

## 黑色金属季度报告

# 二季度原料端不确定性因素增加，建议关注螺纹 5-10 正套机会

### 主要观点：

1、一季度黑色金属板块（尤其是钢矿端）的上涨，主要集中在 2 月市场对于 2021 年上半年需求的乐观预期；

2、2020 年四季度房屋新开工面积为近五年同期最高水平，2021 年 1-2 月新开工面积基本恢复到疫情前的同期水平，整体较高的新开工水平，对应了 2021 年二季度地产用钢水平的高位；

3、1-2 月地产投资完成金额以及房企到位资金均创同期新高，地产相关资金充裕，配合新开工项目的推进，充分保障上半年地产用钢需求；

4、二季度螺纹需求大概率保持同期高位，乐观预计二季度螺纹需求同比增速将维持 5% 左右正增长；

5、虽然全年有区域限产扰动，但在高需求、高利润以及增产空间充足的情况下，二季度螺纹大概率继续增产，预计二季度螺纹周均产出在 390 万吨水平；

6、二季度螺纹去库将保持较高水平，预计二季度末螺纹总库存水平将接近 2019 年二季度末库存水平；

7、二季度原料端不确定性体现在国内钢企限产不确定性、海外矿石供给受天气疫情影响不确定性以及国内焦企限产不确定性三个方面；

8、在不确定性因素均未发生、基本面维持当前发展趋势的情况下，原料矿石、焦炭库存压力继续增加，原料价格走弱；

9、目前整体炼钢利润较好背景下，原料端偏弱向成品材端的传导将会快于钢企低利润甚至亏损状态下，则二季度有望延续 3 月份的原料端对于成品材拖累走势。

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3 号

黑色金属研究团队

研究员：

徐轲

xuke@cloudfutures.cn

从业资格号：F3069218

投资咨询号：Z0015058

### 策略建议：

- 1、在原料端不确定性因素落地前，关注螺纹 5-10 正套操作；
- 2、不确定性因素均未发生或者钢企限产加码的情况下，建议空头配置矿石、焦炭合约；
- 3、不确定因素中天气、疫情对矿石供给构成影响，或者国内焦企限产影响焦化产能投产节奏，则多头配置相应的矿石或者焦炭合约。

### 风险因素：

- 1、地产政策调整抑制“高开工——高用钢需求”的传导路径，最终利空螺纹需求或者需求释放延后；
- 2、疫情之后，国家重点刺激消费，从而降低投资的刺激力度，导致地产、基建资金紧张，最终利空螺纹需求或者需求释放延后；
- 3、国内疫情出现反复、降雨频发等不确定因素导致旺季需求不及预期；
- 4、旺季需求预期下，螺纹供给超预期释放（转产、新增产能投放等），导致螺纹供给压力增加、旺季去库节奏放缓；
- 5、原料端的不确定因素出现超预期变动。

### 关注重点：

- 1、二季度螺纹需求表现——螺纹表需、建材成交、水泥开工等；
- 2、地产相关政策；
- 3、国家对于投资相关的政策变化；
- 4、疫情变化；
- 5、天气变化；
- 6、二季度螺纹增产情况；
- 7、螺纹库存变化；
- 8、海外矿山生产情况；
- 9、飓风、降雨、疫情等因素对于海外矿山生产、发货的扰动；
- 10、国内焦化产能的增减情况；
- 11、国内钢企、焦企限产、去产能情况。

## 正文目录

一、行情回顾.....	5
1.1 阶段一：疫情叠加流动性收紧，黑色板块震荡偏弱.....	5
1.2 阶段二：旺季预期强烈，成材止跌上涨.....	6
1.3 阶段三：限产扰动，原料走弱且拖累成材.....	6
二、维持二季度螺纹需求乐观预期.....	6
2.1 2020 年四季度地产高开工保障 2021 年上半年用钢高需求.....	6
2.2 地产相关资金水平创新高，推动地产用钢需求高位.....	8
2.3 2021 年春节不返乡，助力需求提前恢复.....	9
2.4 气温回升、疫情有效控制有利于需求恢复.....	10
三、限产扰动下，高需求、高利润继续支撑螺纹供给增长.....	11
四、供需两旺，螺纹加速去库.....	13
五、钢材成本端存在较大不确定性.....	13
5.1 国内钢企限产不确定性.....	13
5.2 海外矿石供给受天气、疫情影响不确定性.....	14
5.3 国内焦企限产不确定性.....	15
六、总结与建议.....	17
6.1 操作建议.....	17
6.2 风险因素.....	18
6.3 后期关注点.....	18

## 图表目录

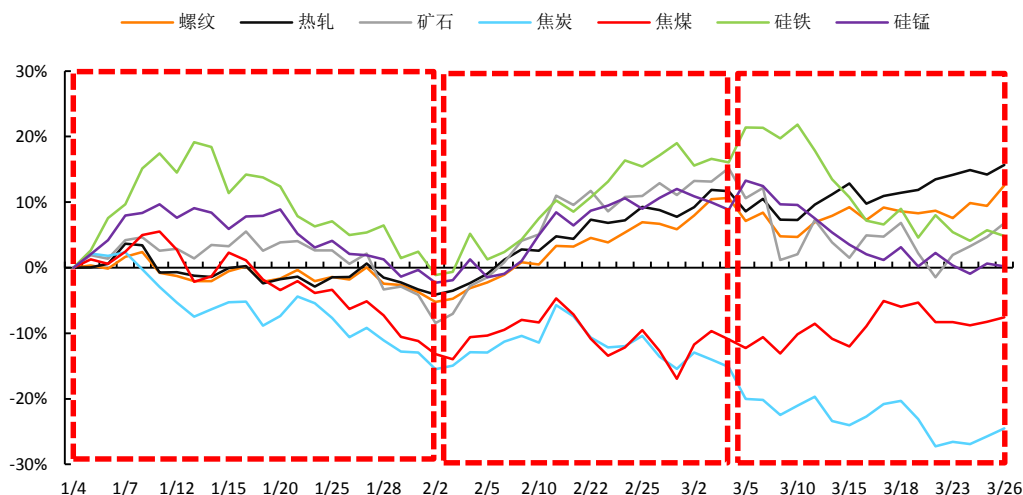
图表 1：2021 年一季度黑色金属板块累计涨跌幅（%）.....	5
图表 2：房屋新开工面积月度值（万平方米）.....	7
图表 3：新开工面积单月增速（%）.....	7
图表 4：发改委基建项目批复累计金额（亿元）.....	7
图表 5：执行阶段 PPP 项目金额同比增速（%）.....	7
图表 6：地产投资完成金额（亿元）.....	8
图表 7：房企开发到位资金（亿元）.....	8
图表 8：基建投资完成金额（亿元）.....	9
图表 9：春运期间单日旅客发运总数（万人）.....	9
图表 10：春运对后螺纹需求恢复影响（天、周）.....	10
图表 11：全国平均气温及预期（摄氏度）.....	10
图表 12：本土单日新增疫情（例）.....	10
图表 13：螺纹表观需求乐观预估（万吨）.....	11
图表 14：华东长流程螺纹生产即期利润（元/吨）.....	12
图表 15：螺纹 05 合约模拟盘面利润（元/吨）.....	12

图表 16：除河北外螺纹产出（万吨） .....	12
图表 17：螺纹产出乐观预估（万吨） .....	12
图表 18：螺纹库存乐观预估（万吨） .....	13
图表 19：唐山全年限产方案梳理 .....	14
图表 20：西澳矿石发运港风速监测（米/秒） .....	15
图表 21：巴西疫情（例） .....	15
图表 22：华北地区焦企开工（%） .....	16
图表 23：2021 年焦化产能变化梳理（万吨） .....	16
图表 24：高炉开工率（%） .....	16
图表 25：澳洲巴西矿石发运情况（万吨） .....	16
图表 26：港口矿石库存（万吨） .....	17
图表 27：钢企焦炭库存（万吨） .....	17
图表 28：螺纹 5-10 价差（元/吨） .....	18

## 一、行情回顾

今年以来黑色金属板块走势分化显著，整体呈现成材强、原料弱格局，截止 3 月 26 日，螺纹、热轧主力 05 合约累计上涨 12-16%，反观原料端，矿石主力小幅上涨 7%，焦炭大跌 24%、在整体大宗商品中处于领跌水平。回顾一季度黑色板块的走势，大体划分为三个阶段：

图表 1：2021 年一季度黑色金属板块累计涨跌幅（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

### 1.1 阶段一：疫情叠加流动性收紧，黑色板块震荡偏弱

2021 年 1 月国内疫情出现反弹，且分布在国内钢铁产能集中的河北省，期间的封锁措施对于钢铁生产进而炼钢原料需求影响较大，尤其是焦炭需求影响显著，1 月焦炭率先下跌并拖累整体黑色板块，1 月下旬阶段性的国内流动性收紧，导致整体大宗商品走弱，黑色金属板块下行加速。

## 1.2 阶段二：旺季预期强烈，成材止跌上涨

2月初，国内疫情有效控制以及流动性收紧暂告段落，前期利空因素消除，在前期地产高开工的指引下，市场重点交易2021年上半年旺季预期，期间螺纹热轧主力累计上涨16%以上，矿石后来者居上涨幅超过25%，焦炭止跌。

## 1.3 阶段三：限产扰动，原料走弱且拖累成材

3月初唐山市发布3月大气治理方案，钢企被动限产，3月下旬唐山限产措施影响时间延长至2021年全年，导致原料端下行加速，期间矿石焦炭主力分别下跌7%和11%，进而拖累成品材，旺季预期与成本“塌陷”共振导致螺纹热轧震荡为主，期间小幅上涨1-4%。

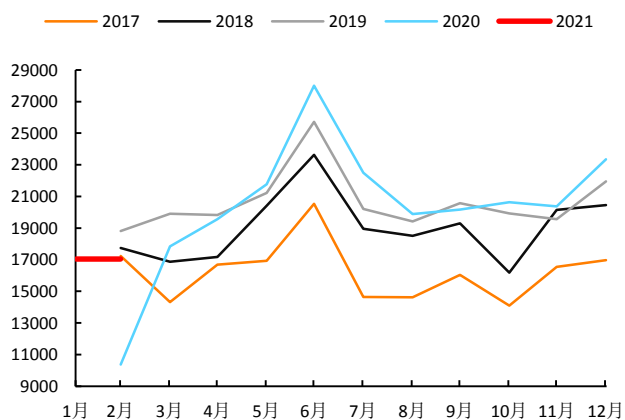
# 二、维持二季度螺纹需求乐观预期

螺纹需求对应国内地产和基建两大领域，进而分析地产、基建对于螺纹需求的影响，需要围绕地产、基建的特性考虑以下几个方面：1、地产、基建项目的开工或者项目批复情况；2、项目执行所需的资金情况；3、项目执行所需的人力资源情况；4、由于地产、基建项目多数为露天作业，因此需要考虑天气情况；5、其他因素，尤其是2020年以来突发的疫情扰动。

## 2.1 2020年四季度地产高开工保障2021年上半年用钢高需求

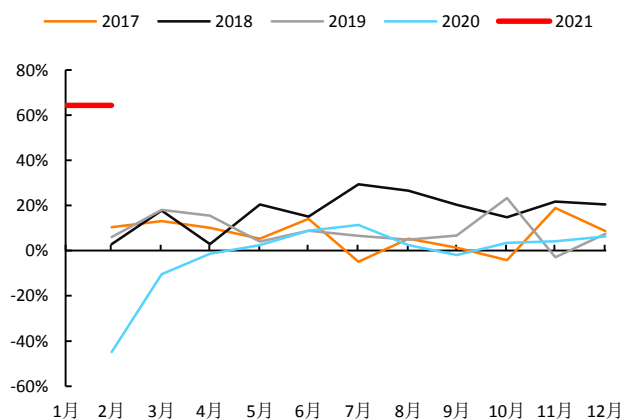
衡量地产用钢需求的重要领先指标是房屋新开工，其领先用钢峰值3-6个月时间，因此分析2021年二季度用钢需求则需追溯2020年四季度以来房屋新开工情况。2020年四季度房屋新开工面积为近五年同期最高水平，期间单月新开工面积同比增速保持在3%以上且增速不断扩张，2021年1-2月新开工面积基本恢复到疫情前的同期水平，因此整体来看较高的新开工水平，对应了2021年二季度地产用钢水平的高位。

图表 2：房屋新开工面积月度值（万平方米）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

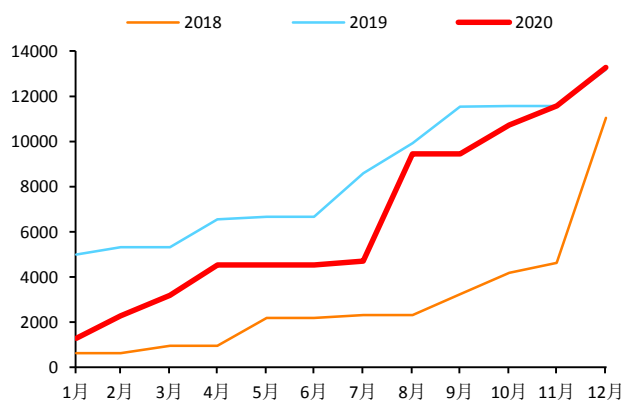
图表 3：新开工面积单月增速（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

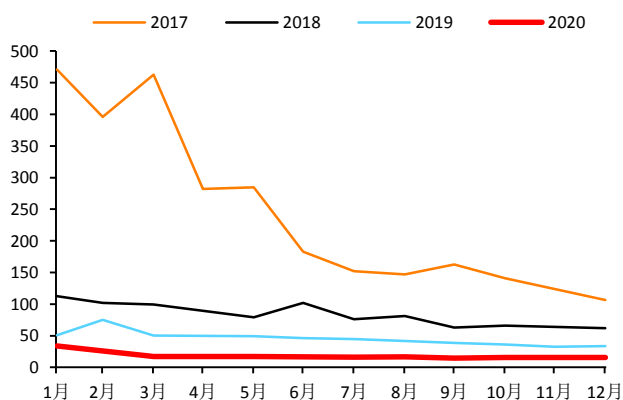
衡量基建用钢需求的领先指标是基建项目的批复，但领先周期较长、1年不等。而国内基建项目的批复主要分为两块：1、发改委批复基建项目，一般以交通领域为主；2、政府与社会资本合作项目（PPP项目，下同），主要涉及民生、公共服务、基础建设等。回顾 2019-2020 年发改委基建批复项目，整体变动不显著，平稳为主。而 PPP 项目，一方面目前处于执行阶段的 PPP 项目相对稳定；另一方面，从后续作为补充的采购阶段 PPP 项目来看，增速有限，预示着二季度处于执行阶段的 PPP 项目继续保持平稳，综上，认为二季度基建用钢需求将保持平稳。

图表 4：发改委基建项目批复累计金额（亿元）



资料来源：发改委网站公开资料 云财富期货投资咨询部

图表 5：执行阶段 PPP 项目金额同比增速（%）

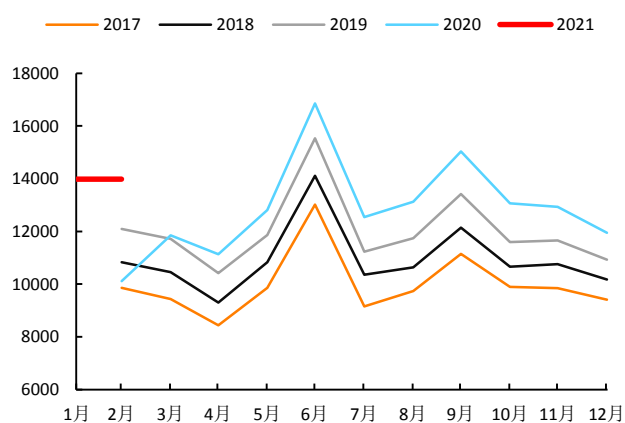


资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

## 2.2 地产相关资金水平创新高，推动地产用钢需求高位

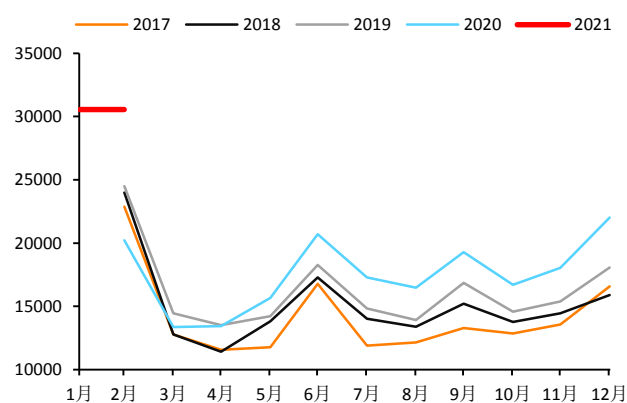
在项目启动对于二季度用钢需求有保障后，接下来分别考虑地产、基建资金情况。1-2月地产投资完成金额接近1.4万亿，为同期最高水平、且是近五年1-5月单月最高水平。1-2月房企到位资金超过3万亿，为近5年单月最高水平，由此可见当前地产相关资金充裕，配合新开工项目的推进，充分保障上半年地产用钢需求。

图表6：地产投资完成金额（亿元）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

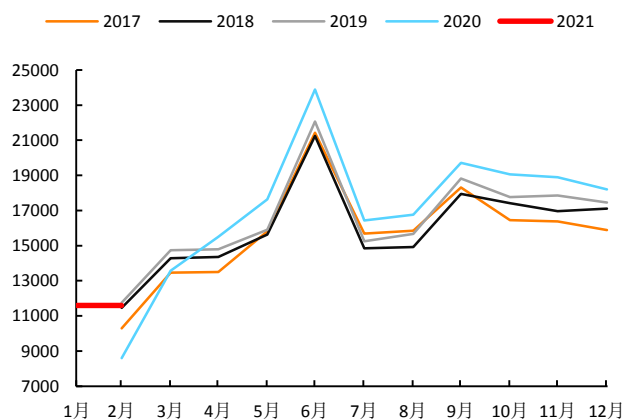
图表7：房企开发到位资金（亿元）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

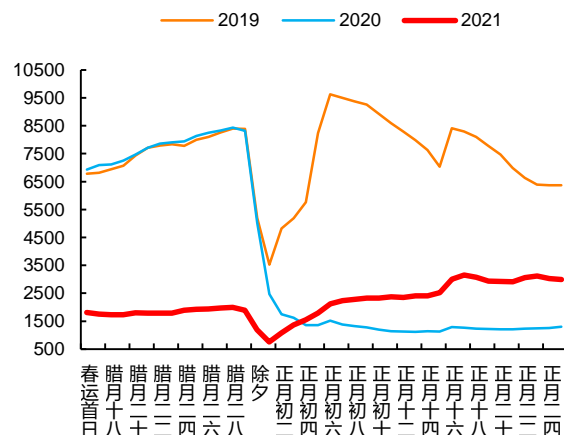
再来看基建资金，1-2月基建投资完成金额1.1万亿，对比地产资金来看并没有呈现同期高水平的扩张，但整体恢复到了疫情之前的同期水平，叠加去年下半年以来单月基建投资增速整体平稳，因此预计2021年上半年基建资金保持平稳。

图表 8：基建投资完成金额（亿元）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 9：春运期间单日旅客发运总数（万人）



资料来源：交通运输部公开资料 云财富期货投资咨询部

## 2.3 2021 年春节不返乡，助力需求提前恢复

相较往年春节，2021 年春节的最大变化在于各地鼓励春节不返乡，号召工作人员留在工作地过年，这一变化在春运出行上体现较明显，2021 年春运前 15 天（农历腊月十六至除夕）公路、铁路、水路、民航合计发送旅客数量同比 2019-2020 年下降七成以上，且从节后返程来看，整体用时 14 天旅客人数超过春运前 15 天旅客人数，其中铁路领域用时 11 天，较往年返程用时缩短。春节不返乡叠加返程用时缩短，有利于节后的复工复产，尤其是对于建筑工地领域而言，据统计今年节后建材需求恢复至正常水平用时同样较往年缩短，印证春节不返乡利好需求提前恢复。

图表 10：春运对后螺纹需求恢复影响（天、周）

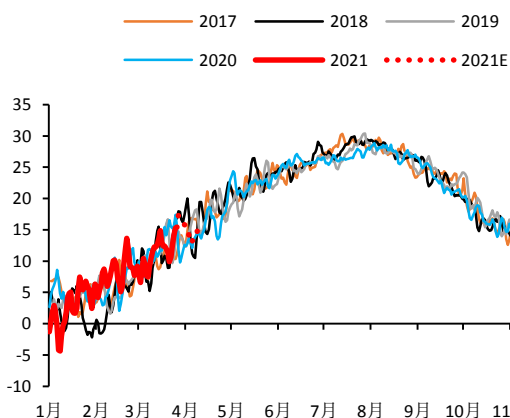
年份	节后建材成交超过 20 万吨/天用时	节后螺纹表需超过 350 万吨/周用时	节后总旅客大于节前用时	节后铁路旅客大于节前用时
2017	88 天	12 周		15 天
2018	43 天	6 周		14 天
2019	37 天	5 周	15 天	14 天
2020	38 天	8 周	春运结束前未达到	春运结束前未达到
2021	33 天	5 周	14 天	11 天

资料来源：交通运输部公开资料 钢联终端 云财富期货投资咨询部

## 2.4 气温回升、疫情有效控制有利于需求恢复

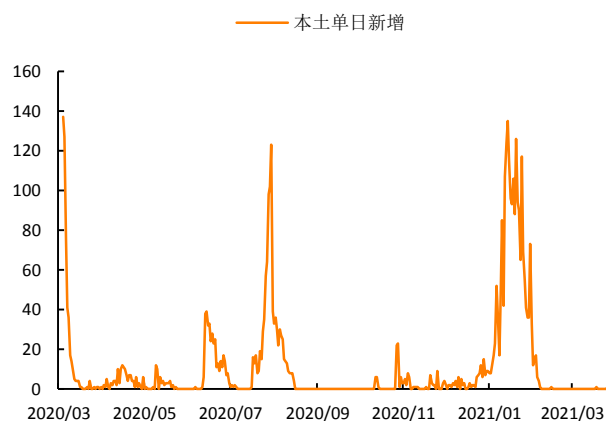
虽然天气和疫情都有较高的不确定性，但整体而言，二季度是国内升温的周期，气温回升有助于建筑业活动开展。疫情方面，自 2 月中旬以来基本没有本土新增确诊病例，以及随着疫苗接种的普及，认为大概率上疫情大规模出现的可能性偏低，疫情扰动趋于结束，同样有利于人员相对集中的建筑业活动开展。

图表 11：全国平均气温及预期（摄氏度）



资料来源：彭博终端 云财富期货投资咨询部

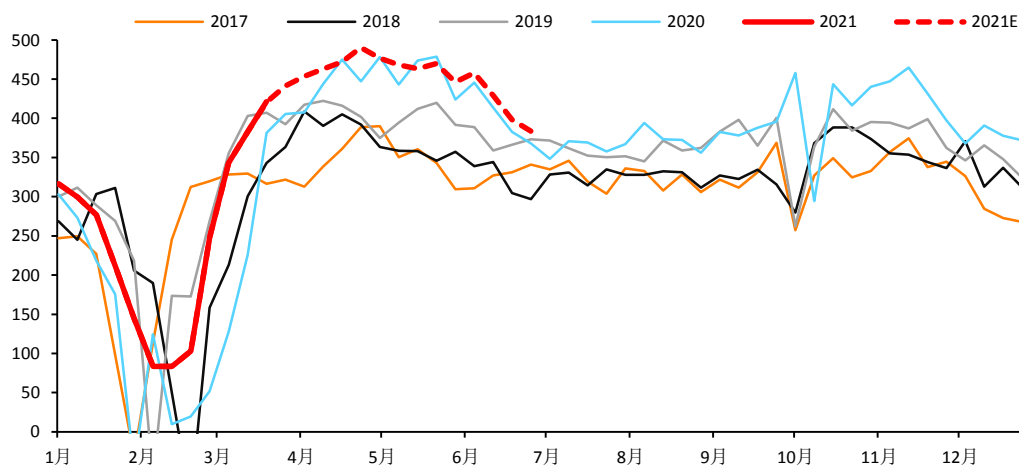
图表 12：本土单日新增疫情（例）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

综上，通过分析地产、基建的各个维度，判断二季度螺纹需求大概率保持同期高位，乐观预计二季度螺纹需求同比增速将维持 5% 左右正增长。

图表 13：螺纹表观需求乐观预估（万吨）

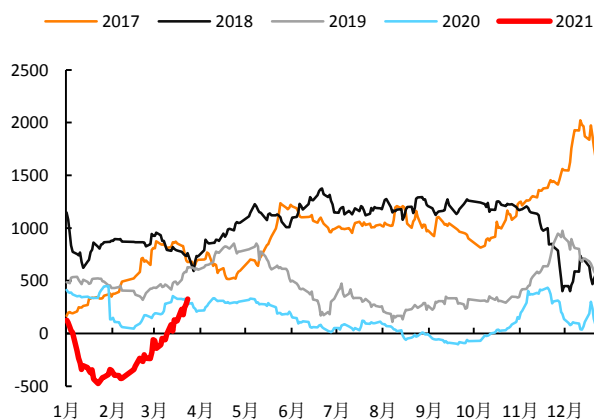


资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

### 三、限产扰动下，高需求、高利润继续支撑螺纹供给增长

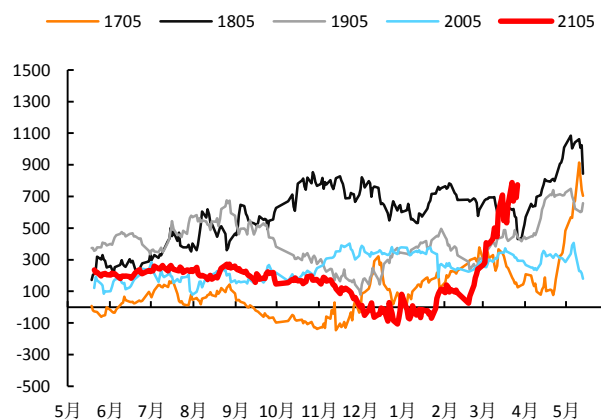
上文分析首先得出螺纹二季度旺季需求可期的结论，叠加目前螺纹利润快速恢复，已由 1 月的亏损转为当前的获利，且盘面 05 合约利润给出了二季度现货利润更高的预期指引，因此从钢厂端出发，首先钢厂有主动性提高螺纹产出。

图表 14：华东长流程螺纹生产即期利润（元/吨）



资料来源：Wind 钢联终端 云财富期货投资咨询部

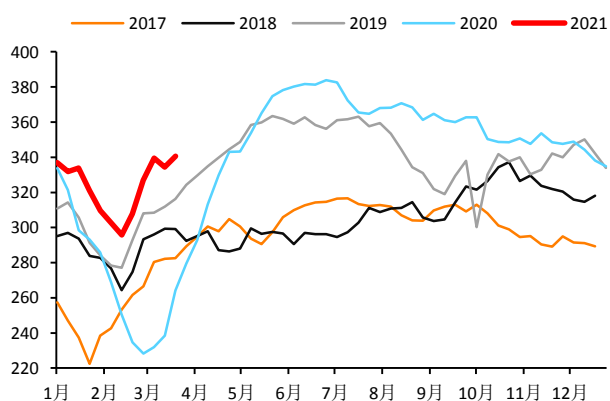
图表 15：螺纹 05 合约模拟盘面利润（元/吨）



资料来源：Wind 钢联终端 云财富期货投资咨询部

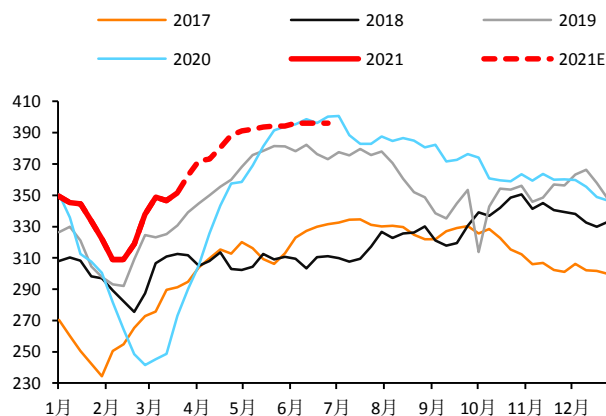
其次考虑螺纹增产的空间，3月下旬唐山发文要求全年减排、限产，则暂且将河北省螺纹产出排除在外，考虑其他省份的增产空间，看到目前国内样本钢企除河北省外螺纹产出 340 万吨/周，较 2019 年和 2020 年二季度产出峰值相差 20-40 万吨，因此从增产空间来看，螺纹二季度增产空间较充足。

图表 16：除河北外螺纹产出（万吨）



资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

图表 17：螺纹产出乐观预估（万吨）



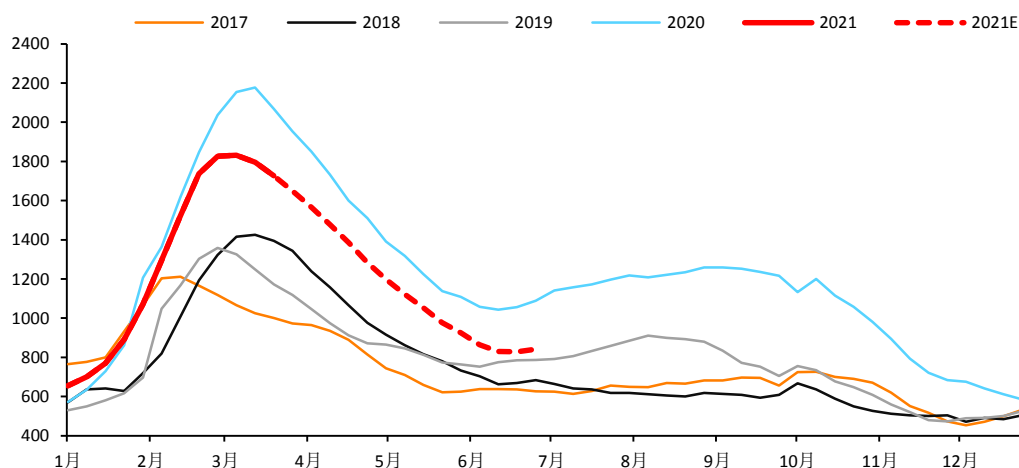
资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

综上，虽然全年有区域限产扰动，但在高需求、高利润以及增产空间充足的情况下，二季度螺纹大概率继续增产，预计二季度螺纹周均产出在 390 万吨水平，峰值有望接近 400 万吨/周。

## 四、供需两旺，螺纹加速去库

通过供需端的分析，认为二季度螺纹将呈现供需两旺的格局，进一步对比供需端，需求在地产支撑下预计创新高，相反供给端受限产影响，虽然继续增长但难以再创去年峰值，后期需求的提升空间大于供给提升空间，因此预计二季度螺纹去库将保持较高水平，并且得益于二季度去库，预计二季度末螺纹总库存水平将明显低于 2020 年二季度末、更加接近 2019 年二季度末库存水平。

图表 18：螺纹库存乐观预估（万吨）



资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

## 五、钢材成本端存在较大不确定性

从前文分析不难得出二季度螺纹供需库层面对于螺纹价格支撑仍较强的结论，进而分析螺纹的成本端，认为成本端的不确定性较大，主要体现在以下三个方面：

### 5.1 国内钢企限产不确定性

一季度原料价格表现之所以显著弱于成材端，重要的原因之一就是钢企限产的扰动，目前来看国内钢企限产集中在唐山地区，限产的力度按照方案要求 6 月底前基本维持当前的限产执行力度，下半年部分当地钢企执行力度由当前的限产 50% 降至 30%，限产力度有所减弱。但在此过程中，认为限产存在较多不确定性：1、限产范围，此轮唐山全年限

产的起因在于 3 月限产被查出执行不到位的情况，但该情况不排除在唐山以外的地区同样存在，是否会由唐山限产引起连锁反应；2、限产执行力度，从前几年以及今年 3 月钢企限产执行力度来看，当出现重污染天气的情况下，限产趋严，而空气质量改善，则限产力度会放松。

图表 19：唐山全年限产方案梳理

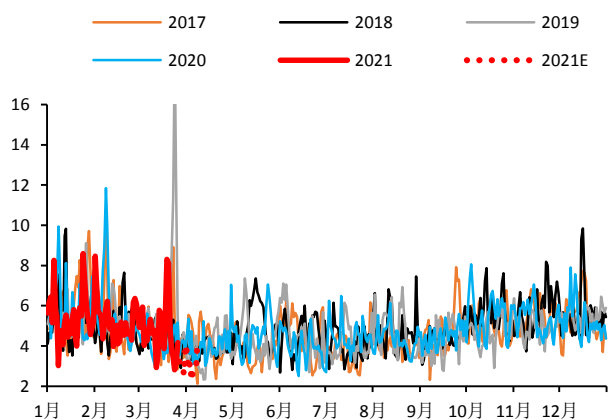
涉及钢企	3 月 20 日 至 6 月 30 日	7 月 1 日 至 12 月 31 日
首钢股份公司迁安钢铁公司 首钢京唐钢铁联合有限责任公司	不限产	不限产
唐山松汀钢铁有限公司 唐山中厚板材有限公司 河北鑫达钢铁集团有限公司 唐山不锈钢有限责任公司 唐山市春兴特种钢有限公司 唐山金马钢铁集团有限公司 唐山东华钢铁企业集团有限公司(含凯恒)	限产 50%	限产 30%
其余 16 家钢铁企业	限产 30%	限产 30%

资料来源：公开资料 云财富期货投资咨询部

## 5.2 海外矿石供给受天气、疫情影响不确定性

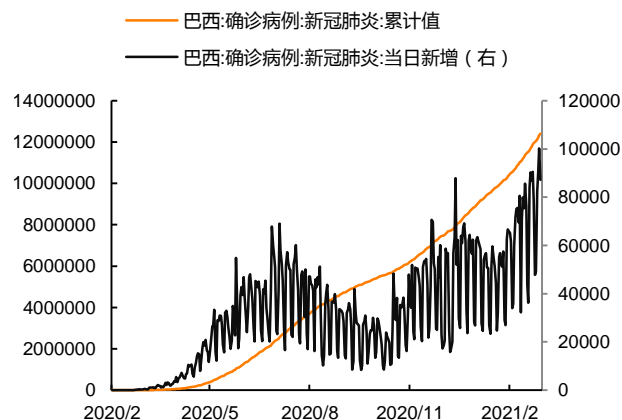
1-4 月通常受天气影响，导致海外矿石发货水平在年内相对偏低、且波动较大，今年一季度整体澳洲飓风以及巴西降雨对于矿石生产以及发货的影响较小，但目前尚不能排除 4 月天气扰动的概率延续偏低。此外，值得注意的是，2 月下旬以来巴西疫情显著增加，整体单日新增病例为 2020 年以来的最高水平，疫情的加剧是否会影响巴西矿石的生产与发货存在较大不确定性。

图表 20：西澳矿石发运港风速监测（米/秒）



资料来源：彭博终端 云财富期货投资咨询部

图表 21：巴西疫情（例）

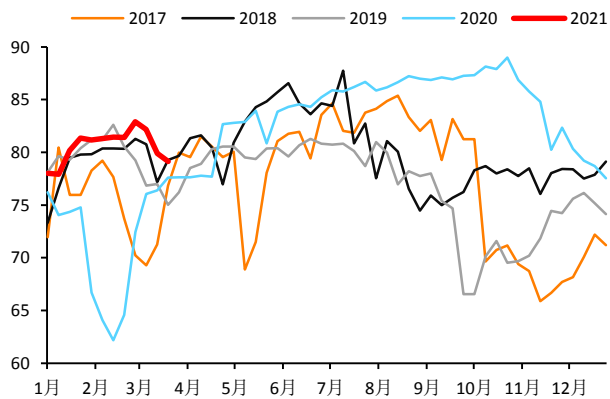


资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

### 5.3 国内焦企限产不确定性

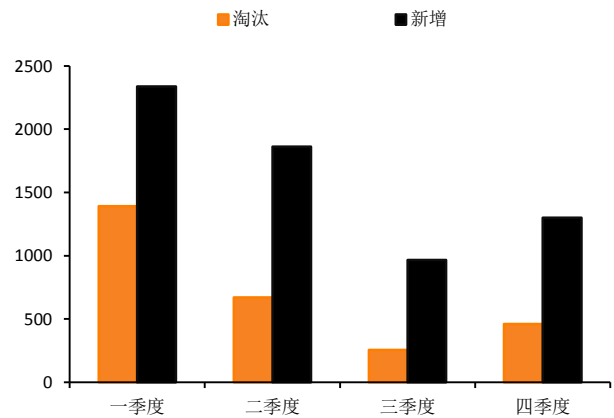
2021 年初分析认为今年是焦炭产能净增的年份,与 2020 年产能净减相反,叠加 2021 年工信部要求粗钢减产,在此背景下预计全年焦炭偏弱运行,这一点充分体现在一季度焦炭价格变化上。但站在当前时点,焦炭供给存在不确定性,一方面同样是唐山限产对于焦企生产的影响,另一方面,2 月底内蒙古自治区政府印发《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》的通知,其中关于焦化行业的要求主要为炭化室高度小于 6.0 米顶装焦炉、炭化室高度小于 5.5 米捣固焦炉、100 万吨/年以下焦化项目,原则上 2023 年底前全部退出,据悉内蒙 4.3 米焦炉产能大致在 1900 万吨,虽然文件没有明确给出 2021 年淘汰产能的任务目标,但自文件发布后,跟踪到内蒙的焦企开工确实明显下降,给全年焦化产能的投产、去化节奏带来新的扰动。

图表 22：华北地区焦企开工（%）



资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

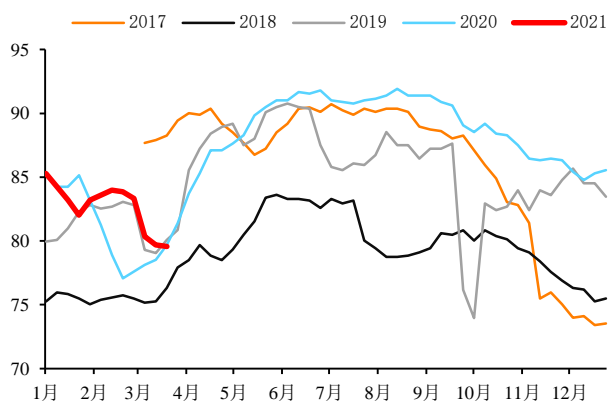
图表 23：2021 年焦化产能变化梳理（万吨）



资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

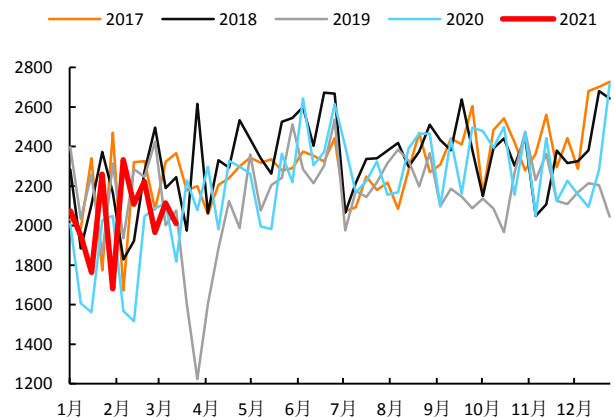
考虑到成本端的诸多不确定性，假设：1、二季度钢企限产仅参考唐山地区维持现状至 6 月底；2、二季度海外矿石供给无天气、疫情扰动；3、二季度唐山、内蒙焦企限产不影响全年焦化产能投产、压减的节奏。基于此假设条件，认为二季度原料价格将延续 3 月震荡偏弱走势。首先，需求端受唐山执行限产影响难以恢复到去年的同期高位；其次，随着海外天气扰动结束以及国内置换焦化产能投产，二季度矿石、焦炭供给将进一步提升；最后，二季度供需层面无显著改善，将导致整体矿石、焦炭库存维持 3 月以来的增库趋势，库存压力进一步增加，更为关键的是，目前下游钢企的原料库存已经处于相对高位，后期库存压力进一步增加将导致原料价格的走弱。

图表 24：高炉开工率（%）



资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

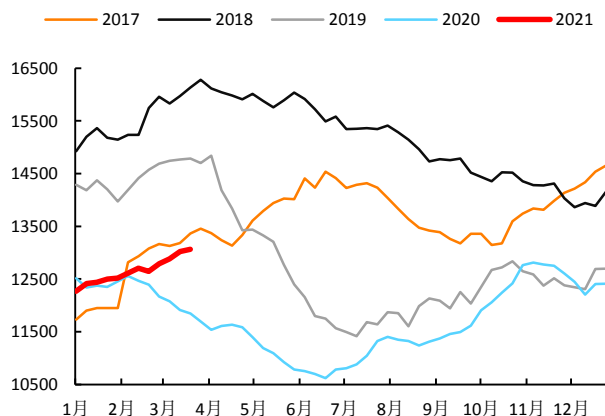
图表 25：澳洲巴西矿石发运情况（万吨）



资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

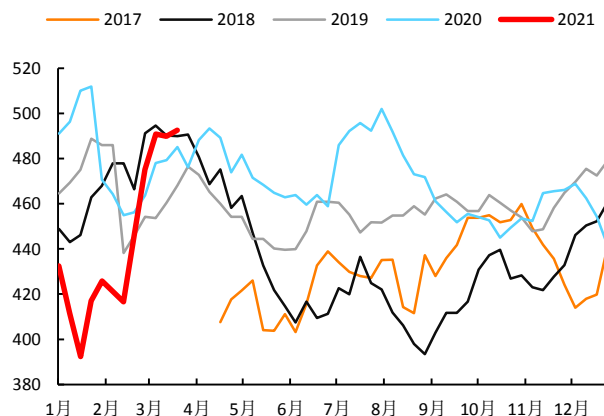
目前整体炼钢利润较好，在此背景下，原料端偏弱向成品材端的传导将会快于钢企低利润甚至亏损状态下，则二季度有望延续 3 月份的原料端对于成品材拖累走势。

图表 26：港口矿石库存（万吨）



资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

图表 27：钢企焦炭库存（万吨）



资料来源：钢联终端 云财富期货投资咨询部

## 六、总结与建议

综上，分析认为二季度黑色板块将呈现三方面特征：1、螺纹供需两旺，库存加速去库，钢价有支撑；2、原料端存在较多不确定性，在不确定性因素均未发生的情况下，原料矿石、焦炭库存压力继续增加，原料价格走弱；3、高炼钢利润下，一旦原料价格走弱将继续拖累成品材价格。

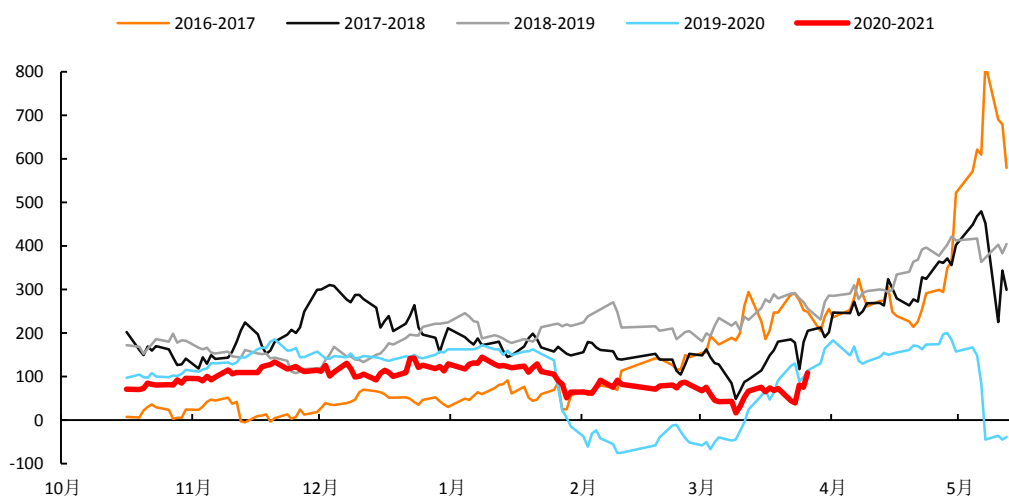
### 6.1 操作建议

在原料端不确定性因素落地前，关注螺纹 5-10 正套操作，一方面，二季度螺纹自身供需库层面对螺纹价格构成支撑，则相对更加利好近月合约；另一方面，不确定性因素扰动下，叠加螺纹 5-10 价差处于相对低位，空头配置远月合约对冲不确定性风险。

不确定性因素均未发生或者钢企限产加码的情况下，建议空头配置矿石、焦炭合约。

不确定因素中天气、疫情对矿石供给构成影响，或者国内焦企限产影响焦化产能投产节奏，则多头配置相应的矿石或者焦炭合约。

图表 28：螺纹 5-10 价差（元/吨）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

## 6.2 风险因素

经过上述分析，认为潜在的风险因素在于：1、地产政策调整抑制“高开工——高用钢需求”的传导路径，最终利空螺纹需求或者需求释放延后；2、疫情之后，国家重点刺激消费，从而降低投资的刺激力度，导致地产、基建资金紧张，最终利空螺纹需求或者需求释放延后；3、国内疫情出现反复、降雨频发等不确定因素导致旺季需求不及预期；4、旺季需求预期下，螺纹供给超预期释放（转产、新增产能投放等），导致螺纹供给压力增加、旺季去库节奏放缓；5、原料端的不确定因素出现超预期变动。

## 6.3 后期关注点

2021 年二季度，黑色金属板块关注重点：1、二季度螺纹需求表现——螺纹表需、建材成交、水泥开工等；2、地产相关政策；3、国家对于投资相关的政策变化；4、疫情变化；5、天气变化；6、二季度螺纹增产情况；7、螺纹库存变化；8、海外矿山生产情况；9、飓风、降雨、疫情等因素对于海外矿山生产、发货的扰动；10、国内焦化产能的增减情况；11、国内钢企、焦企限产、去产能情况。

## 法律声明

■本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

## 云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区杨高南路 729 号 2102B 室

伊犁营业部

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区福田街道福安社区益田路 4068 号卓越时代广场 3904、3905 室