工率



资料来源：wind、南华研究

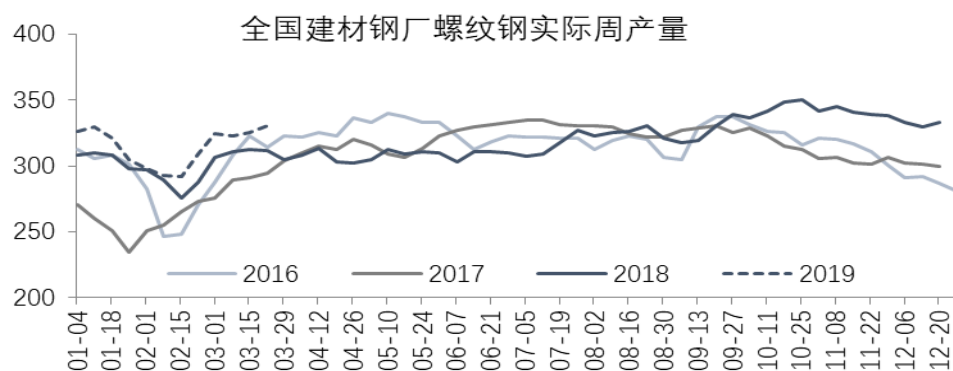
图 26 粗钢日均产量



资料来源：Wind、南华研究

具体分品种来看，长流程钢厂的螺纹产量较为稳健，总体维持在略高于历史同期的高位水平运行，后期对生产的影响也较为有限，特别华东几家大厂的生产较为流畅，基本维持全折供应，后期减产空间不大，减产主要集中在电炉和少量调坯轧材。

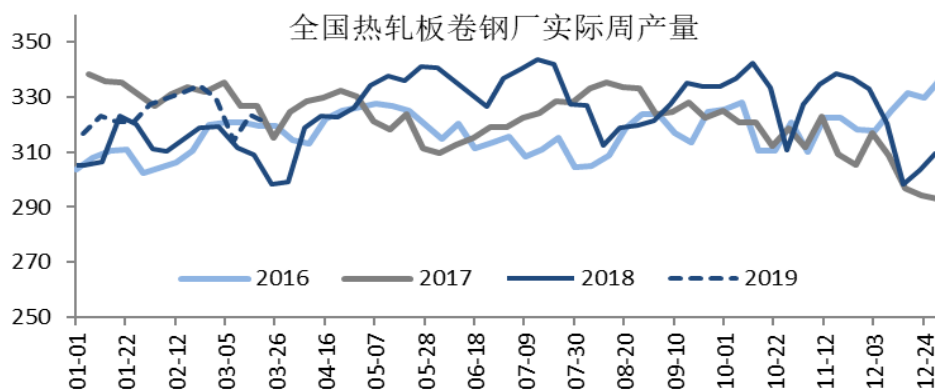
图 27 螺纹周度产量受压制（万吨）



资料来源：Wind、南华研究

受年后北方限产重新趋严的影响，热卷年后产量持续偏弱运行，在三月下旬短暂的集中检修期结束后，产量有一定回升空间，预计周产量将重回 330–340 万吨，根据产能置换方案，热卷今年仍有新增产能落地，但能否按计划投产还要看后续的利润变化情况。总体看热卷产量还将回归高位但二季度暂时不会创出新高。

图 28 热卷产量有回升空间（万吨）



资料来源：Mysteel、南华研究

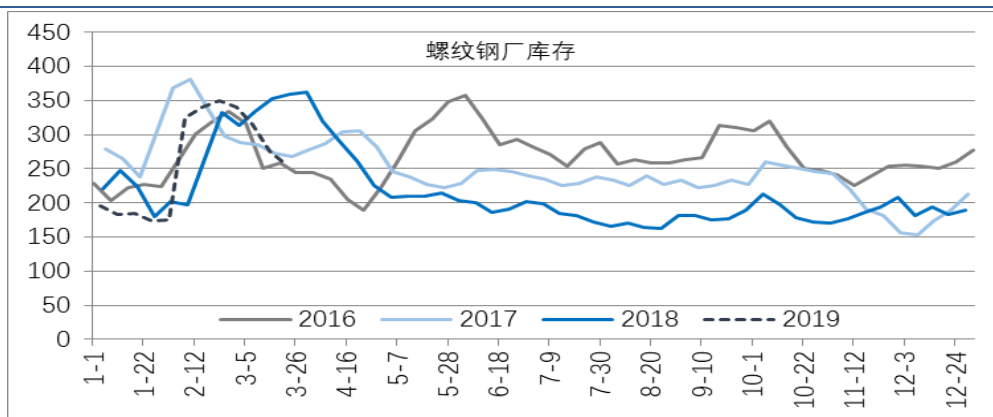
2.3 螺纹热卷的库存变化

一季度由于春节的缘故，区分出明显的累库和去库两个阶段。由于限产相对宽松，产量持续高位运行，螺纹春节前半个月出现集中累库，厂库和社库均达到去年高点水平，社库峰值再超 1000 万吨，且由于前期在盘面建虚拟库存较多，后期累库较为顺利，贸易商对年后心态偏乐观。

元宵节后，终端施工平稳恢复，叠加基建项目密集动工、北方天气快速升温，厂库、社库同步稳步下降，去库进度保持良好，前期社库保持了 100–70 万吨的周

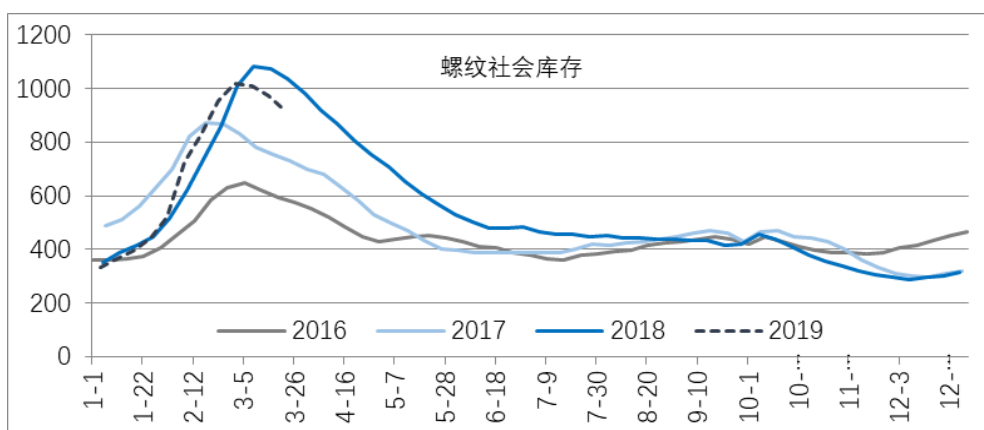
降幅，但由于产量继续高位运行，后期去库的节奏或将放慢，由于终端增量支撑不足，对5月后的需求持续性持谨慎态度，若社库周降幅回落至30-50万吨，且供给端并未做出明显调节，则库存压力将成为显性压力。

图 29 螺纹钢厂内库存变化



资料来源：mysteel、南华研究

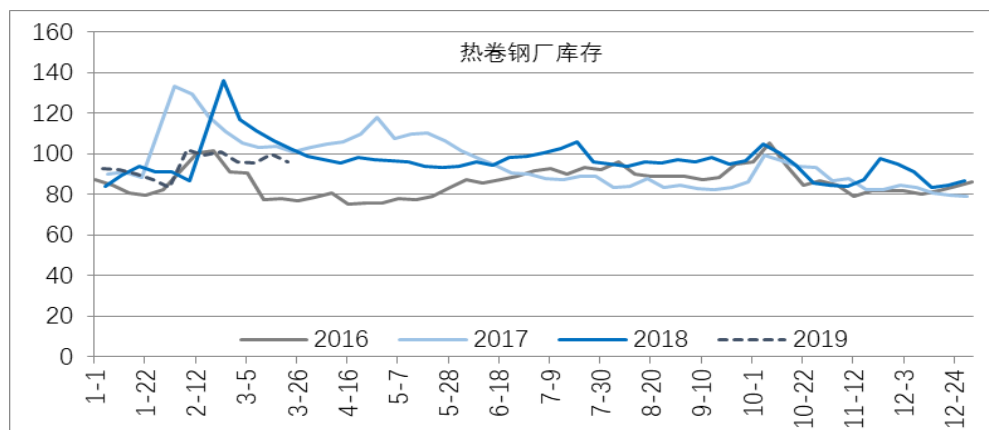
图 30 螺纹钢社会库存维持低位（万吨）



资料来源：mysteel、南华研究

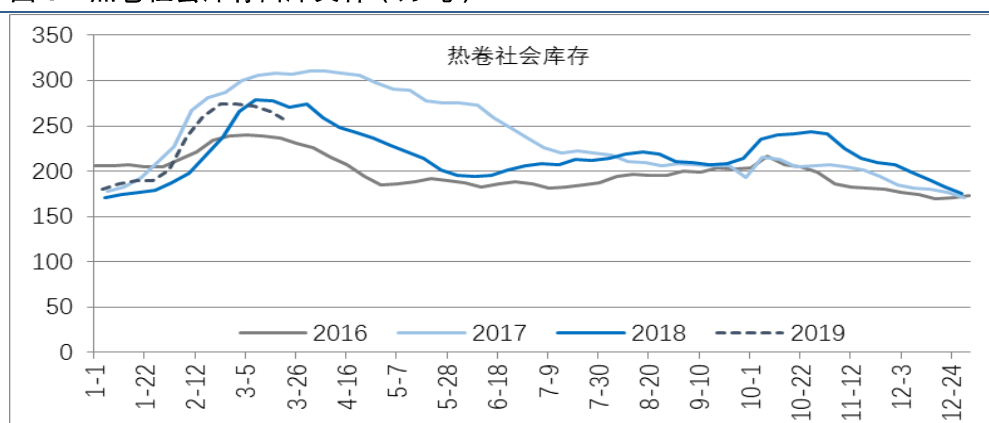
热卷今年的累库与去库进度与螺纹较为一致，但库存绝对量上的压力明显小于螺纹。年前由于热卷生产受到扰动较多，累库节奏偏慢，厂库并未出现明显的累库，维持库存中性，反映钢厂商品卷出货较为正常，而年后贸易商出货节奏也较为稳健，随着对终端行业刺激政策的出台，下游订单并未受到较大影响，且热卷年后受河北限产和检修的影响，产量一直处于中性未大幅回升。因此尽管需求的季节驱动力弱于螺纹，但库存绝对量上压力并不突出。

图 31 热卷厂内库存小幅波动（万吨）



资料来源：mysteel、南华研究

图 32 热卷社会库存曲库文件（万吨）



资料来源：mysteel、南华研究

2.4 钢材小结

螺纹钢受年前集中冬储和年后需求快速释放的带动走出一波上行走势，但由于政策限产力度边际减弱，产量持续高位运行，使得去库同时面临高产量和需求持续性不足的双重压力，市场悲观情绪仍较为明显，年中螺纹产量在低利润区间较为刚性，边际变化集中在电炉部分，产量变动较为有限。需求端地产维持存量支撑，目前商业地产谨慎囤地和兑现至新开工使得前端数据快速走弱，叠加棚改力度减弱，地产年中压力还将有所显现，基建是拉动螺纹增量需求的主要来源，年中需求下滑大概率将逐步显现在库存压力上。但在政策强刺激环境下，需求下行的压力二季度表现并不明显，电炉的成本支撑仍然有效，考虑到10合约贴水幅度较大，4、5月大概率出现一定的基差修复。震荡区间3400-3800元/吨，上涨难流畅，下跌更为有力。

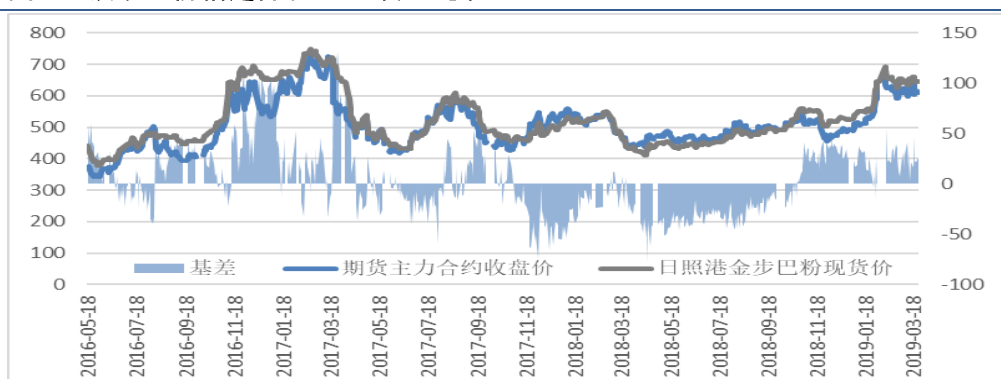
热卷需求较为稳健，叠加供给受到限产和检修的限制，波动较大，因此整体库存压力小于螺纹。二季度热卷供需预期均有一定增量，随着3月下旬集中检修期结束，产量有望回归高位运行，需求端受政策利好刺激，汽车等板块有望止跌企稳，但对下游行业的改善空间仍偏谨慎，特别是直供订单上增量不明显，中间加工企业开工率虽回升，但利润改善不明显，商品卷需求持续性存忧。因此随着产量回升，热卷压力也将增大，而远期的需求改善空间目前还偏谨慎。因此并不宜对热卷过分乐观，卷螺差波动区间或有所提升，10合约卷螺差跌破-100可考虑适当参与买卷空螺。

3. 铁矿石供求

3.1 行情回顾

一季度铁矿石走势较为强势，走出前期冲高，随后在区间内大幅震荡的走势，市场受情绪影响大。年初因巴西淡水河谷东南系统发生的重大矿难事故，巴西供应略有加紧，矿价受矿难事故的情绪影响过高，盘面短期冲高。但春节后，烧结限产政策加严，对铁矿石需求采购力度减慢，短期内矿难影响尚未显现，盘面高位有所回落。后期随着部分地区重污染相应解除，烧结矿受限制有所减弱，澳洲对中国各品种矿石的发货量均有不同程度回升，巴西淡水河谷旗下矿山的停产问题尚不明朗，但远期供应风险缓和预期增加，叠加需求驱动有限，港存暂时难降，矿价在区间内大幅震荡。

图 33 铁矿石价格走势和基差（元/吨）



资料来源：南华研究

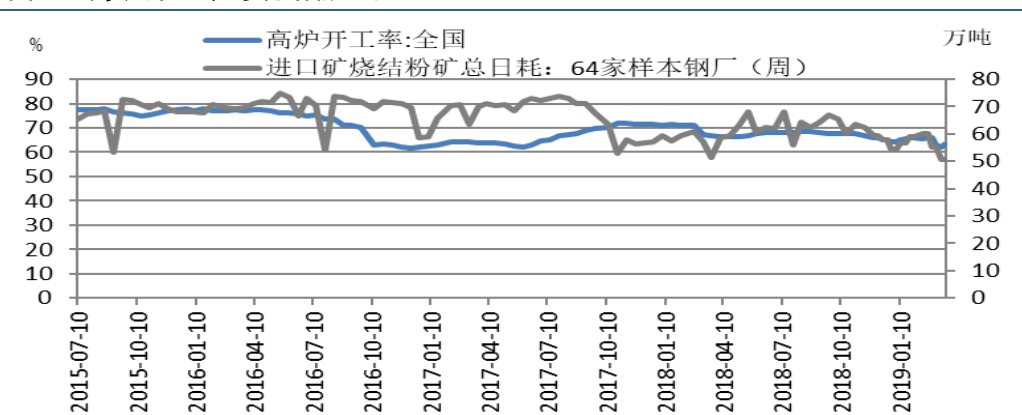
3.2 北方限烧结仍是环保重点，矿石消耗节奏偏慢

从目前的环保形势来看，河北仍以限烧结为主，年后烧结矿生产继续受到明显制约，从数据来看，北方采暖季限产对烧结矿日耗的抑制明显强于对高炉开工率的抑制，烧结环节成为对限产反映最为敏感的环节，由于烧结矿生产不畅，压制烧结矿日耗和烧结矿库存均处于低位，进口粉矿冬储库存的被动累积，消化进度明显偏慢，并抑制了钢厂的采购力度，这一现象在唐山及周边区域表现的最为明显。

烧结矿的入炉配比较去年下半年已下降了 3-4 个百分点，减少烧结矿需求万吨，这部分减量基本由球团矿补充，从而保证了整体钢产量的稳定。但由于目前吨钢利润已受到压制，考虑到成本上的性价比，我们认为烧结矿的配比仍将重新回升至 74%附近的正常水平。

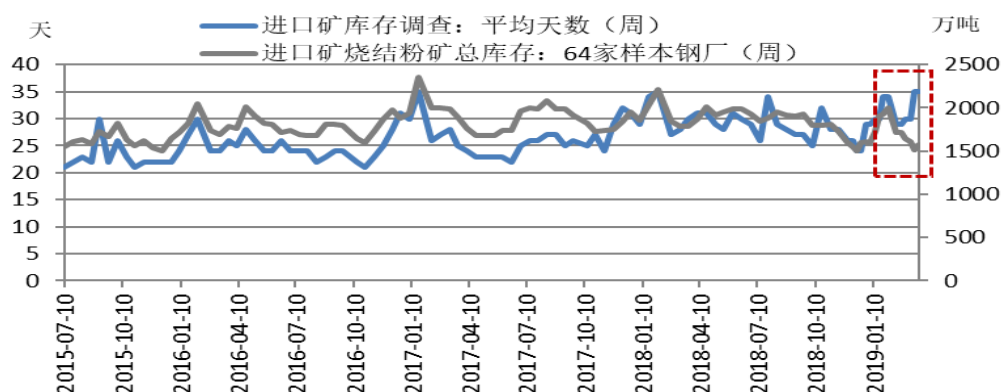
随着采暖季的结束，北方各主产区并未明确非采暖季的限产任务，只提出对违规和不达标产能的严格限制，限产力度的持续性不强，考虑到二季度国内钢产量还将继续高位运行，且成本角度看，烧结矿仍是性价比最高的入炉矿种，我们认为二季度烧结矿的配比将有所回升，铁矿需求仍有支撑，但目前需要等待限产的限制放松，库存去化顺畅后刚需的驱动才能逐步显现，所以短期来看，钢厂补库意愿不强，补库难持续，需求的释放仍需时间。

图 34 高炉开工率与烧结粉日耗



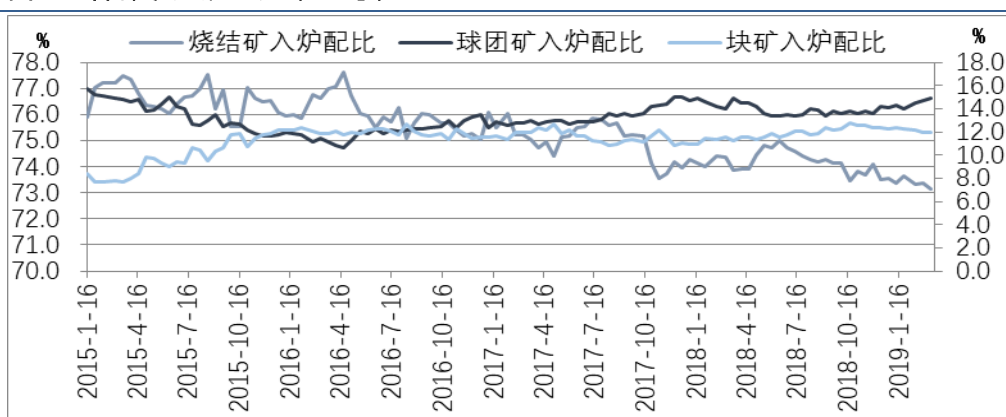
资料来源: mysteel、南华研究

图 35 钢厂烧结粉库存与进口粉矿库存对比



资料来源：mysteel、南华研究

图 36 各种矿入炉配比 (万吨)

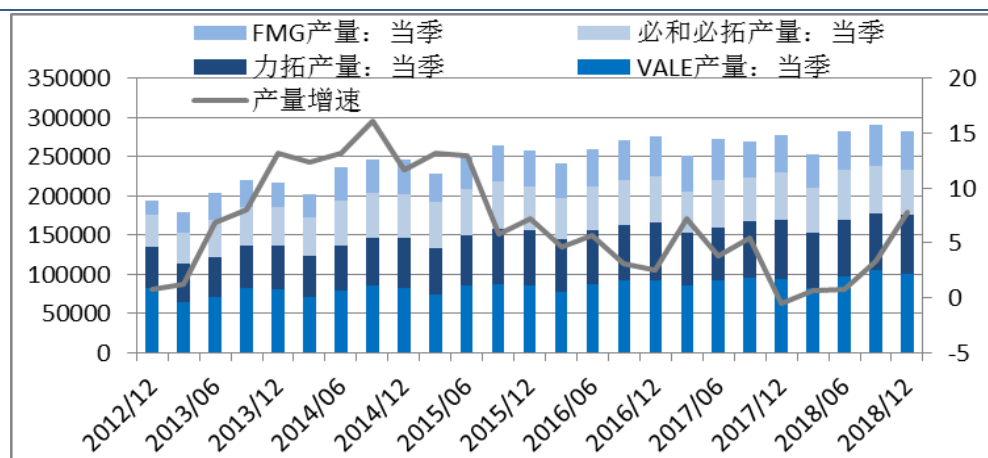


资料来源：mysteel、南华研究

3.3 铁矿石产量与发运

四大矿山 2018 年年报披露的产销情况基本符合市场预期，其中澳大利亚三家矿山的产量总体持稳，必和必拓和 FMG 四季度略有下滑，特别是 FMG 生产稳定性有所下降。淡水河谷受矿难冲击推迟年报发布，从数据来看，S11D 项目增产期已过，四季度产量小幅下滑，全年产量实现 3.85 亿吨的目标，但由于受到矿难及后续治理工作的影响，其旗下各系统矿区停产量总计 9280 万吨，如果考虑 Brucutu 矿区后续复产概率较大，影响量也在 6000 万吨，具体复产进度还需要后续跟踪关注。预计销售上减量在 3000-4000 万吨，考虑到其他主流矿山并没有大的扩产计划，2019 年巴西主流资源的缺口难以弥补。

图 37 四大矿山产量与增速 (千吨, %)

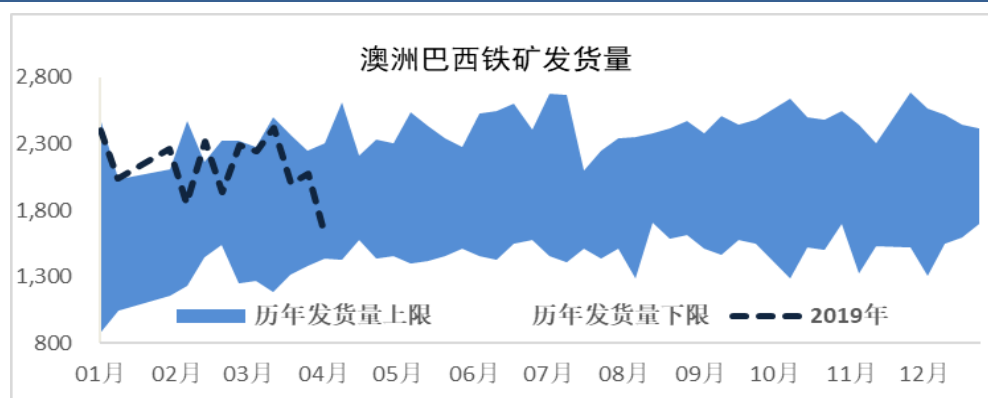


资料来源：南华研究

一季度四大矿山的发货经历了由历史同期的高位快速回落的过程，巴西矿难发生后，外矿发货并未受到明显影响，春节期间的回落幅度也并不明显，到三月后，VALE 多处矿区为排查隐患矿坝责令停产的影响开始显现在发货上，叠加澳洲港口受飓风影响封港，发货快速回落。但澳洲发货的影响为短期扰动因素，后期发货大概率回归，但巴西产量受限暂时难以缓解，短期巴西发货仍将低位运行，随后整体主流矿的发货将逐步回升至中性水平，但很难重回高位。

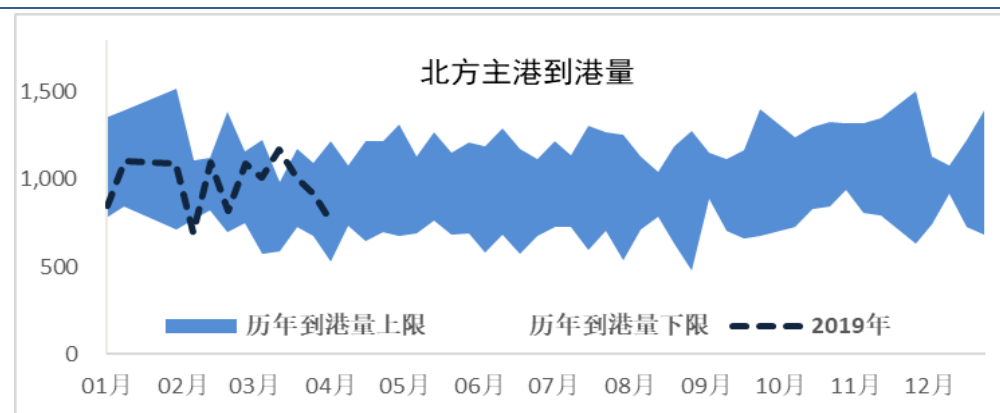
对应到到港上，四月份到港将在 700–800 万吨水平上低位运行，后期有小幅回升空间，主流资源的供应受到巴西矿难超预期减产的影响有所收缩，并且这种风险冲击的影响力还将逐步显现。

图 38 澳大利亚、巴西铁矿石发货量（万吨）



资料来源：南华研究

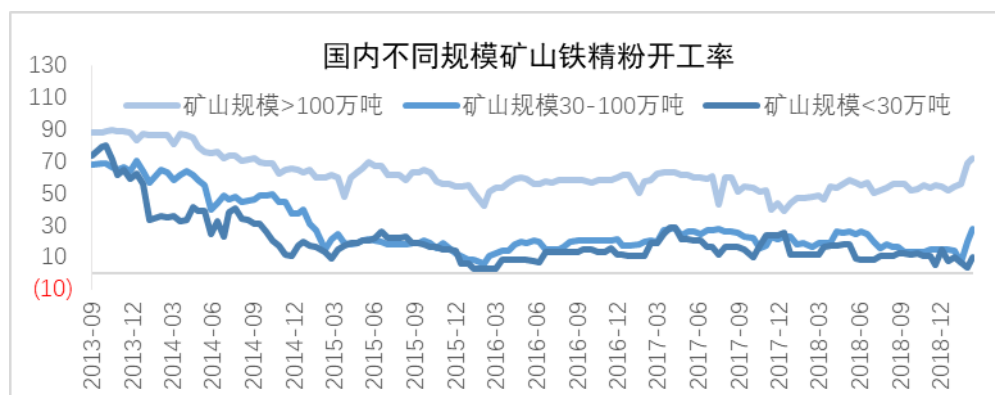
图 39 巴西铁矿石发货量（万吨）



资料来源：wind 南华研究

2018 年国内矿山的大规模清理整治使得一批中小矿山被关停或收并, 国产矿产量出现阶段性下滑, 原矿产量下降了约 30%, 国产精粉产量下降 6%, 但从 11 月起, 随着东北主流矿山的扩产产量投放, 国产精粉产量逐步企稳回升。特别年后, 国家对一批开采证件过期的矿山重新核准发放许可证, 为国产矿重新增产提供了基础, 随后在球团矿的需求刺激下, 国产精粉的开工率和产能利用率都有明显回升, 预计年中国产矿产量保持高位平稳运行, 据钢联对河北、山东等地国产矿山调研结果显示, 国产铁精粉整体增量在 1000–1500 万吨。

图 40 国内矿山产量年后回升（万吨）



资料来源：南华研究

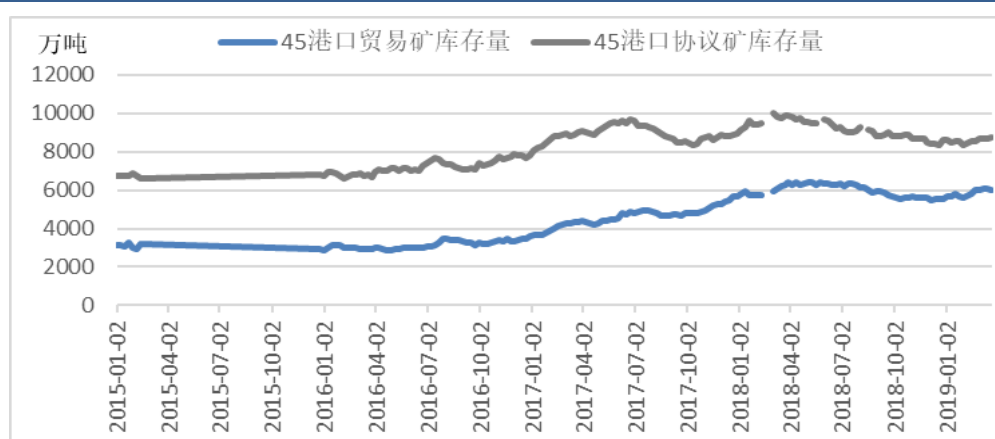
3.4 港口库存被动累积，中低品矿性价比回升

随着钢厂冬储的结束, 需求的减弱直接导致港存阶段性的回升, 沿海 45 主港的总库存由 1.4 亿吨以下重新增至 1.48 亿吨, 特别是南方主港北仑港增幅较为明显, 年后由于北方限烧结力度加大, 钢厂采购偏慢, 北方主港的累库速度逐步

快于南方。未来短期内，矿石还处于供需两弱的局面，特别到港量有明显下降空间，一定程度缓解港存压力，后期随着厂库的消化，采购的支撑将重新显现，因此铁矿的港存压力大概率仍将有所缓解。

近期的累库过程中，贸易矿库存的累积提前于协议矿库存，也反映出港存是由于需求不振导致的被动累积。前期贸易矿出货最先受到压力，但受矿难影响累库意愿仍在，随后协议矿由稳转增，反映贸易商的倒货和投机情绪开始下降。市场处于理性氛围中，且后期去库压力不大，相应限制了矿价的下跌空间。

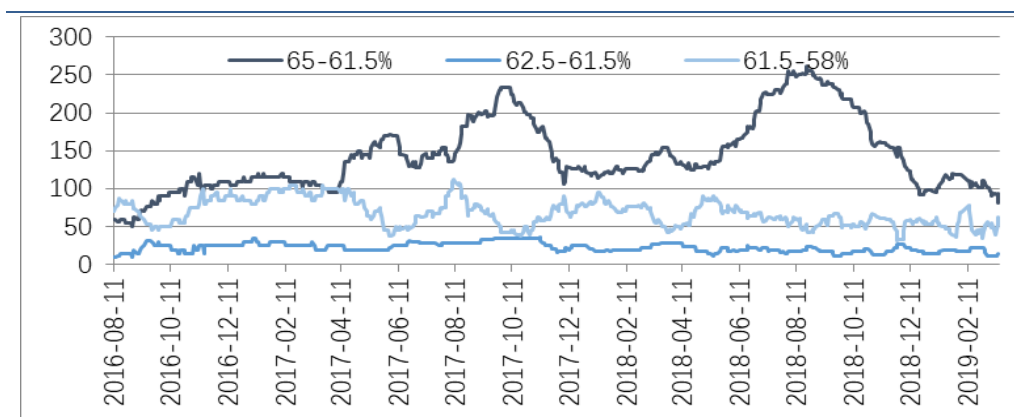
图 41 协议矿库存转稳，贸易矿库存下降



资料来源：南华研究

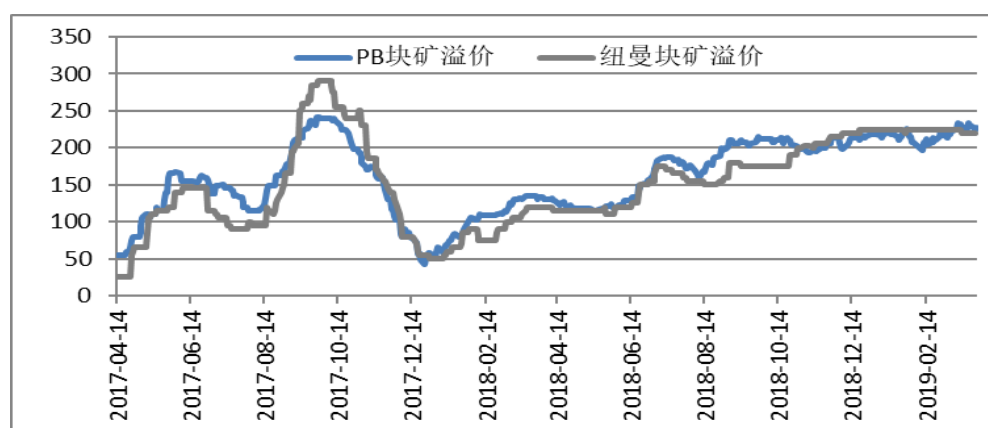
从库存结构来看，目前港口存量出现了高品资源库存降幅减慢甚至被动累积，而中低品资源库存快速下降的情况，一方面在淡水河谷事故发生前，澳洲和巴西的主流资源发货均稳定在高位，使得钢厂冬储结束后澳巴主流资源持续累积，年后钢厂采购意愿持续偏低，在利润挤压情况下超特等低品矿采购回升，而FMG发货并不稳定，使得港口低品货源库存快速下降，因此港口高品矿溢价快速回落。今年钢厂低利润还将进一步被挤压，配矿维持注重性价比的思路，除主流的PB粉、纽曼粉外，62%品位以上的资源采购意愿还将偏低，高成本的块矿用量也将受影响，块矿溢价还将回落。而巴西矿种受供给收缩的影响，相对价格继续下降空间不大，维持低位波动。

图 42 铁矿石品位价差



资料来源：南华研究

图 43 块矿溢价



资料来源：南华研究

3.5 铁矿石小结

铁矿石，受供给风险影响价格重心上移，目前行情受消息驱动明显波动较大。澳洲飓风影响较为短暂，但淡水河谷的减产冲击还将持续，特别在新增产能较为有限的阶段，供给对矿价下方的支撑力增强。需求来说，钢厂利润挤压已限制了高品粉矿和块矿的用量，国产矿的增量部分替代了巴西资源，因此巴西的减产在溢价上表现得并不充分，同时限烧结的常态化延长了粉矿消化进度，导致刚需采购节奏放慢，因此在供给风险没有新的进展前，矿石下方支撑虽较为明确，但驱动仍在于需求端能否改善，在钢材价格没有受到明显压制下，铁矿仍将保持黑色系中偏强品种的地位，09 合约仍有上涨空间，但由于对钢厂利润的压制还将持续，很难有效突破 630 元。若钢材压力渐增，矿价下行风险也相应增大，建议回调买入，不宜跟随市场情绪追高。

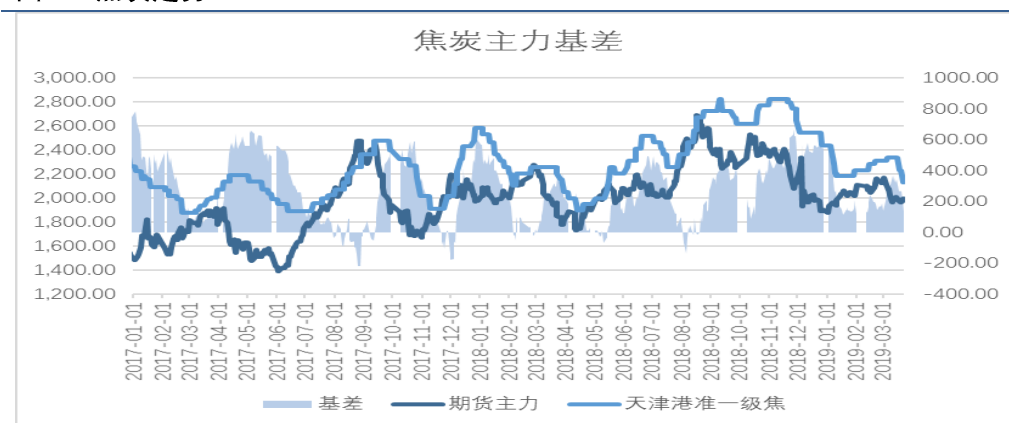
4. 焦炭焦煤供求

4.1 行情回顾

焦炭，前期焦炭现货大跌下，焦企接近盈亏平衡点。在成本推动以及节前钢厂对原料所进行的补库下，期价震荡上涨。春节期间由于运输原因，钢厂库存下滑。钢厂出于终端需求陆续启动，对原料进行了小幅补库，焦企开始提涨，期价进一步走强。3月份，焦企开始第二轮涨价，但由于环保限产对焦企影响有限，焦化开工率一直处于高位，焦炭供给压力较大。而钢厂高炉开工率处于低位，利润不高，同时全产业链高库存下，钢厂抵触较大。第二轮涨价未能落地，焦企心态开始转弱。叠加会议期间钢厂限产力度大于焦企，焦炭供需仍偏宽松，钢材终端需求一般下，期价高位开始下跌。截止目前，焦炭现货价格第二轮降价也已经落地，焦企利润再一次达到盈亏平衡点。

焦煤，由于焦企接近亏损，成本压力较大下采购积极性一般。但是由于冲击地压部分矿井关停，同时因陕西矿难安检进一步加强，临近年底煤矿保安全生产为主。焦煤供应偏紧，走势偏强。节后，由于澳煤进口受限，通关时间延长。而国内煤矿复产缓慢，供应端整体收紧。虽然下游季节性去库，但环保限产不严的情况下，焦企保持高开工率，需求较为稳定，期价进一步上涨。进入3月，会议结束后煤矿开始全面复产。虽然澳煤进口仍然受限，但蒙煤通关量不断回升，整体供应偏紧有所缓解。而且焦炭现货连续两轮降价后，焦企利润大幅压缩，原料采购积极性有所下降。期价跟随黑色整体回落，同时部分煤种现货价格也开始承压下调。

图 44 焦炭走势



资料来源：南华研究

图 45 焦煤走势



资料来源：南华研究

4.2 焦炭开工、产量与库存

去年 11 月以来整个黑色产业链利润出现下滑,目前钢厂利润维持在 500 元/吨左右,处于一个较为合理的位置。在三月份,由于采暖季钢厂限产任务较大,高炉开工率持续在低位徘徊。而从二季度来看,多数钢厂将于 4 月份陆续复产,高炉开工率将缓慢回升,因此 4 月份的钢材供应将逐步上升。从钢材需求来看,目前基本正常。但对于增量需求比较谨慎,从房地产新开工数据来看,年初刚刚出现拐头向下的迹象。如果销售数据领先新开工 3-5 个月的周期推算,年中的增量需求将出现压力。虽然基建增量表现较为明显,但是从体量上来看,难以弥补地产新开工下滑对需求造成的缺口。同时目前库存压力仍在,且绝对位置接近去年同期水平,后期库存去化速度将减慢。因此钢厂利润将承压,未来焦炭的整体向上空间将有限。

2019 年 1-2 月全国生铁产量 12659 万吨,同比大幅增加 9.8%,粗钢产量 14958 万吨,同比增加 9.2%。截止 3.29 号,全国 247 家高炉炼铁产能利用率为 78.31%,日均铁水产量 219 万吨。从高炉炼铁产能利用率来看,目前处于相对低位。虽然采暖季结束后,唐山市将进行二三季度的错峰限产政策。但是从政策力度以及钢厂利润良好的情况来看,高炉产能利用率的提升空间仍较大。

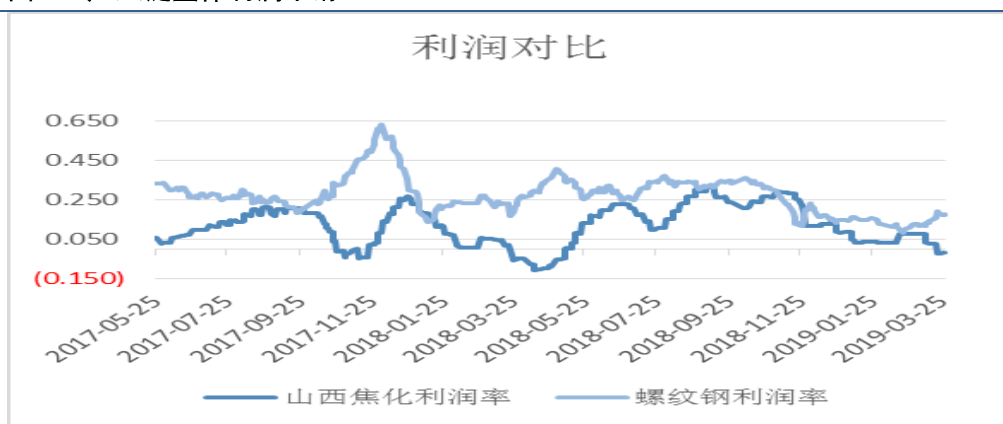
2019 年 1-2 月全国焦炭产量 7389 万吨,同比增长 7.6%。截止 3.29 号,全国 230 家独立焦企样本的产能利用率为 75.85%。在整个环保检查力度不大且焦企利润可观的情况下,开工率持续处于高位,供应充足。但从开工率的绝对值来看,供应提升的空间已经不大。一旦焦企亏损主动限产或者焦化专项行动检查开展,开工率能够出现明显的

下滑。从焦化利润来看，目前焦化厂已经处于盈亏平衡点，部分企业甚至已经亏损。钢厂如果立即展开第三轮降价的话，在目前成本仍未下移的情况下，不排除焦化厂进行主动限产。

如果钢厂不进一步打压焦价，随着后期焦煤成本的下滑，焦企在盈利下仍将保持高开工率。

为了改善大气环境质量，打赢蓝天保卫战，山西省将在3月中旬至9月底开展焦化行业专项检查整治活动。其中3月15到4月15是动员部署和自查自纠阶段，此阶段对焦化开工率影响较小。从4月16到8月15是集中检查和专项整治阶段，此阶段将对焦化企业进行逐一检查，发现问题责令限期整改。因此二季度后期焦化专项检查或对焦化开工率有一定的影响，但具体仍要观察检查落实情况。

图 46 产业链整体利润下滑



资料来源：南华研究

图 47 焦企处于盈亏平衡点

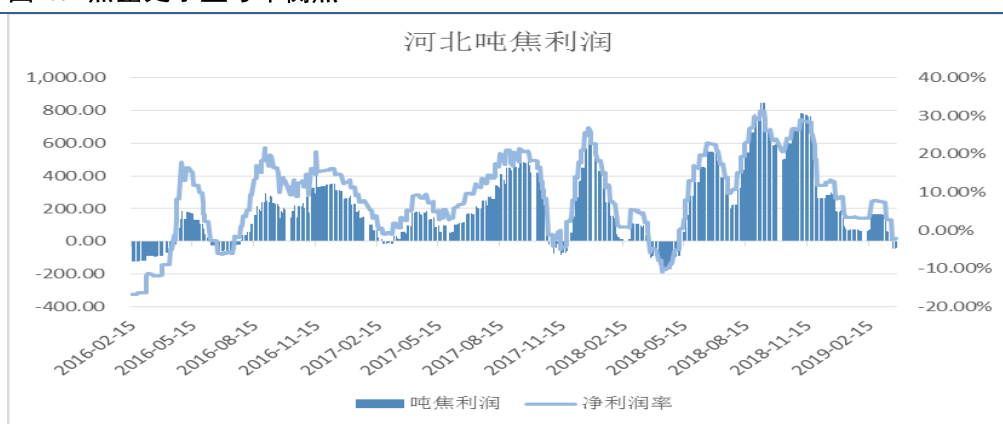
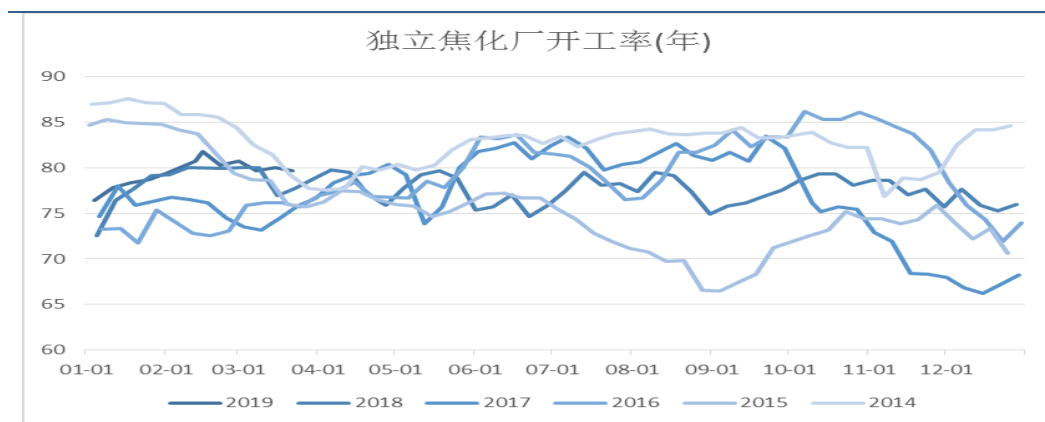
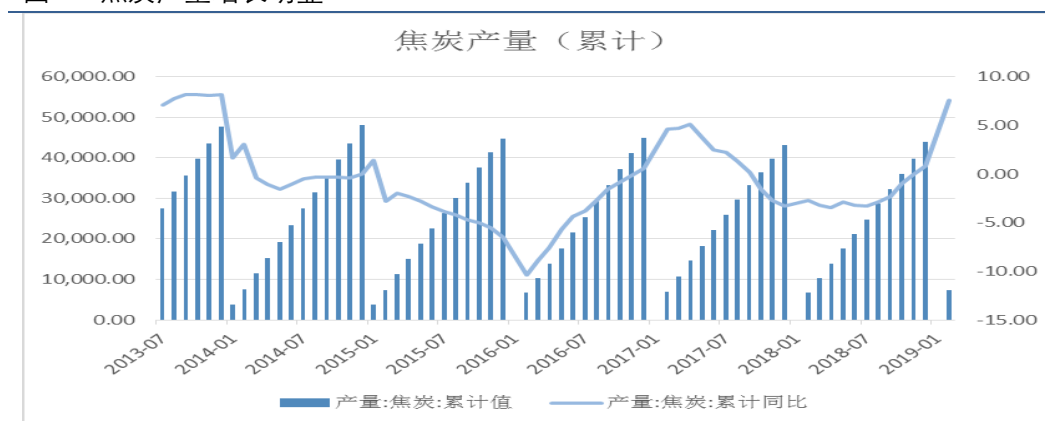


图 48 限产放松以及利润合适下，开工率处于高位



资料来源：南华研究

图 49 焦炭产量增长明显



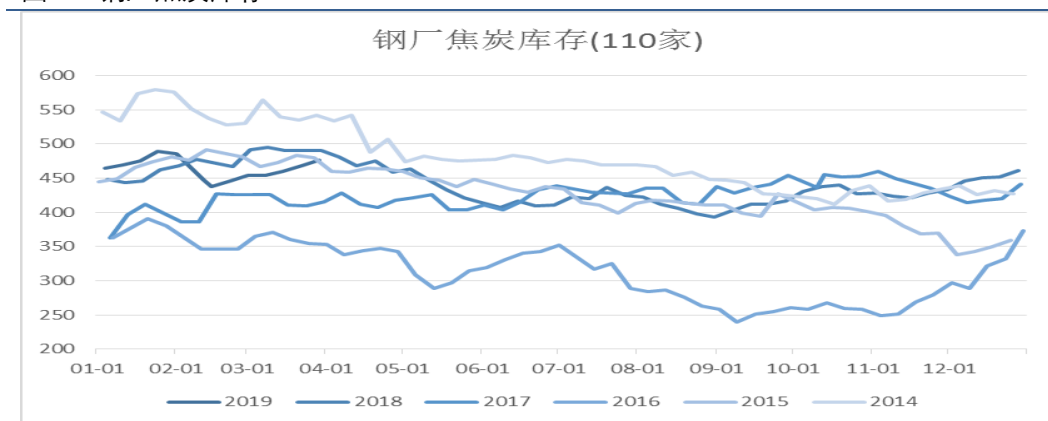
资料来源：南华研究

一季度以来，由于钢厂处于采暖季限产，整体的产能利用率处于低位，以按需采购为主。春节期间由于运输受到限制，焦炭库存大幅下滑，节后迎来了一波小幅补库。目前焦炭库存可用天数已经处于高位。虽然二季度限产放开，高炉开工率能有所回升，对焦炭需求小幅增加。但是在目前焦炭供需宽松，钢厂焦炭库存偏高的情况下，采购积极性一般。同时由于贸易商前期抄底以及年后对钢厂复产预期所进行的补库囤货，造成了港口焦炭库存处于历史高位。随着焦炭第二轮提涨的落空，贸易商囤货积极性有所下降，同时由于成本问题出货热情也不高，港口焦炭库存高位徘徊。近期随着产地到港口贸易利润的再次打开，出于焦企利润见底以及二季度钢厂复产，部分有订单的贸易商开始拿货。但大部分贸易商鉴于港口高库存，仍处于谨慎观望中。从二季度看，在钢厂完全复产前，港口焦炭库存难以去化。

在下游港口和钢厂库存普遍处于高位以及焦炭供需偏宽松的情况下，焦化厂焦炭库存持续出现了积累。二季度在焦企开工率上升空间有限的情况下，随着高炉复产，焦炭

供需宽松的局面能有所改善。但是在焦企并未主动限产的情况下，焦炭去库速度将趋于缓慢。

图 50 钢厂焦炭库存



资料来源：南华研究

图 51 港口库存高位

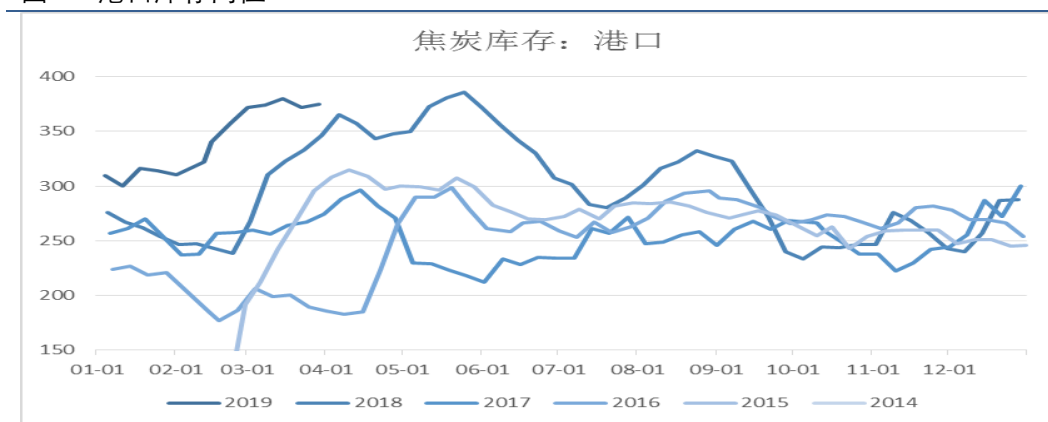
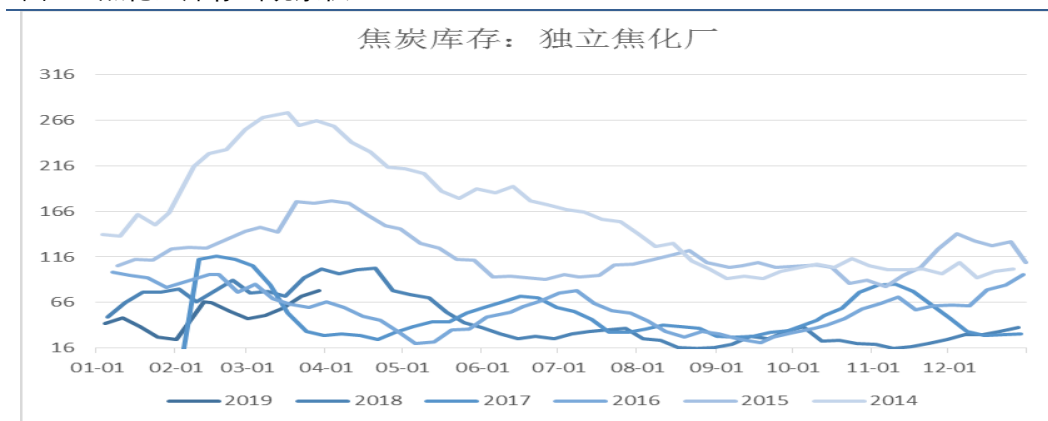


图 52 焦化厂库存出现累积



资料来源：南华研究

4.3 焦煤产量、进口与库存

国家统计局公布，1-2 月份全国规模以上原煤产量 5.14 亿吨，同比下降 1.5%。其中，陕西省神木“1.12”矿难导致当地煤矿大面积停产，陕西省前两个月原煤产量 5379 万吨，同比下降 32.34%，下降 2570 万吨。剔除陕西省数据，全国原煤产量约 4.6 亿吨，同比增长 5%，增加约 2300 万吨。炼焦煤具体数据仍未公布，但同比也出现下滑。主要是一月份以来，煤矿事故频发。1 月 5 日，山西临汾安泽玉和泰煤业发生事故。1 月 12 日，陕西神木李家沟煤矿发生特大事故。此后安检范围逐步扩大，力度逐渐加强。同时临近春节假期，煤矿为保安全提前放假停产，炼焦煤产量受限。春节后煤矿开始复产，但是受到会议及安监检查影响，复产缓慢。二季度开始，煤矿都已经基本复产，产量将出现季节性的增加。

针对一季度一些地方接连发生重大安全事故，国家应急管理部要求全面排查整改安全风险隐患，紧紧抓住危险化学品、煤矿、非煤矿山、道路交通等重点行业领域，有效防范和坚决遏制重特大事故。而煤矿属于安全隐患排查的重点领域，同时在江苏响水“3·21”爆炸事故发生后，部分省份开始对煤矿安全生产作了专门强调。像产煤大省山东省和贵州省，要求持续进行安全生产大排查大整治工作，尤其抓好煤矿等重点行业领域的安全监管和专项整治。虽然二季度炼焦煤产量会出现季节性回升，但是在特殊的年份里，叠加前期重大安全事故频发，今年的安检将尤为严厉，炼焦煤产量的增长幅度将较为有限。

图 53 煤矿复产，炼焦煤产量将出现季节性回升

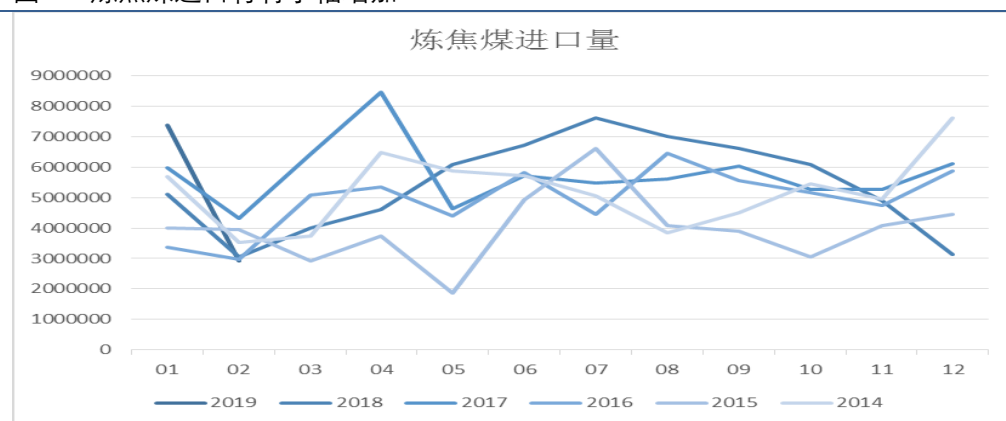


资料来源：南华研究

由于 2019 年度煤炭进口采取平控政策，今年的炼焦煤进口将难以出现增量。数据

显示 1 月份，中国进口炼焦煤 736.85 万吨，同比增长 44.08%，环比大幅增长 424 万吨，增长 135.57%。2 月中国进口炼焦煤 291 万吨，同比下降 5.02%，环比大幅下滑 445 万吨，下降 60.51%。1-2 月累计进口炼焦煤 1028 万吨，同比增长 25.7%。2019 年 1 月份炼焦煤进口同比增幅较大，主要原因在于发改委于 2018 年 11 月份召开会进口煤会议，会后暂停新进口船只报关。延迟报关的船只在 1 月份集中通关，因而造成了 1 月份炼焦煤进口大幅增加。由于澳煤集中通关，价格暴跌。同时受春节假期影响，蒙煤通关量持续回落至 200 辆左右。2 月份，开始严控澳洲进口焦煤，进口量出现大幅下滑。而蒙煤随着假期结束，通关数量缓慢回升，一定程度上弥补了澳煤的缺口。从二季度看，随着澳洲对华为禁令的放松，中澳关系的缓和，澳煤进口存在着放松的风险。蒙煤的通关车辆已从低位大幅回升，后续在中蒙关系稳定下通关将逐渐恢复至正常，通关数量有望保持在中高位置。总的来说，二季度的焦煤进口数量将比一季度有所增加。

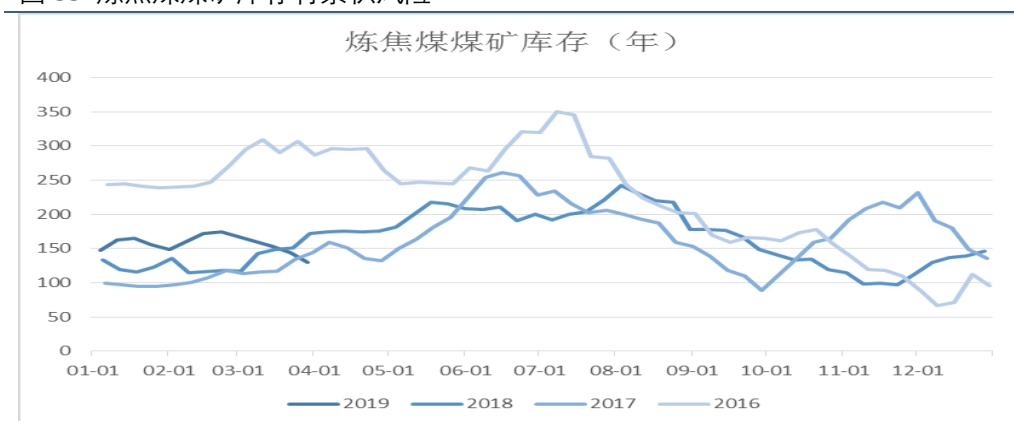
图 54 炼焦煤进口将有小幅增加



资料来源：南华研究

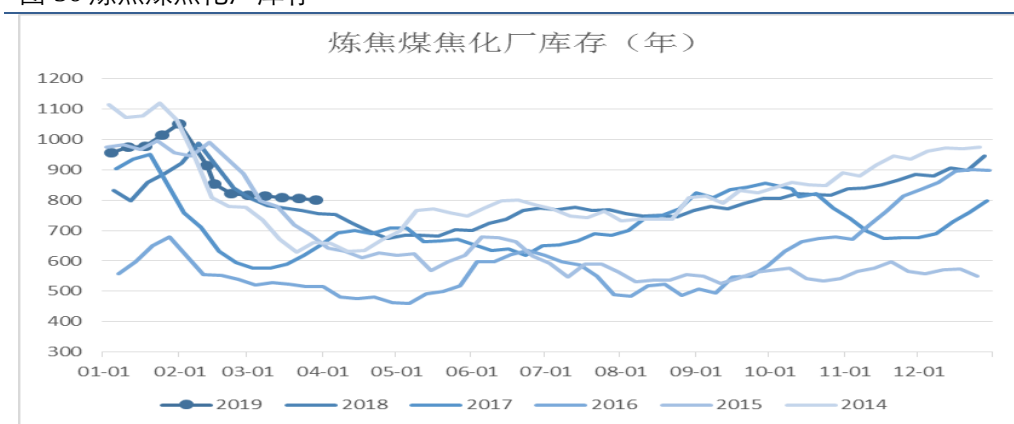
年后钢厂库存持续偏高，虽然二季度钢厂复产，对炼焦煤需求有所增加。但是在下游季节性去库以及库存偏高的情况下，采购积极性一般，钢厂炼焦煤库存将缓慢下降。一季度焦化开工率大都保持在高位，焦煤需求较好，节前对炼焦煤有所补库。但是节后开始季节性去库以及焦化利润不断缩小的情况下，采购放缓。目前 100 家独立焦企的炼焦煤库存为 801 万吨，同比偏高。由于焦化厂普遍处于盈亏平衡点，部分甚至出现了亏损。导致焦企压价情绪强烈，控制采购量。而煤矿库存，由于煤矿安全检查加强以及年后复产缓慢，库存从 1 月初的 147 万吨小幅下滑到 3 月底的 143 万吨。由于二季度煤矿基本复产，叠加下游去库，库存将开始出现累积。

图 55 炼焦煤煤矿库存有累积风险



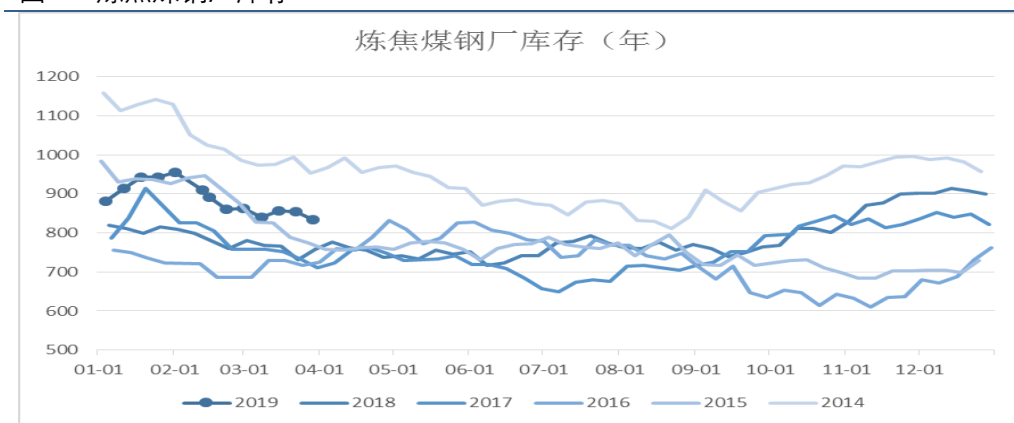
资料来源：南华研究

图 56 炼焦煤焦化厂库存



资料来源：南华研究

图 57 炼焦煤钢厂库存



资料来源：南华研究

4.4 焦炭焦煤小结

我们认为，对于焦炭，虽然钢厂高炉开工率将逐步回升，焦炭需求有所增加。但是

焦企处于盈亏平衡点，后期焦煤成本有所下降，同时限产放松下难以出现主动限产的情况。供需虽有好转，但整体库存偏高，尤其港口库存高位，在近月期价贴水不多的情况下，难以出现上涨。而远月在焦化专项检查预期下，后期或许能有一波反弹，但实际限产效果仍有待观察。同时在整个产业链利润出现下滑的情况下，焦炭上涨空间也将受到限制。重点关注焦化专项检查以及钢材终端需求情况。

焦煤，随着焦化利润收窄，焦企开始控制库存，采购积极性一般。供应方面，蒙煤通关量将逐步回升，澳煤进口政策依然收紧。但是随着中澳关系缓解，澳煤进口有放开风险。而国内煤矿全面复产，虽然今年煤矿安检有所加强，但是供应整体回升趋势不改。在焦煤供需变宽松且下游季节性去库下，同时二季度焦企或有限产，焦煤走势相对偏弱。

5. 策略与风险

5.1 单边策略

成材后期以区间操作为主，螺纹参考区间 3400–3800，走势前高后低。550–570 仍可配置 I1909 多单，J1909 多单，1800 以下逢低配置，目标 2200。

5.2 套利与对冲策略

卷螺差跌破-100 附近可考虑适当介入；空 J1905 多 J1909,50 附近可择机介入，目标 0；空 JM1905 多 JM1909，-70 附近可择机介入，目标-100；多 J1909 空 J2001, 30 附近可择机介入，目标 90；做空虚拟钢厂利润($RB10-1.65I-0.5J$)或空螺矿比中期持有。

5.3 风险提示

供给侧改革的持续性，后期政策重心转向对产量的限制作用难以评估。

房地产年中的韧性超预期，或政策有超预期的放松重新拉动地产运行。

巴西目前停产矿区的复产进度超预期。

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

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
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 803、804 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：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 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

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 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

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

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

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 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 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

浙江省嘉兴市南湖区文桥路 505 号融通商务中心 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

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
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
电话：0576-88539900

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

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555号交易中心大楼
三层3232、3233室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路208号2楼
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
电话：0791-83828829

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

北京营业部

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

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34层3401、3410号
电话：0411-39048000

郑州营业部

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

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号11层001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：0451-58896600

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：0755-82577529

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

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：025-86209875

济南营业部

山东省济南市历下区冻源大街102号祥恒广场15层1505室
电话：0531-80998121

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