

进口增量供应宽松，关注政策变化



东证期货
ORIENT FUTURES

走势评级：焦煤/焦炭：震荡
报告日期：2023 年 6 月 30 日

王心彤 资深分析师(黑色产业)
从业资格号：F03086853
投资咨询号：Z0016555
Tel: 8621-63325888-1596
Email: xintong.wang@orientfutures.com

★焦煤：进口增量，供应宽松

供应方面煤炭保供政策延续，国产以稳产量为主。进口方面蒙煤增量明显，若按目前通关推算预计今年蒙煤进口量将为历史极值，蒙煤下半年进口压力较大，同时俄煤进口维持高位，所以焦煤供应依然宽松。需求方面虽然全年需求同比有所上升，但下半年环比或有下滑，加之粗钢平控未定，原料需求难言乐观。因此供应端暂未看到明显减量但需求有下滑预期，预计后期焦煤将有垒库。

★焦炭：需求引导，关注产能政策

目前焦化处于产能过剩阶段，同时下半年焦化仍有新增产能计划，但就今年利润来看，预计部分新增产能会延迟投放进度。与此山西十四五规划中，要求今年年底前 4.3m 焦炉全部退出，如果政策集中执行，将会造成短时间的供需错配，从而造成市场波动。但整体来看当下焦化总产能约过剩 15%左右，若山西 4.3 米焦炉退出以后，总量上焦化产能仍处于过剩状态，因此需求仍为核心因素，若下半年随着需求环比下降，焦炭或跟随下行。

★双焦市场展望及投资建议：

焦煤国产方面以保产量为主，蒙煤进口大幅增加俄煤进口维持高位，供应端暂未看到明显减量。焦炭产能过剩，供给弹性较大，利润维持低位。需求方面下半年基建方面资金情况环比上半年减少，加之去年下半年基数较高，因此地产需求同比难看到明显增幅，同时粗钢平控未定，原料需求下滑，加之焦煤和蒙煤三季度长协有下调预期，因此双焦价格中枢仍有下行压力。预计焦煤价格中枢运行的主要区间在 1100—1800 元/吨。焦炭若无政策干扰情况下，供给过剩利润低位，焦炭价格中枢在 1700-2450 元/吨。

★风险提示：

双焦价格趋势上行风险在于突发事件影响煤矿开工率下滑，需求超预期增量，以及政策支持需求变化上行。

目录

1. 2023 年上半年焦煤、焦炭市场回顾	4
2. 焦煤：进口高位，供应宽松	5
2.1 煤炭保供背景下国产高位稳定	5
2.2 进口大幅增加，冲击市场	7
2.3 下游保持低库存状态，补库情绪一般	11
2.4、独立洗煤厂和贸易商亏损较大，中间环节压缩	12
2.5 焦煤供需总结及平衡表	13
3. 焦炭：利润低位，关注产能变化	14
3.1 淘汰落后产能关注执行情况	14
3.2 焦化利润维持低位	14
3.3 下游库存低位	15
3.4 焦炭供需总结及平衡表	16
4. 2023 下半年煤焦市场投资建议	16
5. 风险提示	17

图表目录

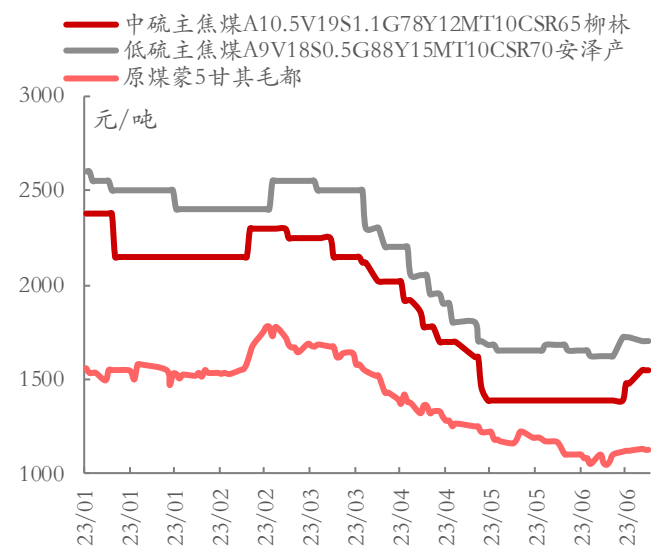
图表 1: 炼焦煤现货价格	4
图表 2: 焦炭现货价格	4
图表 3: 焦煤基差	5
图表 4: 焦炭基差	5
图表 5: 中国炼焦煤产量	6
图表 6: 山西炼焦煤产量	6
图表 7: 国内炼焦煤矿开工率	6
图表 8: 山西炼焦煤矿开工率	6
图表 9: 我国炼焦煤进口量	7
图表 10: 我国主要炼焦煤进口国	7
图表 11: 我国蒙古炼焦煤进口量	8
图表 12: 甘其毛都口岸通关车辆数	8
图表 13: 口岸蒙 5 原煤价格	8
图表 14: 短盘运费	8
图表 15: 澳洲焦煤发运量	9
图表 16: 澳煤进口利润变化	9
图表 17: 俄罗斯炼焦煤发运量	10
图表 18: 俄罗斯炼焦煤发运至中国	10
图表 19: 俄罗斯炼焦煤进口量	10
图表 20: 山西高硫煤价格	10
图表 21: 煤矿焦煤库存	11
图表 22: 钢厂炼焦煤库存	11
图表 23: 焦化厂焦煤库存	12
图表 24: 洗煤厂焦煤库存	12
图表 25: 焦煤总库存	12
图表 26: 2023 焦煤供需平衡表 (单位: 万吨)	13
图表 27: 全国焦炉产能分布 (万吨)	14
图表 28: 全样本独立焦企开工率	15
图表 29: 焦化利润和焦化开工率	15
图表 30: 钢厂焦炭库存	15
图表 31: 焦化厂焦炭库存	15
图表 32: 2023 焦炭供需平衡表 (单位: 万吨)	16

1. 2023 年上半年焦煤、焦炭市场回顾

2023 年上半年国内经济围绕弱复苏进行，但整体需求不及预期，地产周期启动乏力，加之焦煤供应宽松，双焦市场持续下行。

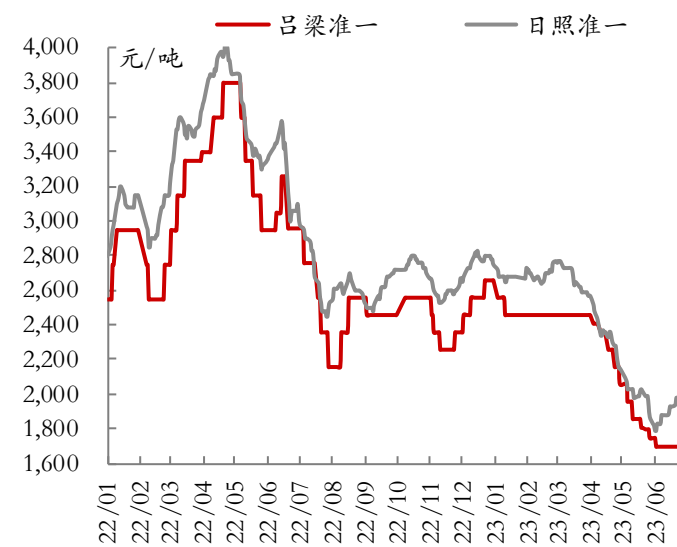
具体来看，一月份由于春节假期影响，市场交投清淡，因此盘面震荡走势为主，节前整体变化不大。进入二月初，春节刚刚结束，交投清淡，市场暂未复苏，市场人士多等待基本面变化。至 2 月中，随着下游钢厂开始复产，铁水产量爬升，需求支撑，加之市场对于疫情放开后第一年的需求复苏预期较好，因此盘面上行。到 2 月末铁水攀升后下游钢材需求较弱，黑色系整体需求不及预期，弱现实压力下盘面小幅回落下行。1-2 月份价格的上涨主要在 2 月预期及补库支撑下完成。3-5 月双焦盘面大幅下行。二季度下行除了基本面的因素外，也有预期的叠加。基本面来看，上半年焦煤国产供应稳定，焦炭产能过剩，国产端供应偏宽松。进口方面，澳煤放开进口，加之蒙煤通关成倍增加，因此双焦处于供应宽松阶段。但同时需求却没有明显好转，房地产仍处于同比下滑趋势，加之钢材价格下滑钢厂利润低位，因此原料价格跟随下行。同时上半年铁水高位，但粗钢平控政策消息频出，同时地产恢复弱于预期，市场普遍对于下半年需求偏弱预期，因此原料价格一路下行。

图表 1：炼焦煤现货价格



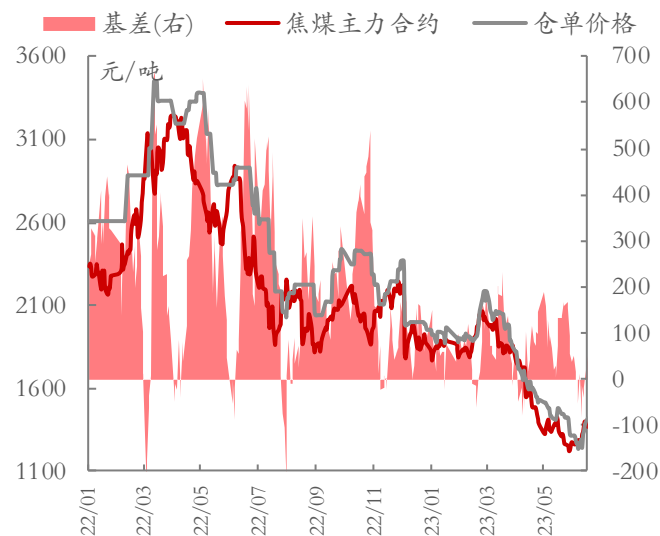
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 2：焦炭现货价格



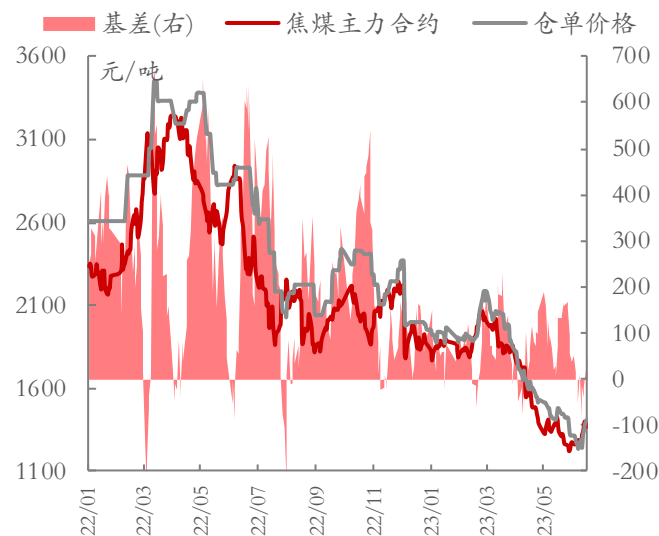
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 3: 焦煤基差



资料来源: Mysteel, Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 焦炭基差



资料来源: Mysteel, Wind, 东证衍生品研究院

2.焦煤: 进口高位, 供应宽松

2.1 煤炭保供背景下国产高位稳定

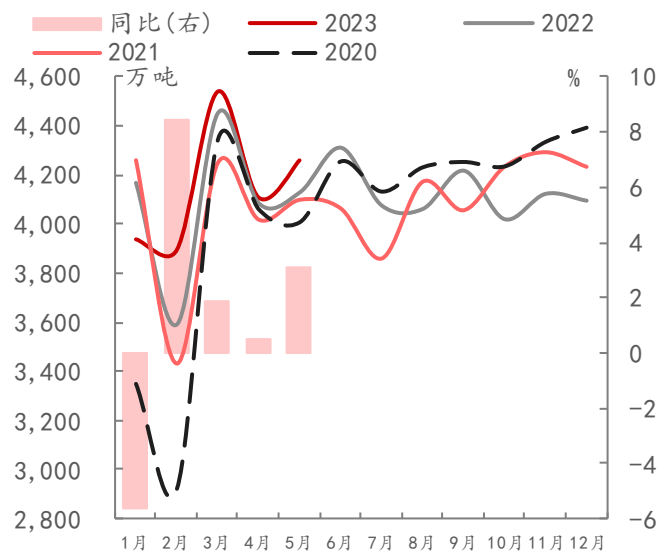
从去年延续至今的煤炭保供大背景下, 各省都有保供指标, 因此稳定的焦煤供应是主要任务。所以看到今年一些供应端的扰动因素对焦煤的生产影响逐渐减小, 焦煤的生产更趋向于平稳化。对于国企大矿来看, 完成产量指标更为重要。从统计局数据来看, 截止 2023 年 5 月, 我国原煤累计产量 19.12 亿吨, 同比增加 4.8%; 截止 2023 年 4 月, 我国炼焦煤累计产量 1.65 亿吨, 同比增加 1.05%。

今年以来焦煤价格大幅下行, 但对于目前的煤矿来说利润尚可, 因此在市场对未来需求预期下滑情况下, 部分民营煤矿在当前利润维持较高产量来获得现金流, 以免后续煤价下滑后利润收缩。虽然期间由于煤矿库存顶库出现过部分时间减产, 但近期已经有所恢复。并且一般煤矿有年度产量定量, 因此在生产恢复后会补足减产产量。

分地区来看, 近几年随着部分煤矿的整改, 包括部分落后危险产能的退出, 其他地区的焦煤产能逐渐减少, 焦煤供应逐渐向山西地区集中。因此山西地区焦煤产量的增减将会直接影响国内焦煤供应量。

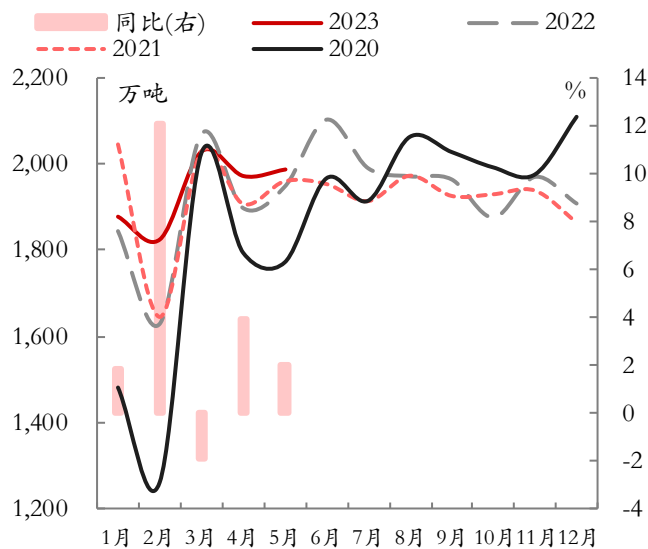
同时随着煤矿开采的逐渐深入, 部分易开采煤矿资源逐渐减少, 因此不同煤种指标也发生了变化, 就今年以来焦煤灰分越来越高, 优质煤资源减少, 焦煤选洗率也在逐年下降。

图表 5: 中国炼焦煤产量



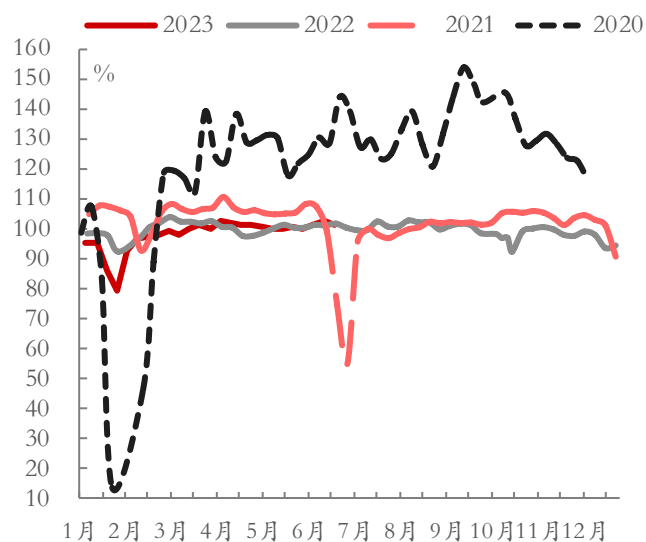
资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表 6: 山西炼焦煤产量



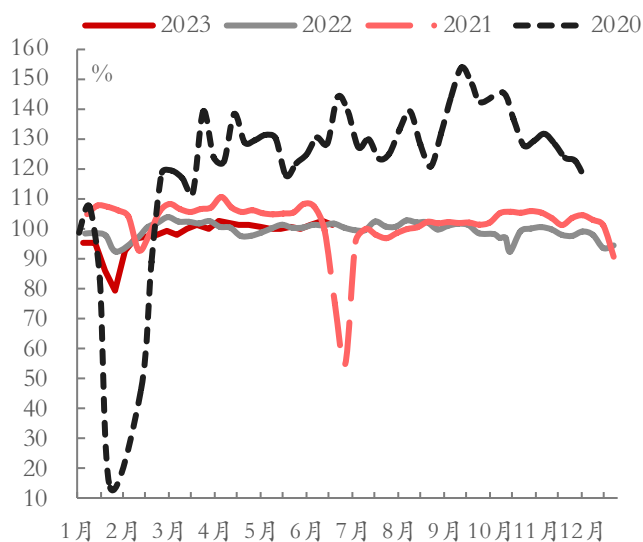
资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表 7: 国内炼焦煤矿开工率



资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表 8: 山西炼焦煤矿开工率



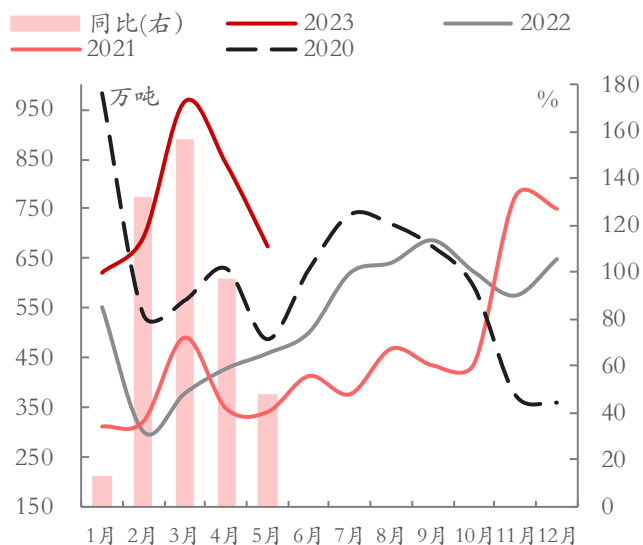
资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

下半年来看，煤炭保供政策延续，国产端预计不会有明显减量，虽短期会出现因煤矿库存顶库被动减产，但后期也会补足产量。一些突发性和大型会议事件对煤矿生产的影响将逐渐减弱，以稳定生产为主。因此国产维持高位，未看到明显减量情况。

2.2 进口大幅增加，冲击市场

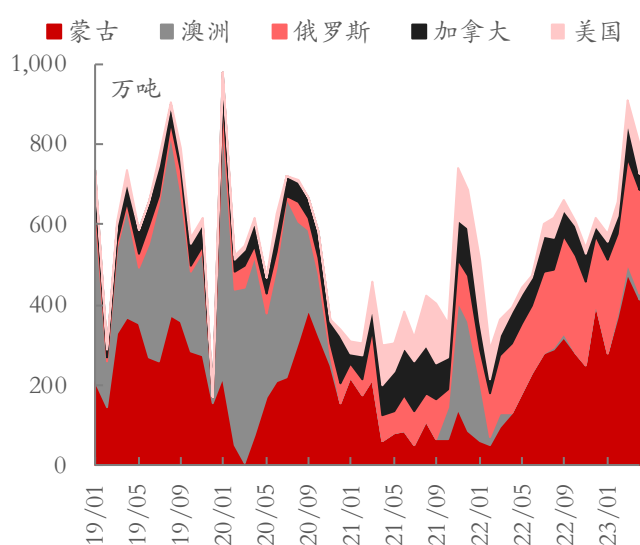
在国产端持稳情况下，今年供应端的主要增量来自于进口，其中增量明显的为蒙煤的进口。截止2023年5月，中国累计进口炼焦煤3771万吨，同比增幅79%。

图表9：我国炼焦煤进口量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：我国主要炼焦煤进口国



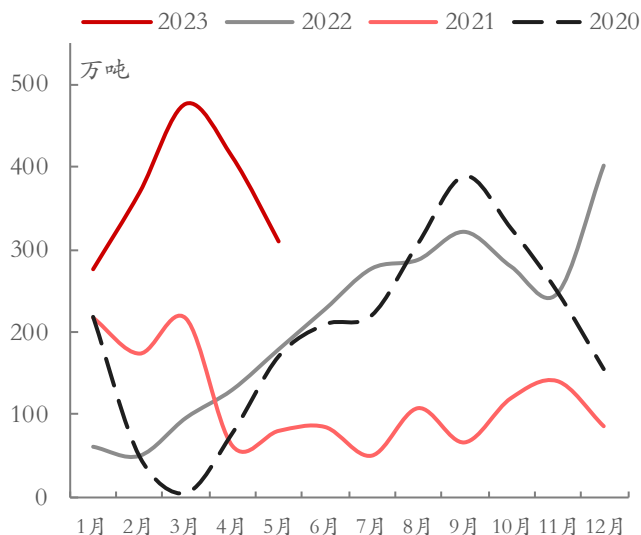
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

蒙煤方面，随着疫情的逐渐缓解，蒙煤进口量逐步上升，通关持续高位，其中甘其毛都通关车辆数基本稳定在千车左右，接近疫情前历史高位。截止今年4月，我国累计进口蒙古焦煤1533万吨，同比增加3.5倍。若按目前蒙煤进口量外推，今年全年蒙煤进口量将达到4500万吨，将为历史极值。因此蒙煤后期进口压力较大。

关于目前大家比较关注的结算方式，蒙煤通常为季度长协定价，但今年蒙方想要打破该结算方式，改为边境价的销售模式，因为这会使得短盘运输的利润归蒙方所有，同时边境价竞拍也更容易推高蒙煤价格，但目前具体情况中蒙双方仍在协商与博弈，后期或形成以长协为主边境结算为辅的双轨制。

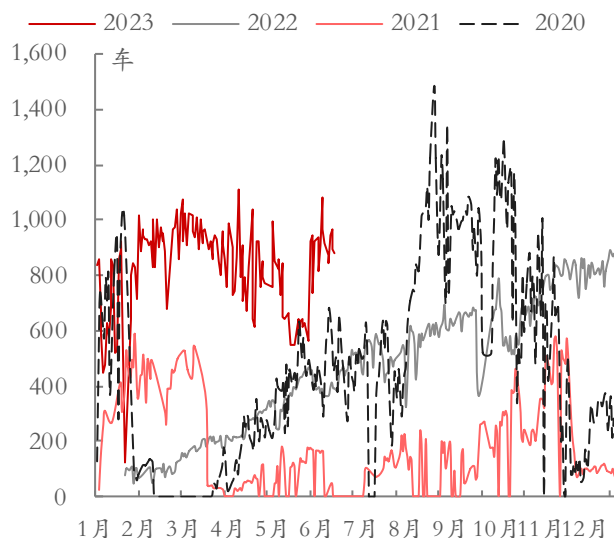
蒙煤价格一般季度定价后进口价格波动跟随国内煤价格，波动主要为短盘运费部分。今年二季度以来，随着国内煤价格下跌，基本已经将短盘运费压致较低位置，但目前蒙煤进口依然无优势，盘面对标交割品最低为山西煤。因此市场目前普遍预期三季度蒙煤长协价格将有所下调，下调幅度为20-30美金/吨，若后期实际变动不一致，将会对市场产生影响。届时会去锚较低的蒙煤价格，蒙煤通关或也会随之增加。

图表 11: 我国蒙古炼焦煤进口量



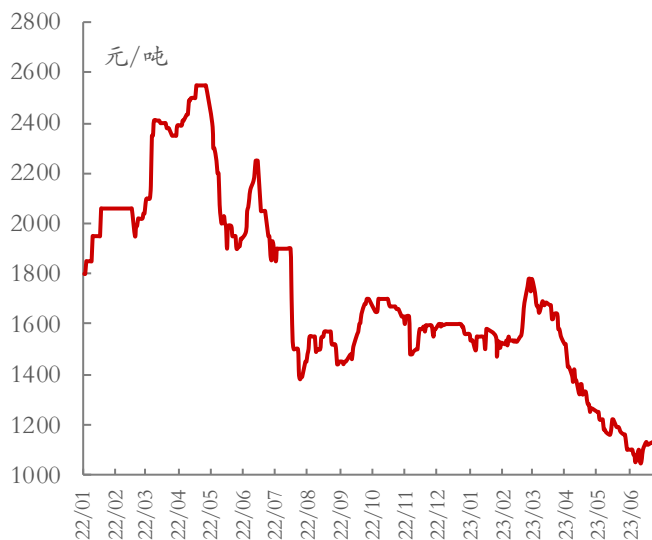
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 12: 甘其毛都口岸通关车辆数



资料来源: 掌上煤焦, 东证衍生品研究院

图表 13: 口岸蒙 5 原煤价格



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 14: 短盘运费

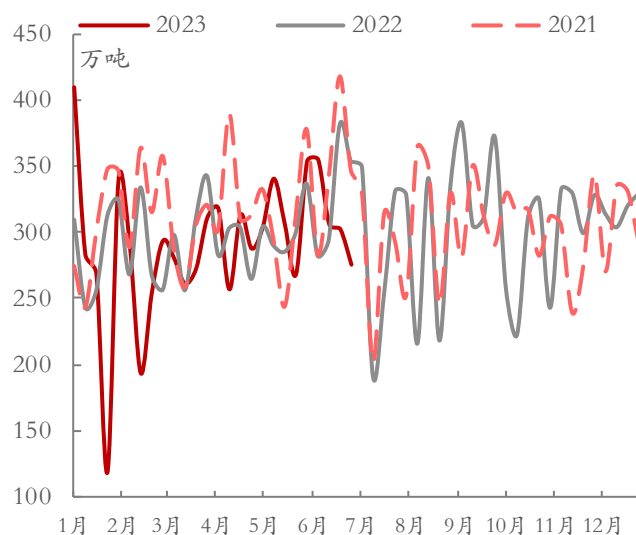


资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

澳洲方面，澳煤今年最大的变化就是来自于进口政策的转向，从之前禁止进口到允许部分企业进口，再到目前为完全放开，政策方面已无限制，但进口量的关键仍在于进口利润的问题。目前澳煤进口利润仍在-200 元/吨左右，进口倒挂，因此澳煤进口较少。

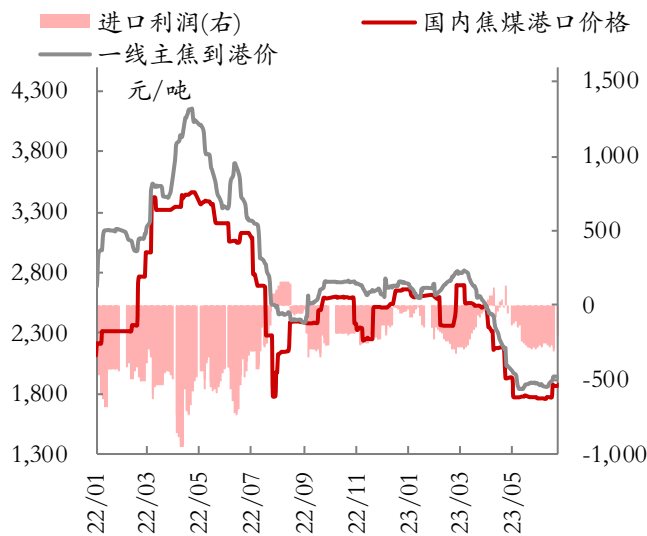
后期来看，虽然部分钢厂和澳洲矿山已经采取了点对点采购，但要看到澳煤进口量的实际增加，仍然取决于进口利润窗口，下半年来看，随着海外补库节奏结束，海外需求弱势，下半年澳煤不乏下跌可能，届时若澳煤进口利润窗口打开，或有澳煤增量压力。

图表 15: 澳洲焦煤发运量



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

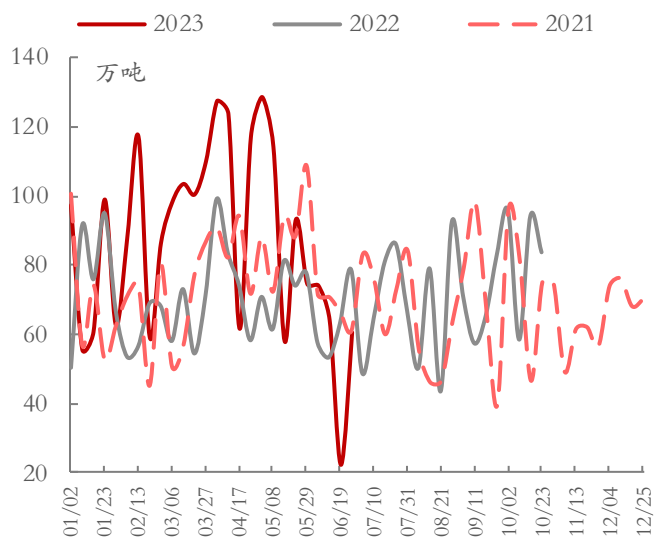
图表 16: 澳煤进口利润变化



资料来源: Mysteel, 汾渭, 东证衍生品研究院

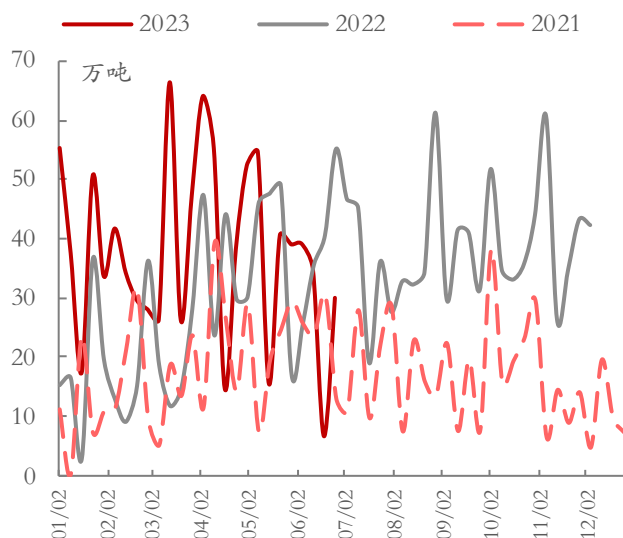
俄煤方面，虽然澳煤进口政策放开同时蒙煤进口高位，但俄罗斯煤的进口量并无明显下降，主要是由于下游工厂部分配煤使用支撑。指标来看虽然俄罗斯煤强度有限，但硫含量偏低，因此搭配国内高硫煤使用可降低成本。今年在利润普遍偏低情况下，钢厂更偏向于添加俄罗斯煤来降低成本。因此后期俄煤或维持进口量。

图表 17: 俄罗斯炼焦煤发运量



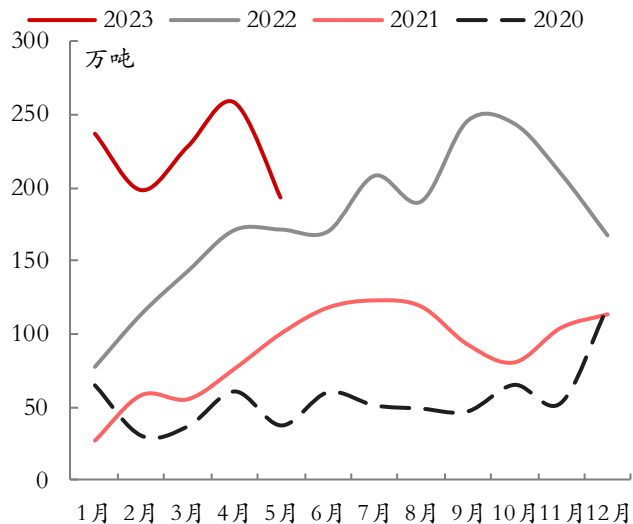
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 18: 俄罗斯炼焦煤发运至中国



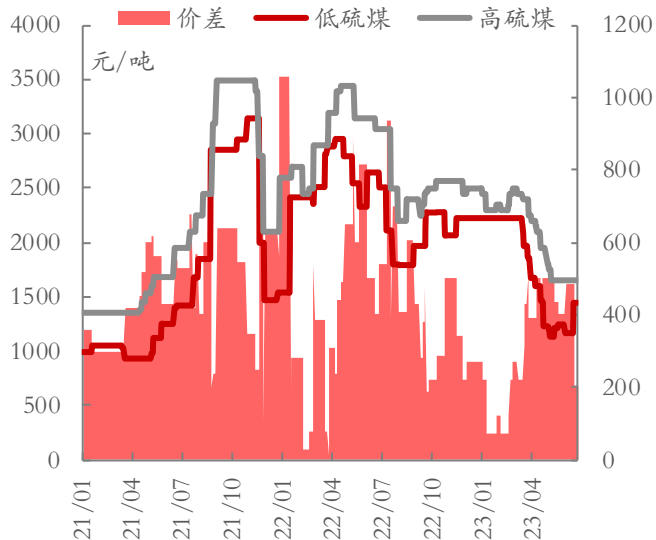
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 19: 俄罗斯炼焦煤进口量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 20: 山西高硫煤价格



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

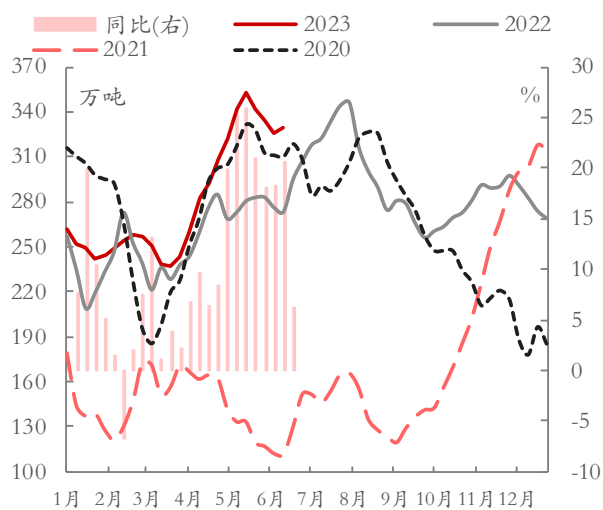
2.3 下游保持低库存状态，补库情绪一般

今年以来焦煤库存结构一直为焦化厂低库存，煤矿高库存。在焦煤供需偏宽松情况下，加之2月后焦煤价格不断下滑，焦化厂多维持低库存状态，目前多数焦化厂存煤量为两到四天，高位的基本在七天左右。焦化厂基本不再自己囤原料库存，而是把煤矿和洗煤厂等上游作为库存储备地。

焦化厂的低库存也再一次反映了焦煤宽松的格局，因为在购买相比较容易的情况下才会降低常备库存。

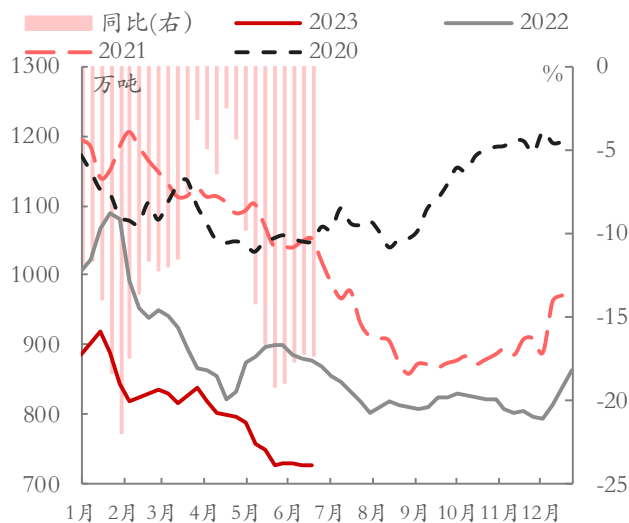
而对于煤矿来看，在“煤不落地”政策下，煤炭都以筒仓和大棚储存为主，因此大大降低了煤矿端的存煤能力，在下游采购下降情况下，煤矿被动垒库从而造成胀库现象，因此煤矿不得不被动减产。

图表 21：煤矿焦煤库存



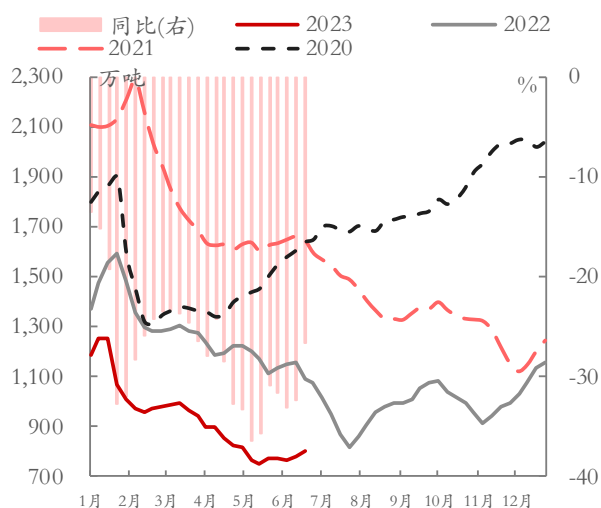
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 22：钢厂炼焦煤库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 23: 焦化厂焦煤库存

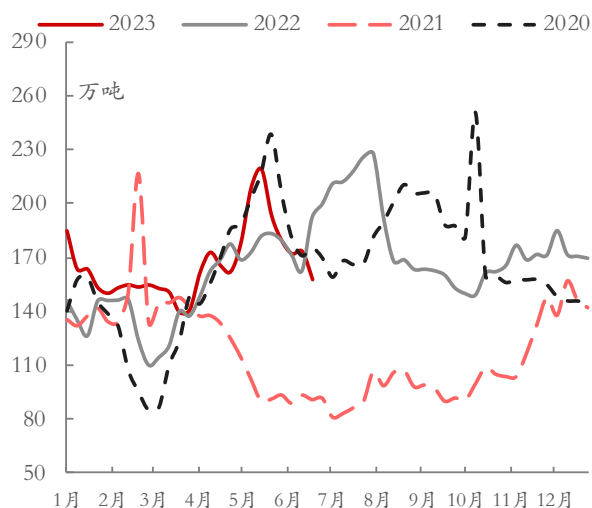


资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

2.4、独立洗煤厂和贸易商亏损较大，中间环节压缩

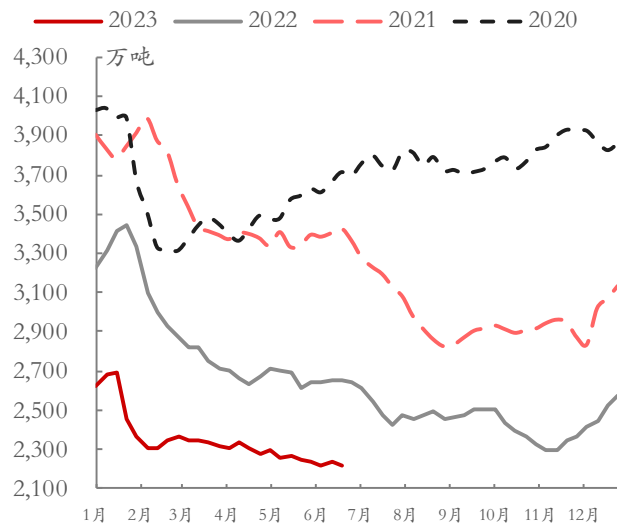
今年以来在价格下跌过程中，洗煤厂和贸易商这类靠低买高卖需要囤积库存类型的企业亏损较大。部分中大型洗煤厂为保留长协客户依然亏损按量发货，部分小型贸易商已面临亏损倒闭。贸易商今年同样由于不断亏损面临洗牌，已有部分贸易商退出市场，因此焦煤中间环节库存量减少，价格弹性增加。

图表 24: 洗煤厂焦煤库存



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 25: 焦煤总库存



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

2.5 焦煤供需总结及平衡表

下半年来看，供应方面，煤炭保供政策延续，国产端预计不会有明显减量，虽短期会出现因煤矿库存顶库被动减产，但后期也会补足产量。一些突发性和大型会议事件对煤矿生产的影响将逐渐减弱，以稳定生产为主。进口方面，蒙煤增量明显，若按目前蒙煤进口量外推，今年全年蒙煤进口量将为历史极值。因此蒙煤后期进口压力较大。俄煤由于使用习惯问题，依然维持高进口。因此整体供应高位。

需求方面，上半年整体需求好于年初预期，虽然地产新开工下滑明显，但基建发力，带来部分需求增长。看到下半年，根据东证钢材和铁矿半年报综述，地产依然处于疲弱趋势，同时基建方面资金情况环比上半年减少，加之去年下半年基数较高，因此整体需求同比难看到明显增幅，同时粗钢平控背景下，原料需求难言乐观。若全年粗钢平控政策执行，叠加废钢下降，钢联 247 铁水日均将降至 225 万吨/天。若按需求 2%增幅计算，则钢联 247 铁水在 237 万吨/天。因此如果供应不跟随下降，将会造成焦煤垒库。

价格方面，上半年供需宽松，加之钢材价格下滑钢厂利润低位，因此原料价格跟随下行。

到下半年，供应端没看到明显减量，但粗钢平控政策下，加之上半年铁水高位，后期铁水面临减量压力，因此下半年焦煤价格仍处于供需宽松格局，加之三季度蒙煤长协和国内煤长协有下调预期，预计焦煤价格中枢运行的主要区间在 1100—1800 元/吨。

图表 26：2023 焦煤供需平衡表（单位：万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022		2023E	
国产	45406	48060	48510	48992	49350	0.7%	49621	0.6%
净进口	6295	7329	7179	5464	6387	16.9%	7200	12.7%
总供应	51701	55389	55689	54456	55737	2.4%	56821	1.9%
焦炭出口需求	1299	798	67	680	1122	65.1%	1100	-2.0%
国内需求	50952	54400	55891	54970	54618	-0.6%	54859	0.4%
供需差	-550	191	-269	-1194	-3	-	863	-

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

3.焦炭：利润低位，关注产能变化

3.1 淘汰落后产能关注执行情况

在去年山西提出的十四五规划中，提到 2023 年底前 4.3m 焦炉退出的计划，因此山西市场对于 4.3 米焦炉的退出预期较足，部分工厂认为今年 4.3 米炉子退出会按照政策执行。

从数量上来看，目前山西省 4.3m 焦炉的占比仍然很大，如果全部退出的话会影响到焦化总产能的 5%左右。虽然目前焦化仍处于过剩状态，但如果政策集中时间执行，将会造成短时间的供需错配，从而造成市场波动。但在稳经济稳发展为目标的本年来看，后续计划能否完全执行仍有待观察。

同时随着前几年的产能退出，今年仍有部分新增产能。按照今年上半年铁水来算，75%的焦化产能已经足够匹配高位铁水，因此焦化产能约过剩 15%左右，若山西 4.3 米焦炉退出以后，总量上焦化产能仍处于过剩状态。

图表 27：全国焦炉产能分布（万吨）

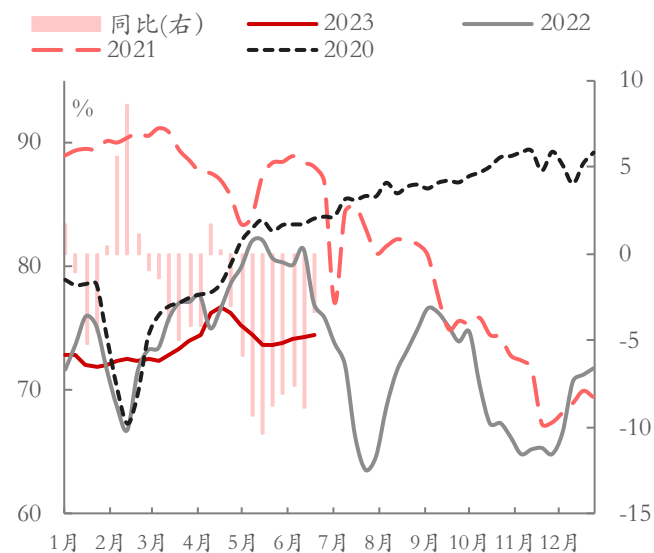
省份		山西	河北	山东	内蒙	河南	其他	总计	占比
焦炉类型	4.3 米及以下	2803	0	0	1996	0	5929	10728	19%
	5.5 米及以下	8775	7639	4385	3835	2252	18085	44971	81%
合计		11578	7639	4385	5831	2252	24014	55699	--

资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

3.2 焦化利润维持低位

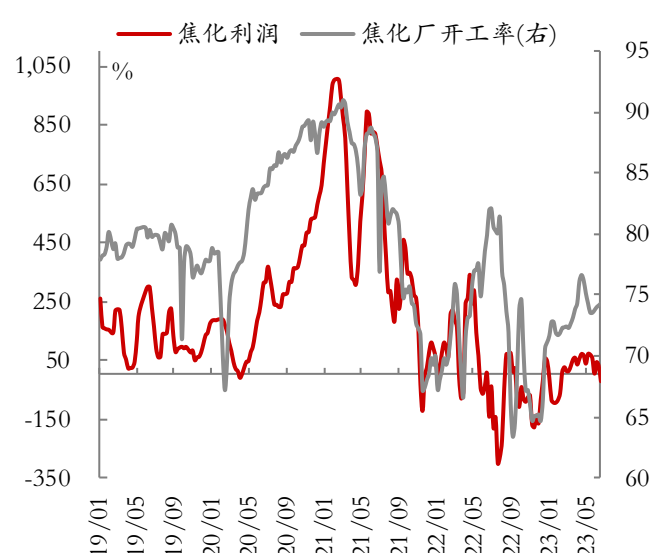
焦炭方面，对于产能过剩的焦化来说，供给弹性较大，因此焦化利润难以维持。同样上半年以来，随着焦煤价格大幅下行后，成本下移，焦炭跟随 10 轮下跌。虽然铁水维持高位，但在今年整体煤焦供应偏宽松的环境下，焦化利润难以维持，对于有化产的企业还能靠化产维持利润，其他化产较少的企业生存较难。

图表 28: 全样本独立焦企开工率



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 29: 焦化利润和焦化开工率

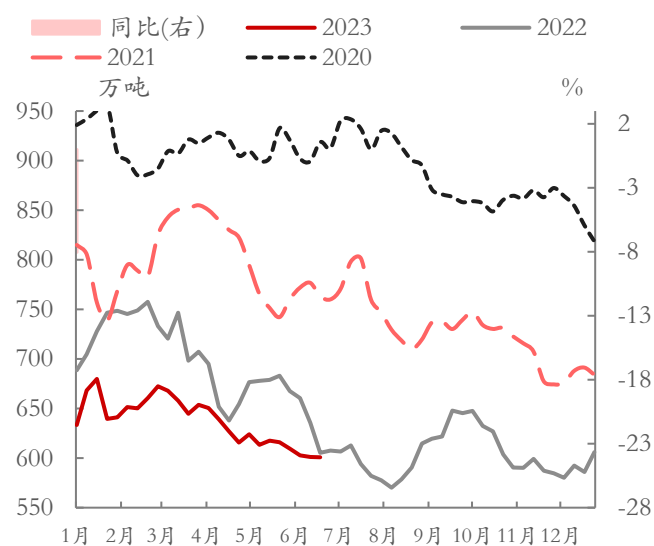


资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

3.3 下游库存低位

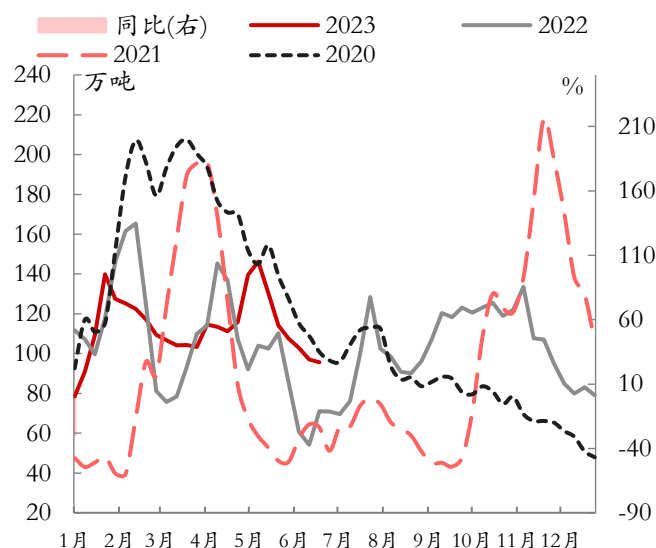
今年以来, 由于钢厂利润收缩, 加之原料供应宽松, 钢厂焦炭持续维持低库存, 目前大部分钢厂焦炭可用天数不足十天。同时钢厂对价格话语权抬升, 不断挤压焦化利润。因此低库存也会造成焦炭价格弹性较大。

图表 30: 钢厂焦炭库存



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 31: 焦化厂焦炭库存



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

3.4 焦炭供需总结及平衡表

产能方面，目前焦化处于产能过剩阶段，按上半年铁水推算，产能过剩约 20%左右。但 2023 年下半年仍有新增焦化产能计划，但就目前利润来看，预计部分计划新增产能投放进度会拖延。同时，在山西提出的十四五规划中，提到 2023 年底前 4.3m 焦炉退出的计划，因此山西市场对于 4.3 米焦炉的退出预期较足，目前山西省 4.3m 焦炉的占比约为焦化总产能的 5%左右。虽然目前焦化仍处于过剩状态，但如果政策集中时间执行，将会造成短时间的供需错配，从而造成市场波动。但最终是否推迟仍看政策执行情况。

产量方面，就目前的焦化产能来看，是足够匹配目前的铁水产量的，并且焦化开工率仍有上升空间，焦炭的供给弹性较大，所以决定焦炭产量的是需求。因此随着下半年铁水产量下滑，焦炭产量跟随下滑。

库存方面，虽然焦炭需求减少，但焦炭垒库程度或不及焦煤。由于钢厂近年来不断控制库存管理，厂内持续维持低库存，因此焦炭总库存上升幅度不大。需求倒逼焦炭或将直接体现在焦化开工率的低位。

需求方面，若粗钢平控政策执行，加之上半年铁水产量高位，叠加废钢下降，下半年焦炭需求或跟随下降。同时供给弹性较大利润维持低位，因此焦炭价格中枢在 1700-2450 元/吨。

图表 32：2023 焦炭供需平衡表（单位：万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022		2023E	
国产	43820	47126	47116	46444	47343	0.1%	47419	0.2%
净出口	977	600	50	511	844	65.2%	820	-2.8%
需求	44524	46262	47772	46178	45716	-1.0%	45917	0.4%
供需差	-1681	265	-706	-245	783	-	681	-

资料来源：公开资料整理，东证衍生品研究院

4. 2023 下半年煤焦市场投资建议

上半年焦煤焦炭市场下行的主要逻辑为进口增量，供需宽松，加之需求下行，预期走弱，双焦下行。

下半年来看，焦煤国产方面煤炭保供政策延续，以稳定生产为主。进口方面蒙煤增量明显，供应端没看到明显减量。焦炭产能过剩，供给弹性较大，利润维持低位。需求方面下半年基建方面资金情况环比上半年减少，加之去年下半年基数较高，因此地产需求同

比难看到明显增幅，同时粗钢平控背景下，原料需求下滑。双焦价格中枢仍有下行压力，因此焦煤供需宽松加之三季度蒙煤长协和国内煤长协有下调预期，预计焦煤价格中枢运行的主要区间在 1100—1800 元/吨。焦炭若无政策干扰情况下，供给过剩利润低位，焦炭价格中枢在 1700-2450 元/吨。

5.风险提示

双焦价格趋势上行风险在于突发事件影响煤矿开工率下滑，需求超预期增量，以及政策支持需求变化上行。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 21 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com