



煤焦供需分析及后期展望

专题摘要:

行情回顾: 今年 1 月份焦煤焦炭价格震荡偏强, 春节前后, 受到疫情影响, 运输阻断, 叠加春节期间矿山开工不足、供应偏紧, 焦煤价格迎来上涨行情; 焦炭运输同样受阻, 在焦煤带动下, 价格追随焦煤提涨一轮; 2 月初, 国内疫情得到基本控制, 交通管制逐步放开, 国家推动各行各业开工复产, 煤矿企业率先复工, 供应端增加明显, 焦煤价格同时回落。3 月底, 海外疫情大范围爆发, 尤其日韩欧美印等国, 造成海外焦煤需求大幅下降, 澳煤价格大幅下挫, 国内 1-3 月份进口澳洲焦煤大幅增加, 国内供应增加, 进而对国内焦煤价格形成较大冲击, 焦煤价格一落千丈。近期随着国外疫情逐步控制, 复工复产逐渐提上日程, 焦煤价格恐慌式下跌结束, 澳洲焦煤价格有止跌企稳迹象。焦炭端, 春节后在运输受限情况下提涨一轮, 近期宏观预期不断好转, 成材端去库顺畅, 价格出现持续上涨, 叠加五一节后高速公路恢复收费和山东等地不断有政策消息, 焦炭价格提涨第二轮已经落地。

焦煤供应端: 今年以来, 受到春节假期和疫情影响, 焦煤 1-2 月份产量同比明显下滑, 在 2 月底疫情受到控制后, 矿山开始复工复产, 3 月份产量大幅提高。而海外进口方面, 受到年前通关限制, 年后 1-3 月份集中通关, 炼焦煤进口量大幅增加, 同比增加约 26%, 主要为澳洲煤进口, 同比增长 91%, 进口焦煤价格比国内焦煤价格低, 对国内焦煤市场形成一定冲击。4-5 月份受焦煤价格回落以及召开两会的影响, 预计国产炼焦煤产量将会有一定的回落, 但从周度煤矿开工率来看, 回落幅度有限, 产量有望继续超过去年同期水平; 进口煤方面, 受到进口煤政策收紧限制, 预计进口焦煤数量环比也将有所回落, 因此, 短期来看, 对焦煤价格形成一定支撑。

焦煤需求端主要为焦化, 1-4 月份全国焦炭累计产量为 14835.1 万吨, 同比下降 2.9%。其中, 一季度全国焦炭产量为 10979.9 万吨, 同比下降 4.1%, 4 月份焦炭产量为 3855.2 万吨, 同比下降 1.3%。目前焦炭产量维持正常水平, 焦煤现货价格仍然偏弱, 而生铁产量环比逐步提高, 从高炉开工率和产能利用率来看, 同比去年仍有小幅增长空间, 因此, 在需求不减、焦化利润有望进一步走扩的情况下, 焦化企业有望进一步提高产量; 现阶段受到海外煤价格拖累, 国内焦煤价格弱势运行, 大多数焦企和钢厂采取按需采购, 由于高炉产量较高, 部分企业有小幅增库的计划, 从目前的情况来看, 焦煤需求有一定支撑, 短期焦煤库存有望继续保持平衡或小幅下降。而在进出口方面, 受到国外需求减弱影响, 焦炭出口继续保持同比大幅减少态势, 而在进口焦炭方面, 呈现同比增长态势。由于焦炭进出量相对有限, 因此对价格影响相对有限。后期仍需重点关注山东出台“以

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院 黑色及建材组

研究员

孙宏园

☎ 021-68755929

✉ sunny@htfc.com

从业资格号: F0233787

投资咨询号: Z0000105

联系人

王英武

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

申永刚

✉ shenyonggang@htfc.com

从业资格号: F3063990

赵钰

✉ zhaoyu@htfc.com

从业资格号: F3042576

王淼

✉ wangmiao@htfc.com

从业资格号: F3063336

彭鑫

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号: F3066607

煤定焦”政策实际内容及执行情况和山西、徐州等地去产能政策及执行情况。

焦炭需求端：目前钢材利润尚可，下游消费较为旺盛，钢厂生产积极性较高，1-2 月份全国生铁产量 13234 万吨，同比增长 3.1%；3 月份全国生铁产量 6697 万吨，同比增长 1.1%。目前成材消费表现出持续爆发态势，短期来看，焦炭消费比较顺畅，有利于焦炭产量的进一步提升。在下游需求偏好的带动下，焦化厂与钢厂焦炭库存有所下降，目前港口库存处于抬升态势，但整体库存处于下降趋势，对于焦价上涨起到支撑作用。

综上所述，**焦煤方面**，供应端近期国内受两会影响产量将有所下降，但降幅有限，而进口煤方面受到政策限制，同样环比将有所回落，中期看，整体供应前紧后松；而需求方面，焦化利润尚可，产量处于正常状态，在需求不减、利润尚可的情况下，焦煤需求有望保持偏高水平；整体库存近期有望继续回落，尤其港口库存环比下降，而矿山焦煤库存持续保持高位，焦化厂和钢厂库存仍维持按需采购，保持正常水平。**焦炭方面**，产量处于正产状态，而消费端，生铁产量不断提高，近期仍有望进一步提升，但幅度相对有限，目前钢材消费强劲，去库顺畅，价格上涨明显。因此，短期对焦炭价格形成一定支撑。长期看，焦煤供给偏宽松，价格弱势运行，而焦炭有望保持继续降库态势，对价格形成一定支撑，后期需结合山东、山西和徐州政策及执行情况。

一、行情回顾

今年 1 月份焦煤焦炭价格震荡偏强，春节前后，受到疫情影响，运输阻断，叠加春节期间矿山开工不足、供应偏紧，焦煤价格迎来上涨行情；焦炭运输同样受阻，在焦煤带动下，价格追随焦煤提涨一轮；2 月初，国内疫情得到基本控制，交通管制逐步放开，国家推动各行各业复工复产，煤矿企业率先复工，供应端增加明显，焦煤价格同时回落。

3 月底，海外疫情大范围爆发，尤其日韩欧美印等国，造成海外焦煤需求大幅下降，澳煤价格大幅下挫，国内 1-3 月份进口澳洲焦煤大幅增加，国内供应增加，进而对国内焦煤价格形成较大冲击，焦煤价格一落千丈。近期随着国外疫情逐步控制，复工复产逐渐提上日程，焦煤价格恐慌式下跌结束，澳洲焦煤价格有止跌企稳迹象。焦炭端，春节后在运输受限情况下提涨一轮，近期宏观预期不断好转，成材端去库顺畅，价格出现持续上涨，叠加五一节后高速公路恢复收费和山东等地不断有政策消息，焦炭价格提涨第二轮已经落地。

后期来看，焦煤及焦炭市场供需变化点主要集中于三个方面，一是国产煤产量变化和焦煤进口政策收紧情况，二是各地区焦化政策及实施情况，三是后期钢材需求和生铁产量情况。

二、焦煤：供给充足，需求内强外弱

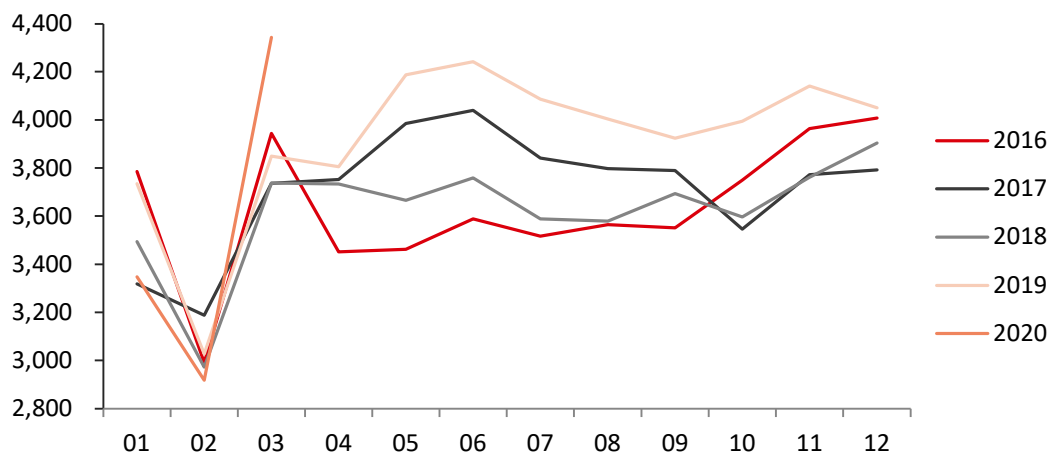
2.1 国产焦煤产量增幅明显

受春节后疫情影响，人员流动受限，煤矿在春节后开工受到影响，出现延迟，与往年相比整体开工率偏低。从 2 月下旬开始，国内疫情得到初步控制，在政府推动各行各业复工复产的号召和支持下，煤矿复产率先启动，产量很快恢复至正常水平，尤其国有大矿山；进入 3 月煤矿开工率已高于去年同期 5 个百分点，产量得到进一步提升。

整个一季度，国内炼焦煤产量前低后高，总体产量 1.1 亿吨，同比去年小幅增加，而 3 月份增幅明显。目前煤矿生产已经恢复至正常水平，4 月和 5 月份受焦煤价格回落以及召开两会的影响，预计炼焦煤产量将会有一定的回落，但从周度煤矿开工率来看，回落幅度有限，产量有望继续超过去年同期水平。

图 1：国内焦煤月度产量

单位：万吨

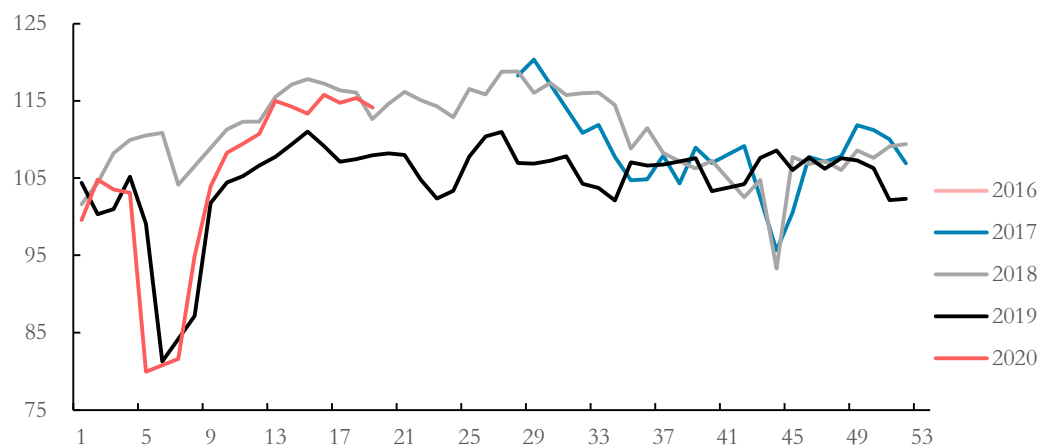


数据来源：Wind 华泰期货研究院

3月中旬以来，煤矿开工率和洗煤厂工率保持在高位水平，并高于去年同期水平。近期受到“两会”影响，开工率有所回落，但降幅有限。

图 2：煤矿开工率（周度）

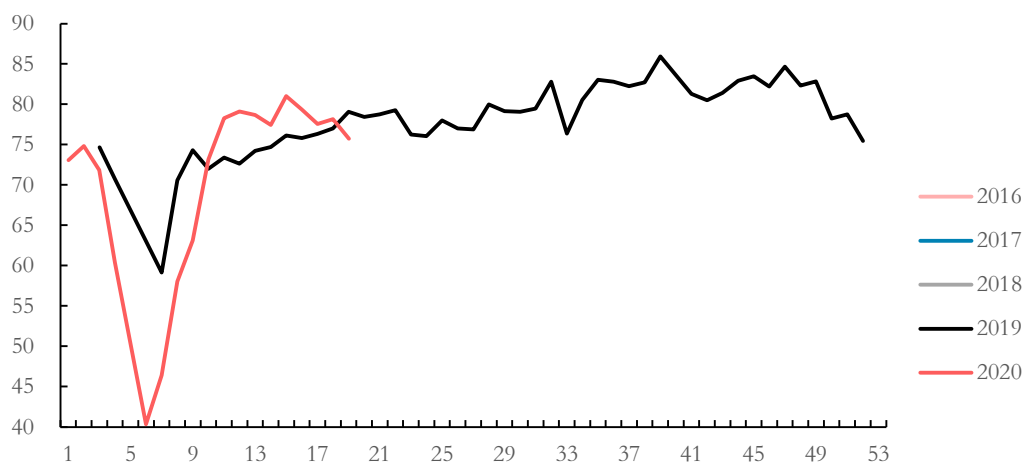
单位：%



数据来源：汾渭能源 华泰期货研究院

图 3: 110 家洗煤厂开工率 (周度)

单位: %



数据来源: 汾渭能源 华泰期货研究院

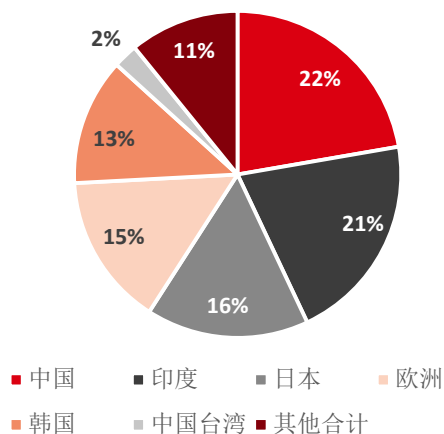
2.2 焦煤进口量明显增加

随着我国钢铁产量的不断提升, 自 2009 年以来, 我国炼焦煤进口量明显上涨。现阶段, 我国煤炭供应以国内煤为主, 进口煤为辅, 利用进口煤政策来调节国内煤炭供需矛盾, 在全年进口煤控制总量的基础上结合国内煤炭价格和供需情况进行调节。

2019 年我国进口焦煤约占全国焦煤需求量的 13% 左右, 是焦煤第一大进口国, 约占全球焦煤进口比例大约 22%。在焦煤进口大国中, 除中国外依次为印度、日本、欧洲、韩国等国家和地区, 分别占比 21%、16%、15% 和 13%, 这四个国家和地区加上中国占全球焦煤总进口量 87% 左右。2019 年, 中国焦煤的主要进口来源为蒙古和澳大利亚, 约占中国焦煤进口量的 44.8% 和 40.9%, 两者合计 85.7%; 其次为俄罗斯、加拿大和美国, 分别占比 7.2%、4.0% 和 1.7%。

图 4: 全球焦煤分国家进口比例

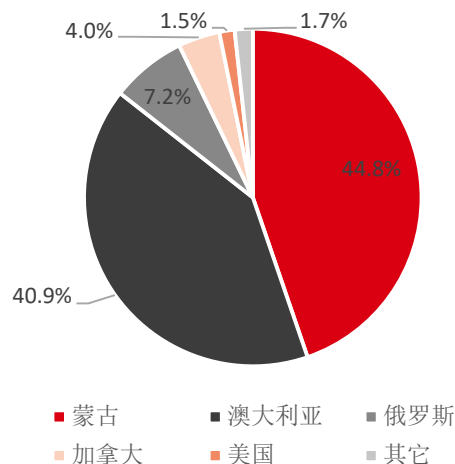
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 中国焦煤分国家进口比例

单位: %

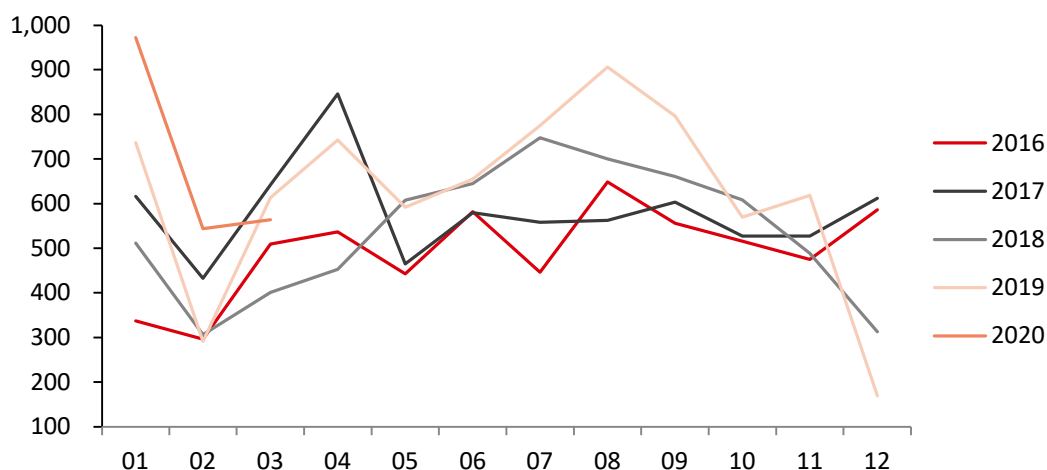


数据来源: Wind 华泰期货研究院

近年来为实现每年进口煤平控目标，在年底 11 月和 12 月份进口量同环比大幅下降。大量年底到港未通关的煤炭在来年初集中通关，因此，在去年 11-12 月份通关大幅减少的情况下，今年 1-3 月份进口量大幅增加，进口焦煤总量 2080 万吨，同比增长 26.7%，增幅比较明显。

图 6：中国焦煤月度进口量

单位：万吨



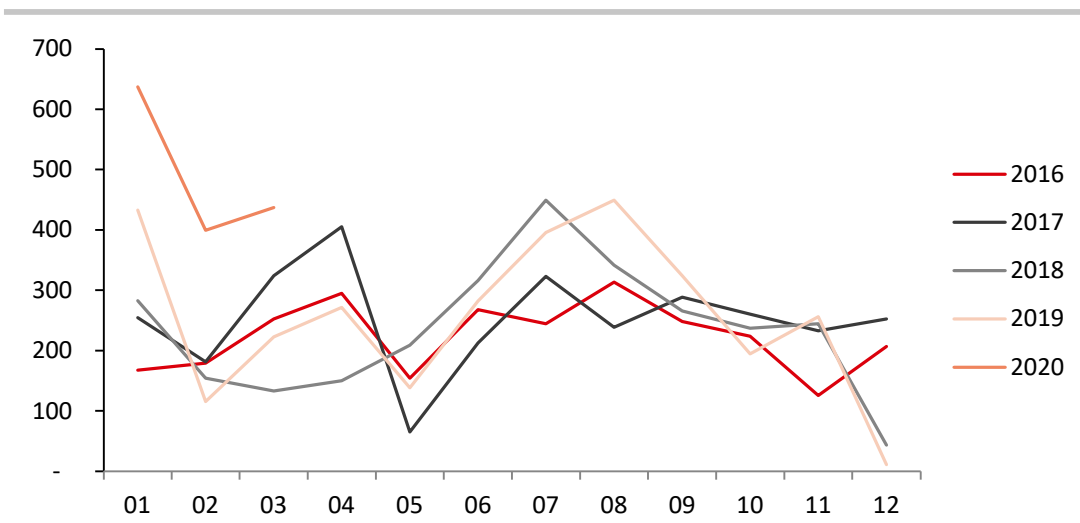
数据来源：Wind 华泰期货研究院

在一季度进口焦煤中，中国从澳洲进口焦煤 1474 万吨，同比增长 91%，约占全部焦煤进口量的 70%；而从蒙古进口焦煤数量偏少，从蒙古国进口焦煤主要以汽运为主，受到春节以及疫情影响，春节期间运输量减少，而在疫情期间甘其毛都、策克口岸禁止车辆通关，时间持续一个半月，势必造成自蒙古焦煤进口量的大幅减少。自 3 月 21 日通关逐步放开以来，蒙古口岸通关量逐步增加，目前，甘其毛都口岸通关车辆日均 400 车左右，而且还在持续增长中。后期随着蒙古放开炼焦煤出口，进口供应资源将进一步增加。

受一季度进口煤大幅增加影响，从目前公布的消息来看，预计未来国家将会继续加大进口煤的限制力度。据 mysteel 调研，部分华南港口仅一季度就已使用全年配额的 80%，现进口配额已不足，仅允许本地终端企业通关，港口接卸需提前经海关审批；东北及北方港口进口通关政策收紧，现仅允许当地生产企业报关。后期，在优先保障国内煤炭行业平稳运行的基调背景下，进口煤政策大概率持续收紧。再加上欧洲、印度、日韩等国受疫情影响，海外煤将集中向中国供应，关键看国内的平控政策如何执行，预期二季度进口仍将保持正常水平。

图 7: 进口澳大利亚焦煤月度数量

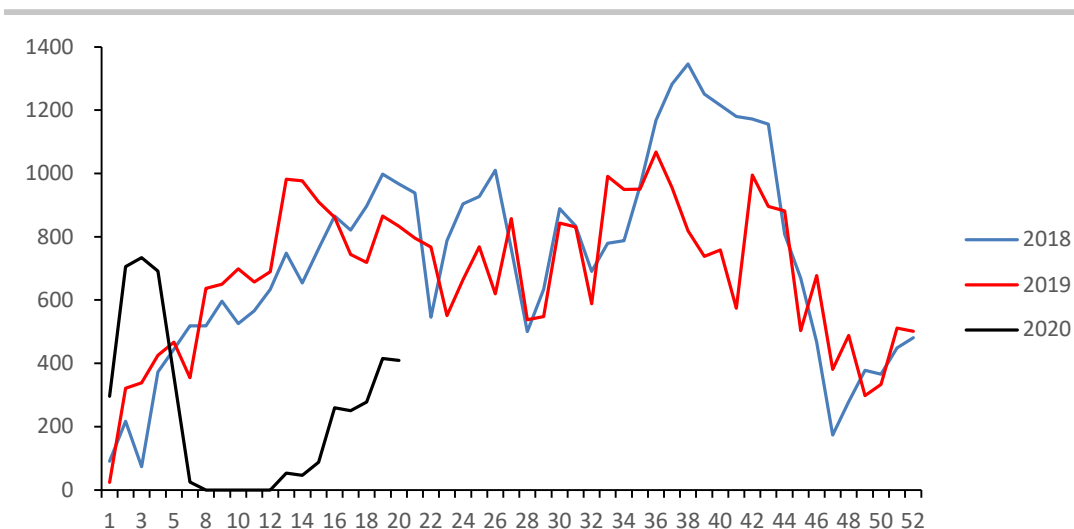
单位: 万吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 蒙煤通关量 (周均)

单位: 车

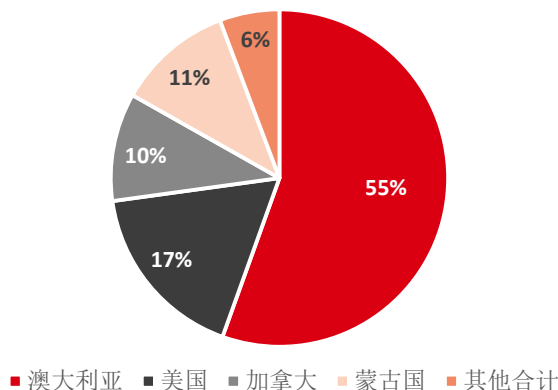


数据来源: 汾渭能源 华泰期货研究院

导致一季度进口焦煤大幅增加的另外一个原因是, 海外新冠肺炎疫情的大范围爆发, 使得欧美日韩印等国钢材需求和产量大幅下降, 因此对焦煤需求有所下降, 是近期澳煤价格下跌的主要原因。据报道, 一季度澳大利亚煤炭出口同比下降了 17.9%, 而澳洲是全球出口焦煤最多的国家, 约占全球焦煤出口量的 55%, 其次是美国、加拿大、蒙古, 分别约占全球焦煤出口量的 17%、10% 和 11%。

图 9：全球焦煤分国家出口比例

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

据 Mysteel 数据显示，澳大利亚七大主要港口煤炭发运量逐步减少。从主要到货国发运数据来看，尽管日本放宽封锁，但制造业恢复十分缓慢，到货量在封锁令影响下环比下降；5 月 18 日印度 24 小时内新增确诊人数 5242 例，创出单日最大增幅，从 18 日起，印度开启为期两周的第四阶段全国封锁，至 5 月 31 日结束，低需求下再加上国内对进口煤的打压，印度进口量也大幅下降。

而在价格方面，上周焦煤依旧弱势运行，部分煤种继续保持下跌，吕梁低硫主焦煤下跌 40 元/吨至 1310 元/吨，吕梁高硫主焦煤下跌 20 元/吨至 880 元/吨，济宁气煤下跌 50 元/吨至 850 元/吨，澳洲中等挥发焦煤上涨 2 美元左右至 98 美元/吨，蒙煤维持 1250 元/吨。虽然近期澳煤价格有所回升，但内外煤价差仍有 400 元/吨，国内煤后续仍有下跌预期。

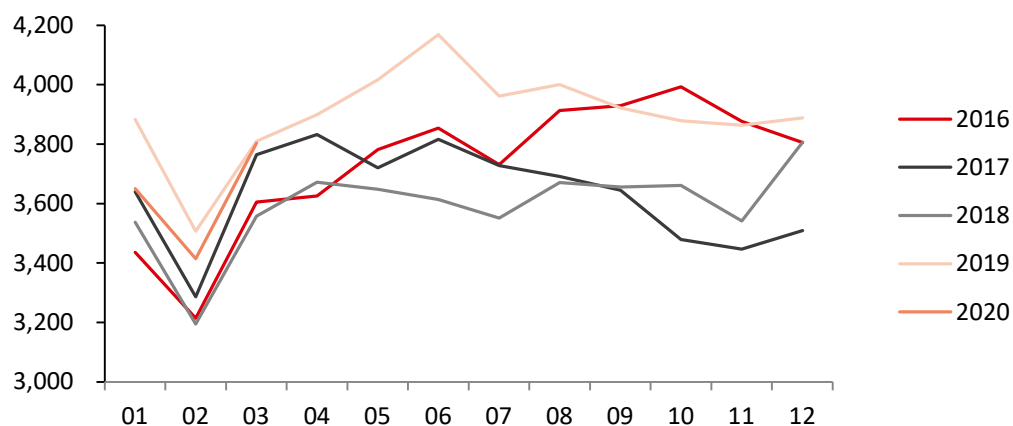
2.3 焦煤需求稳定，焦炭产量同比略有下降，环比增加

2020 年 1-4 月全国焦炭累计产量为 14835.1 万吨，同比下降 2.9%。其中，一季度全国焦炭产量为 10979.9 万吨，同比下降 4.1%，4 月份焦炭产量为 3855.2 万吨，同比下降 1.3%。

在第一轮提涨之后，近期叠加成材降库顺畅，价格不断上涨，叠加山东、山西去产能和限产消息刺激下，焦炭迎来第二轮 50 元/吨的价格上涨。而目前的焦煤价格仍然较弱，因此，焦化利润有望进一步走扩，根据模拟焦化利润测算，山西地区优质焦化企业吨焦利润达到 140 元/吨以上，势必激发焦化企业进一步的增产，但从目前焦化开工率来看，增幅将相对有限。

图 10：焦炭月度产量

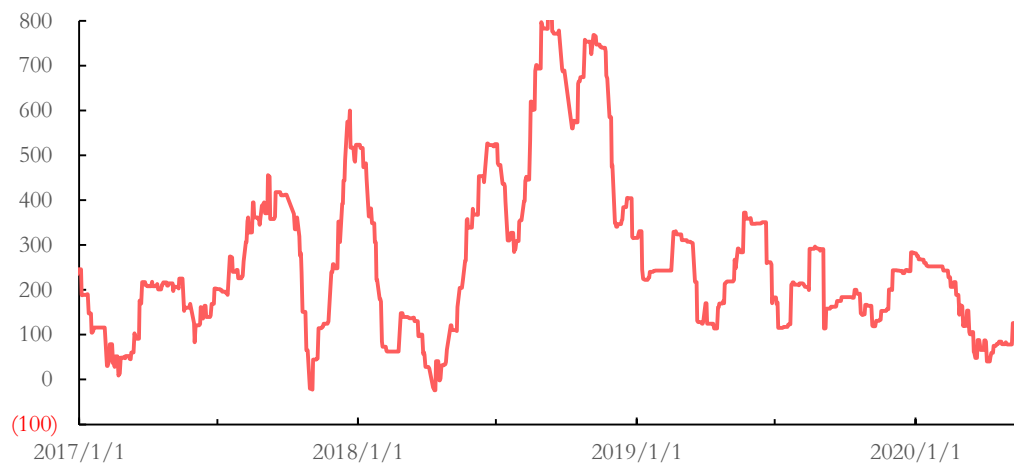
单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：山西优质独立焦企焦化利润

单位：元/吨

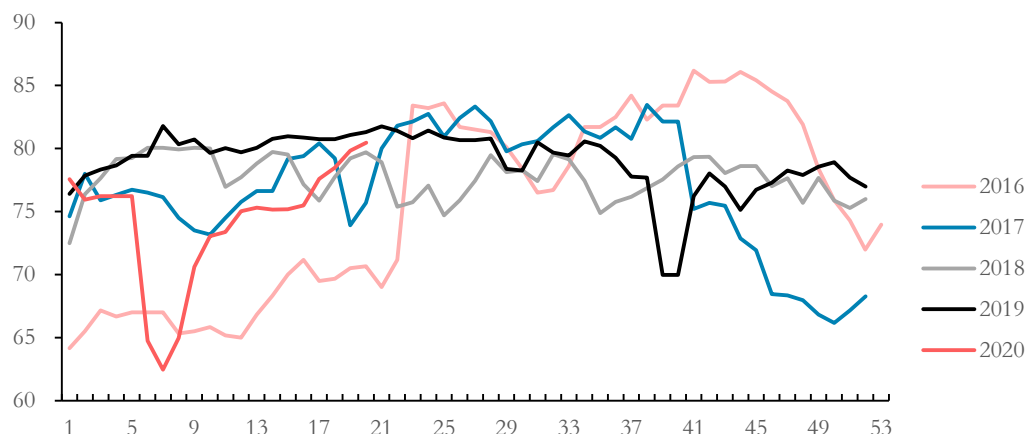


数据来源：华泰期货研究院

从焦化厂的生产情况来看，随着炼焦利润的回升，焦化企业产能利用率快速回升。截至 5 月 15 日，100 家独立焦化企业开工率 80.5%，较上周提升了 0.7 个百分点，当前开工率已基本恢复至往年正常水平，近期在利润驱动下有望进一步提高，但提升空间相对有限。

图 12: 100 家焦化厂焦炉开工率 (周度)

单位: %



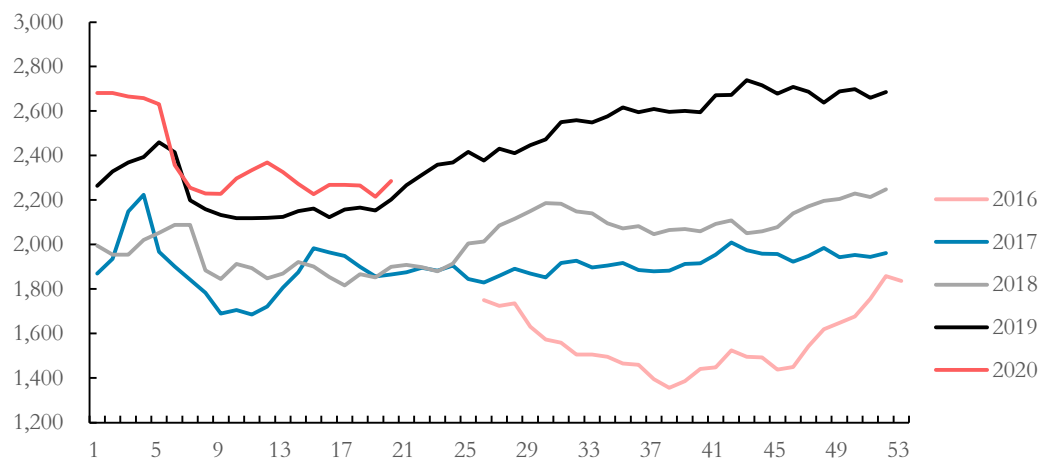
数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

2.4 焦煤库存变化

春节后, 因为煤矿复产延迟和交通管制导致了短期内主焦煤供不应求的情况, 炼焦煤库存大幅下降, 而随着煤矿的快速复产伴随着钢厂减产, 炼焦煤供需转变, 库存开始回升。从目前库存结构来看, 炼焦煤煤矿库存和港口库存位于高位, 独立焦化厂和钢厂焦煤库存相对较低。由于焦煤现货价格内外价差较大, 国内价格高, 近期价格弱势运行, 因此, 焦化厂和钢厂基本按需采购, 保持了相对较低的库存水平。

图 13: 矿山+焦化厂+钢厂+港口简单相加合计库存

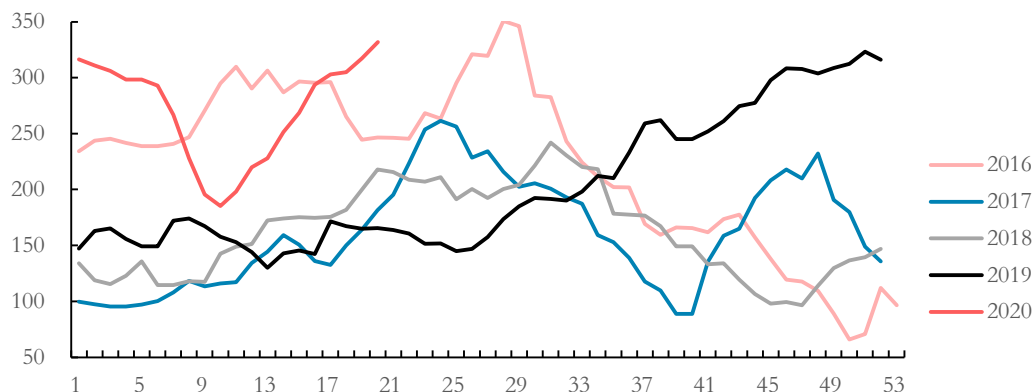
单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 14: 炼焦煤煤矿库存

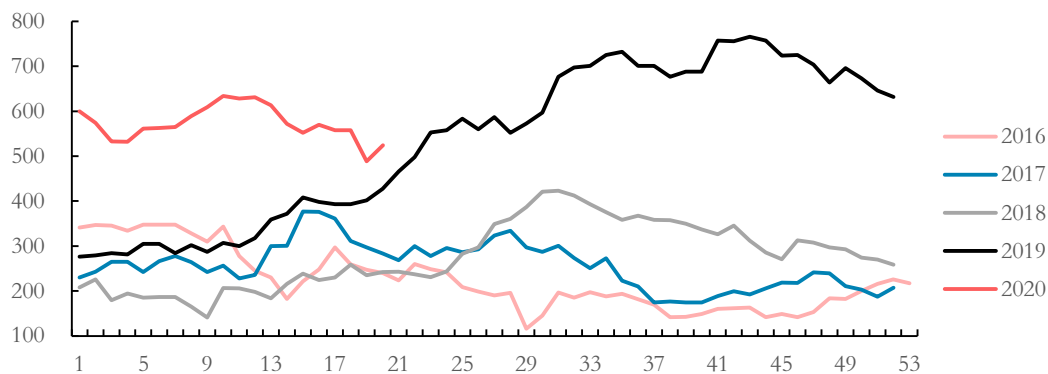
单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 15: 六港合计焦煤库存

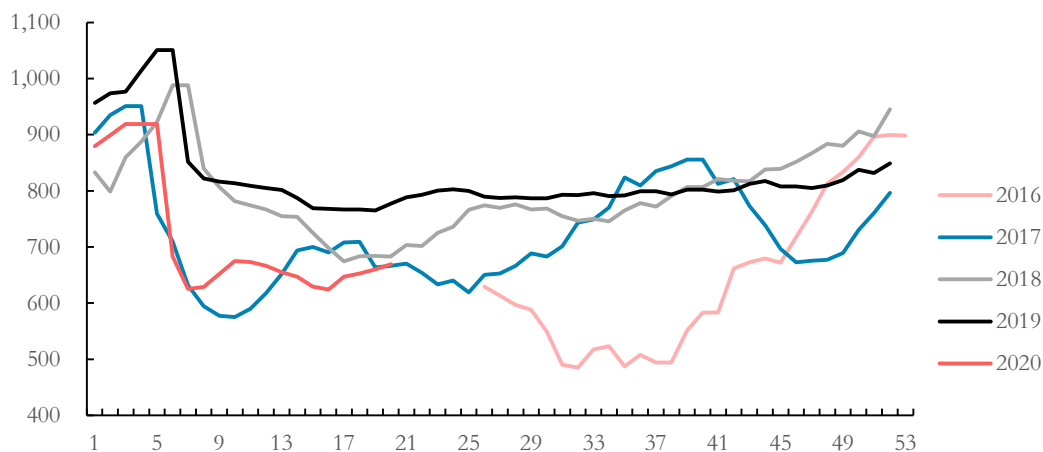
单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 16: 100 家独立焦化厂焦煤库存

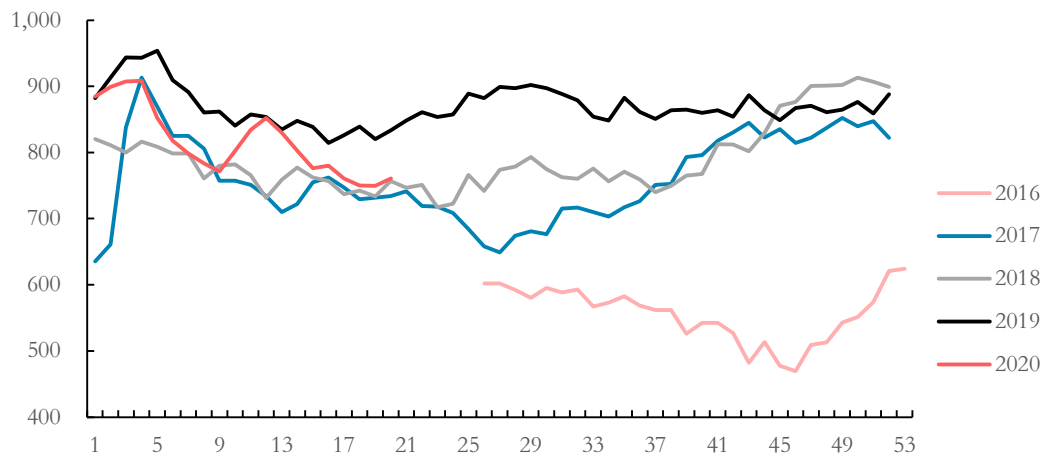
单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 17: 110 家钢厂焦煤库存

单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

三、 焦炭: 供需双旺, 各地去产能可期

3.1 焦炭供应同比小幅下降, 环比增加

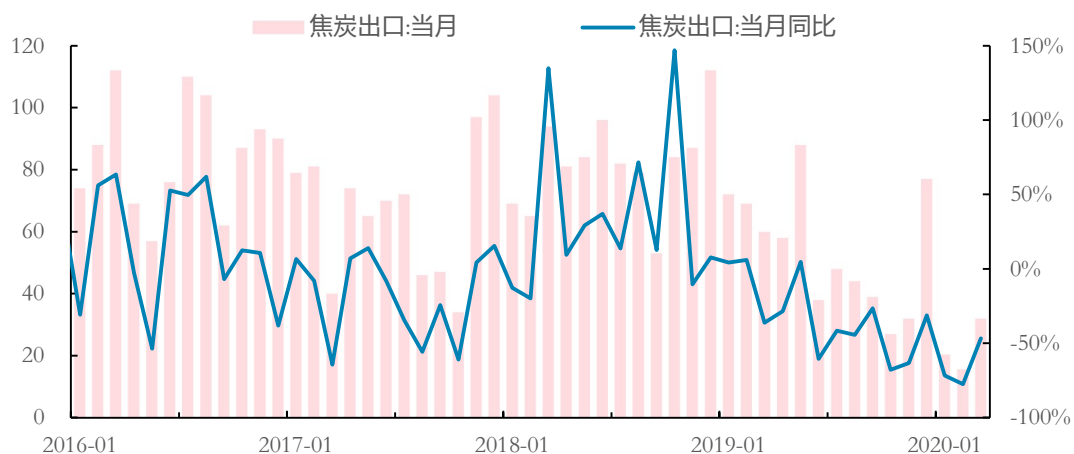
具体详见 2.3 章节。

3.2 焦炭出口回落明显 进口逐渐增加

2020 年一季度, 焦炭出口 68.2 万吨, 同比下降 65.9%。其中 1~2 月份出口量大约 36 万吨, 3 月份出口量大约 33 万吨。近两年来, 焦炭出口同比大幅下滑。出口减少的主要原因是受海外国家经济萎靡, 需求减少, 今年以来更是叠加疫情影响, 海外钢厂减产力度加大, 焦炭整体需求下滑。进口方面, 1~3 月份, 我国焦炭及半焦炭进口量 21.5 万吨, 同比大幅增加, 但绝对量依然有限。

图 18: 中国焦炭出口数量当月值及同比

单位: 万吨, %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 中国焦炭进口数量当月值

单位: 万吨



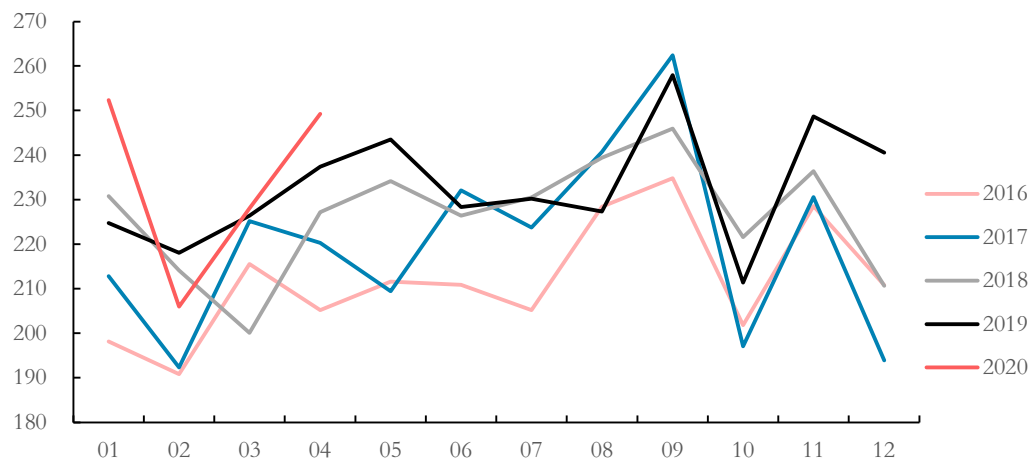
数据来源: Wind 华泰期货研究院

3.2 焦炭需求持续向好，生铁产量内强外弱

据华泰期货研究院测算，1-4 月份全国生铁产量同比增加 4.2%，生铁产量保持了较高的同比增速，增幅较大的主要是在 1 月份和 4 月份，有效带动了国内焦炭的消费。

图 20: 生铁月度日均产量

单位: 万吨

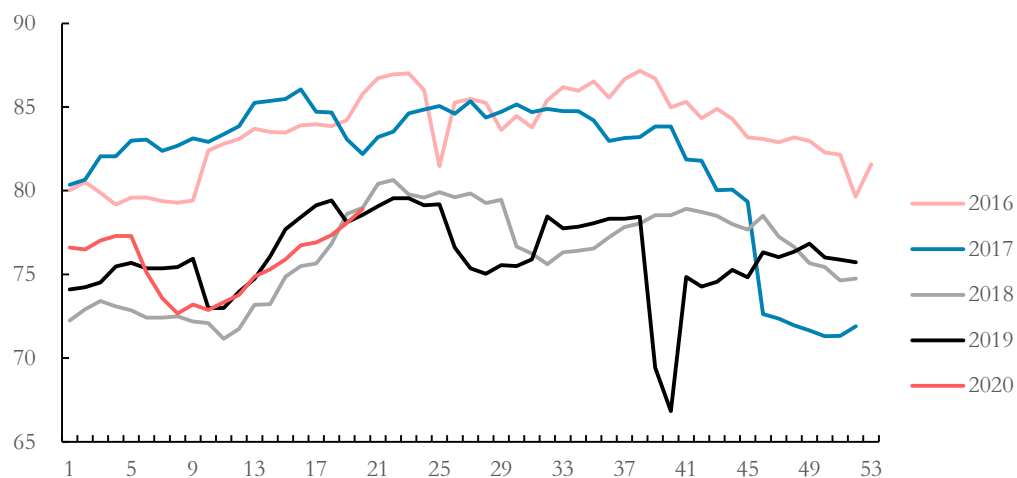


数据来源: 华泰期货研究院

从钢厂的生产情况来看，钢厂高炉产能利用率仍处于上升阶段，但增幅相对有限。截至上周，全国钢厂高炉产能利用率 78.9%。而从往年的情况来看，钢厂产能利用率在上半年有望达到 80%左右的高点，因此全国钢厂高炉产能利用率或仍有 3 个百分点左右的提升空间。

图 21: 全国 163 家高炉产能利用率

单位: %

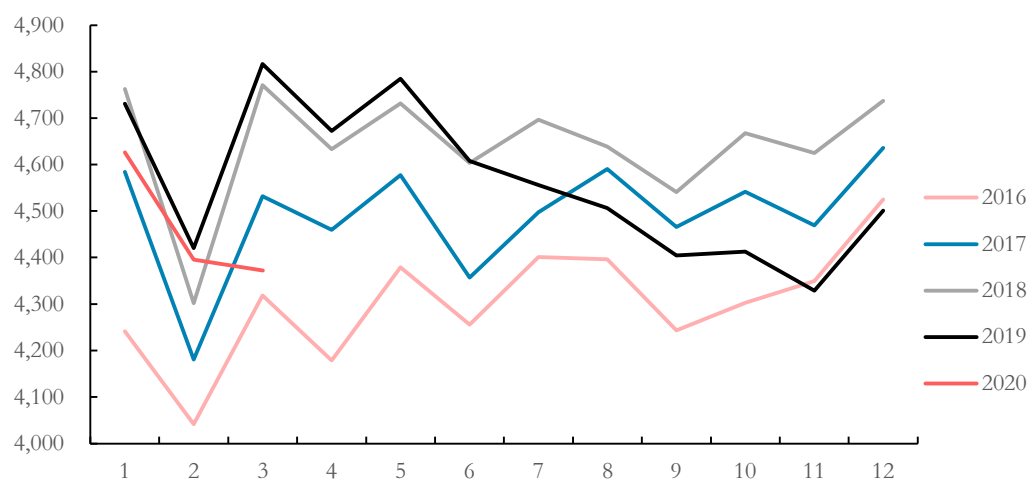


数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

海外方面,自去年3月份以来,国外生铁产量持续同比下滑,今年3月份,叠加疫情影响,除中国外全球生铁产量同比下降至9.2%,降幅进一步加大,因此,海外焦炭需求将进一步减弱。

图 22: 全球(除中国外)生铁产量当月值

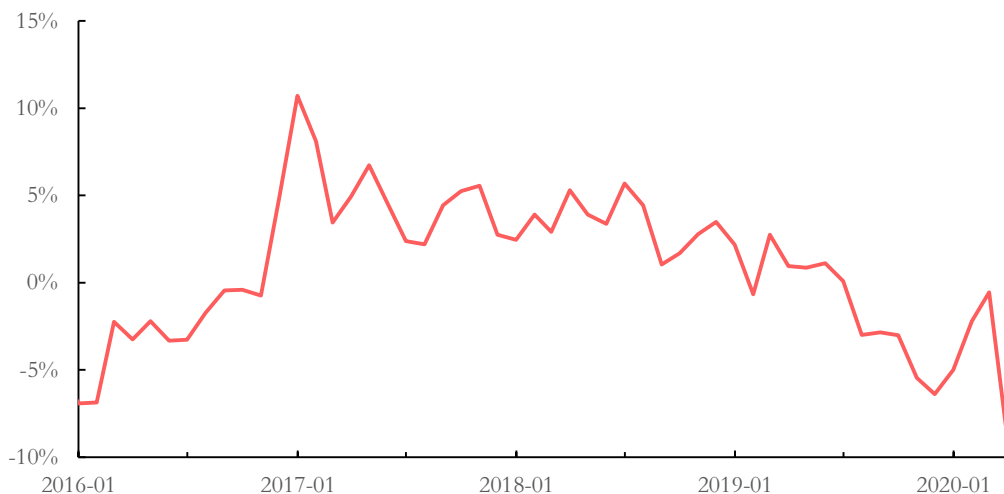
单位: 万吨



数据来源: 世界钢铁协会 华泰期货研究院

图 23: 全球 (除中国外) 生铁产量当月同比

单位: %



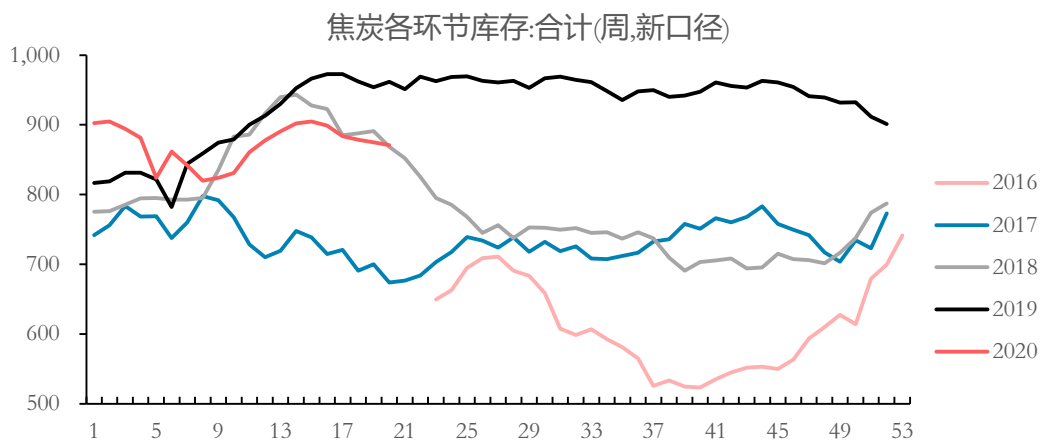
数据来源: 世界钢铁协会 华泰期货研究院

3.3 焦炭库存

从焦炭的库存总量上来看, 焦炭库存近期连续下降, 焦炭供需边际上的改善已经在库存上体现。在下游需求偏好的带动下, 焦化厂与钢厂焦炭库存有所下降, 目前港口库存处于抬升态势, 但整体库存处于下降趋势, 对于焦价起到支撑作用。但仍需警惕港口库存累库情况, 导致对于焦价的上涨高度压制。

图 24: 焦炭各环节库存: 合计(周, 新口径)

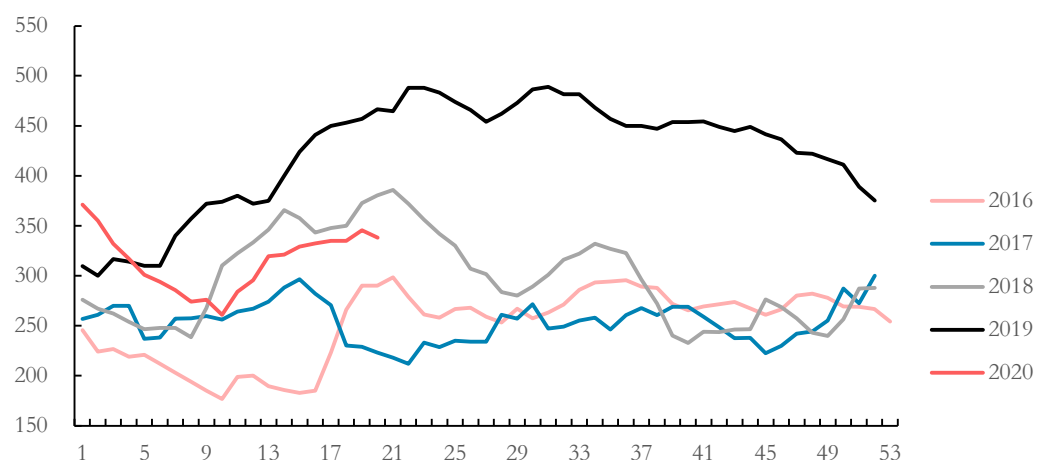
单位: %



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 25: 港口焦炭库存(周)

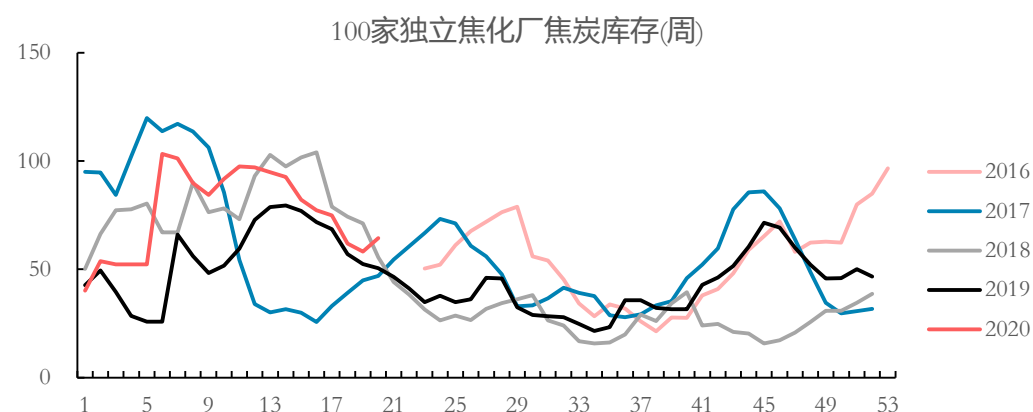
单位: %



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 26: 100 家独立焦化厂焦炭库存

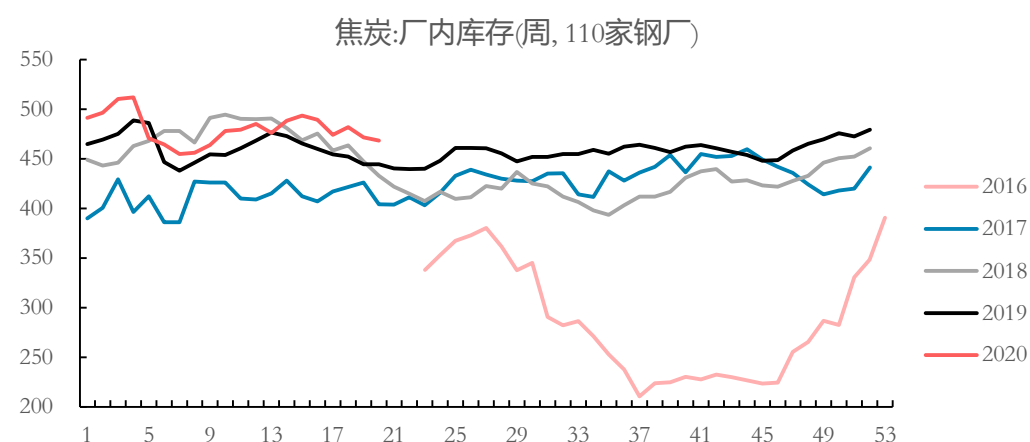
单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

图 27: 110 家钢厂焦炭库存

单位: 万吨



数据来源: Mysteel 华泰期货研究院

3.4 去产能政策对供给端影响

(1) 山东省煤炭消费压减对焦炭产量影响

自 2019 年下半年，山东执行焦化去产能政策，压减产能 1686 万吨，考虑到部分焦企居民供暖需求，山东去产能分两步走，2019 年压减焦化产能 1031 万吨，2020 压减 655 万吨。截止目前，山东已退出焦化产能将近 1600 万吨，基本完成压减产能任务。近日市场上传出山东省煤炭消耗超标的情况，引起市场广泛关注，正式文件尚未出台。2019 年 7 月山东省人民政府就发布《山东省煤炭消费压减工作总体方案（2019—2020 年）》，明确提出 2020 年全省煤炭消费压减 3700 万吨，其中焦化行业煤炭消费压减任务 2100 万吨。截止目前山东已退出焦化产能 1600 万吨，对应煤炭消费量大约 2100 万，但企业由于种种因素并不能满产，实际煤炭消费压减量小于 2100 万吨，这样算焦化行业煤炭消费压减任务并未完成。因此，山东省“以煤定焦”政策如何实施需重点跟踪。如果按照煤炭实际消耗完成 2100 万吨煤炭压减任务，后期山东焦化产能利用率将有一个大度的下降，对整个焦炭市场会产生很大的影响。

(2) 山西省焦炭产能执行计划

2020 年 3 月 10 日，山西省办公厅发布《关于印发山西省打赢蓝天保卫战 2020 年决战计划的通知》，坚决完成 2020 年打赢蓝天保卫战任务，通知中提及对太原、临汾、**长治**等市县**按照压减方案**，进行 4.3 m 及以下焦炉淘汰及焦化产能压减。2020 年采暖季前，全省关停淘汰压减焦化产能 2000 万 t 以上，并继续加快重污染企业搬迁退出工作，同时，山西地区存在新增产能，新增产能有望大部分覆盖去产能任务。由于山西去产能初步定在采暖季前完成，就山西去产能政策的实施情况，目前没有实质性行动，目前对焦化行情影响有限，后期仍需重点跟踪。

(3) 江苏徐州地区焦化去产能

根据徐州市政府工作要求，为加快推进徐州市 2020 年十项重点任务，全面完成钢铁、焦化、水泥、热电行业等行业布局优化和转型升级，按照徐州市《2020 年五大行业整合整治工作方案》，徐州市 11 家焦化企业，优化整合形成 3 家综合性焦化企业，焦化产能压减 50%。2020 年 6 月底，徐州地区保留的焦企为徐州龙兴泰能源科技有限公司、徐州建涛能源、徐州天裕集团，总保留焦化设计产能为 859 万吨，预计 2020 年 6 月之后将退出 680 万吨焦化产能，但同步产能置换后的新增产能 260 万吨，所以退出产能 400 万吨左右。

总体来看，山东、山西和徐州的去产能政策都将对焦炭供给产生较大影响，如按要求执行都将会阶段性影响焦炭供需平衡，从而对焦炭价格产生较大影响。

四、 结论

焦煤方面，供应端近期国内受两会影响产量预计将有所下降，但降幅有限，而进口煤方面受到政策限制，同样环比将有所回落，中期看，整体供应前紧后松；而需求方面，焦化利润尚可，产量处于正常状态，在需求不减、利润尚可的情况下，焦煤需求有望保持偏高水平；整体库存近期有望继续回落，尤其港口库存环比将下降，而矿山焦煤库存持续保持高位，焦化厂和钢厂库存仍维持按需采购，保持正常水平。长期看，焦煤将保持偏宽松状态，叠加内外价差较大，海外焦煤价格将对国内不断形成冲击，因此，焦煤价格将偏弱势运行。

焦炭方面，产量目前处于正产状态，后期焦煤供给偏宽松，价格弱势运行，产量有望增加，但从焦化厂开工率来看，焦煤产量增幅有限，而在消费端，生铁产量不断提高，近期仍有望进一步提升，因此，短期焦炭有望保持继续降库态势。目前成材端消费强劲，去库顺畅，价格上涨明显，对焦炭价格形成一定支撑。而后期需结合山东、山西和徐州去产能政策及执行情况而定，如按期执行，都将会阶段性影响焦炭供需平衡，从而对焦炭价格产生较大影响。

后期来看，焦煤及焦炭市场供需变化点主要集中于三个方面，一是国产煤产量变化和焦煤进口政策收紧情况，二是各地区焦化政策及实施情况，三是后期钢材需求情况。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com