

历年冬储库存和时间变化分析

研究院 黑色建材组

研究员

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

投资咨询号: Z0017855

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

投资咨询号: Z0016256

邝志鹏

✉ kuangzhipeng@htfc.com

从业资格号: F3056360

投资咨询号: Z0016171

余彩云

✉ yucaiyun@htfc.com

从业资格号: F03096767

投资咨询号: Z0020310

联系人

刘国梁

✉ liuguolaing@htfc.com

从业资格号: F03108558

投资咨询号: Z0021505

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

成材进入冬储季，北方钢厂率先推出冬储政策。目前已有东北、西北等多家钢厂公布冬储政策，今年的冬储正式拉开序幕。从农历时间来看，与往年冬储开始时间基本一致。西北和东北地区由于天气原因导致冬储政策出台较早，其它地区多数钢厂的冬储政策将陆续公布。本文对历年冬储时间和库存累积量进行分析，以便为今年冬储提供参考。钢材产能相对过剩使得钢材利润无法扩张，且市场对明年消费预期并不乐观。在产能相对充足，消费预期不乐观情况下，冬储的积极性和必要性有所降低。是否冬储主要关注成材是否有利润，在成材边际无利润情况下冬储安全性更高，但也要考虑到热轧板卷消费存在韧性，对建材价格有一定托底作用。

核心观点

■ 市场分析

成材进入冬储季，北方钢厂率先推出冬储政策。11月底东北地区钢厂冬储政策出台，目前已有东北、西北等多家钢厂公布冬储政策，今年的冬储正式拉开序幕。从农历时间来看，与往年冬储开始时间基本一致。西北和东北地区由于天气原因导致冬储政策出台较早，其它地区多数钢厂的冬储政策将陆续公布。

近些年贸易商冬储盈利能力降低，冬储意愿减弱。回顾过去几年价格走势，其中2021-2023年春节后的月均价格（次年3、4月份）较春节前的月均价格（12月和次年1月）呈上涨趋势。2023年3月份价格虽有所上涨，但到4月份价格出现明显回调。2023年和2024年贸易商冬储盈利能力下降，导致近些年贸易商逐步减少冬储量，以降低冬储风险。

贸易商冬储意愿不足，预计冬储累库量维持低位。2022-2024年冬储库存累积量有所降低，2022-2024年库存累积量在1100万吨左右，远低于往年。截止12月初，贸易商冬储意愿仍不强，华泰期货研究院根据钢联历年数据预测，2025年冬储期间库存累积量在1100万吨左右，后续仍需要关注政策对冬储预期的提振作用。

今年冬季偏暖，冬储累库时间有所延后。按照往年累库时间来看，截止12月初，时间上已进入累计周期。但是今年由于冬季偏暖，五大材库存仍处在下降阶段，根据往年数据推算，预计之后的2-4周将出现库存低点，累库到2025年3月中旬左右。螺纹钢连续多周库存在445万吨左右，螺纹钢库存低于往年同期，预计累库也将持续到2025年3月中旬左右，该时间可能会根据消费量和累库强度略有浮动。

2025 年钢材供需维持平衡，库存保持健康。2025 年钢铁产能呈现偏宽松状态，预计 2025 年粗钢产量增幅为 1.2%。需求端增幅 0.7%，净出口增幅 3.8%，**同时，需要密切关注国际贸易保护主义的影响，这可能会对出口形势带来风险。**供需矛盾不突出，钢材库存跟随季节走势。

■ 策略

在产能相对充足，消费预期不乐观情况下，冬储的必要性有所降低。在成材边际无利润情况下冬储安全性更高，但也要考虑到热轧板卷消费存在韧性，对建材价格有一定托底作用。

■ 风险

国内消费和产业政策不及预期等风险。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
一、2024 年钢材市场运行回顾.....	5
二、冬储前后成材价格变化.....	5
三、冬储前后成材产量变化.....	9
四、冬储前后成材库存变化.....	10
五、2025 供需推演	13
六、总结	15

图表

图 1：螺纹/热卷主力合约收盘价 单位：元/吨	5
图 2：上海螺纹/热卷现货价格 单位：元/吨	5
图 3：上海螺纹价格 单位：元/吨	7
图 4：上海热卷价格 单位：元/吨	7
图 5：上海螺纹和热卷价格走势 单位：元/吨	8
图 6：唐山螺纹即期毛利润月度 单位：元/吨	8
图 7：唐山热卷即期毛利润月度 单位：元/吨	8
图 8：唐山螺纹与热卷毛利润对比（月均实际） 单位：元/吨	9
图 9：247 家钢铁企业盈利率 单位：%.....	9
图 10：247 家高炉产能利用率 单位：%.....	9
图 11：247 家高炉日均铁水产量（周） 单位：万吨.....	9
图 12：生铁日均产量 单位：万吨	10
图 13：粗钢日均产量 单位：万吨	10
图 14：螺纹周度产量 单位：万吨	10
图 15：热轧周度产量 单位：万吨	10
图 16：螺纹社会库存 单位：万吨	11
图 17：螺纹钢厂内库存 单位：万吨	11
图 18：螺纹总库存 单位：万吨	11
图 19：热卷社会库存 单位：万吨	11
图 20：热卷总库存 单位：万吨	11
图 21：五大材社会库存 单位：万吨	12
图 22：五大材厂内库存 单位：万吨	12
图 23：螺纹总库存 单位：万吨	12
图 24：粗钢日均产量预估 单位：万吨	14
图 25：粗钢日均需求预估 单位：万吨	14
图 26：钢材总库存预估 单位：万吨	14
图 27：粗钢供需缺口及钢材库存预估 单位：万吨	14

表 1：各地区冬储政策情况	6
表 2：上海螺纹现货价格 单位：元/吨	7
表 3：上海热卷现货价格 单位：元/吨	7
表 4：历年五大材总库存累积对比 单位：万吨	13
表 5：历年螺纹钢总库存累积对比 单位：万吨	13

一、2024 年钢材市场运行回顾

建筑钢材通常可分为钢结构用钢和钢筋混凝土结构用钢筋。建筑用钢跟随季节的变化，消费呈现出较为明显的淡旺季切换。根据年度消费表现来看，每年的春季和秋季的钢材消费强度远大于冬季，以春季 3-4 月份的消费为例，螺纹的日均消费量较 1-2 月份消费低点环比增加 50%左右。每年进入冬季，钢材冬储就成为整个市场讨论的话题，价格变化牵动整个市场。

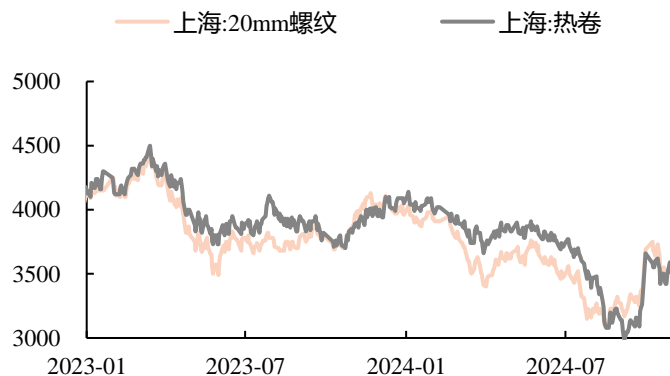
回顾 2024 年钢材价格的总体走势，整体呈震荡下行趋势。这一变化趋势主要受到原材料供应逐渐宽松以及消费相对有所减弱的影响。价格变动的驱动因素也从过去两年的原材料价格主导，逐步转变为成材端消费的实际需求。春节过后，由于部分省份暂停基础设施建设以及房地产市场复工复产的缓慢，市场情绪普遍低迷，导致钢材市场供需两弱，行业形成了负反馈。进入四月份，随着钢材消费的回暖和供给的持续低位，库存去化情况良好，价格开始反弹。同时，宏观预期的回暖也支撑了价格的震荡上行，期货价格普遍高于现货价格。然而，从五月底开始，由于消费动力不足，加之期货价格的升水，市场迎来了新一轮的下跌。在此期间，外部宏观环境的整体转弱黑色板块共振下跌。叠加螺纹钢新旧国标的转换，使得市场情绪极度悲观。即便在低库存的情况下，价格也一度跌破了 3000 元/吨的关口。进入九月，得益于产量的降低和消费的环比改善，成材库存持续减少，基本面呈现出明显的向好趋势。同时，在市场悲观的氛围中，各部门释放的利好极大地改善了市场预期，钢材价格迅速回升。但随着市场情绪的消退，钢材价格重新回归基本面，市场价格也随之回落。

图 1：螺纹/热卷主力合约收盘价 | 单位：元/吨



数据来源：Wind、华泰期货研究院

图 2：上海螺纹/热卷现货价格 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

二、冬储前后成材价格变化

进入冬季，“成材冬储”成为市场交易的主要逻辑。截止 12 月初，已有多家钢厂公布了今年的冬储政策，今年仍是西北、东北地区出政策时间较早。尽管目前钢材产量和库存都

不高，五大材库存处于历史同期低位，但是由于市场普遍预期钢材需求仍存在较大压力，预计今年冬储仍将延续偏弱的趋势。今年北方冬季偏暖，气温下降的较慢，下游需求减弱速度低于往年同期。截止 12 月初，多数贸易商尚未确定冬储计划量，少部分贸易商有冬储意愿，但仍需要在价格比较低的情况下进行。即使部门贸易商有冬储计划，但是整体资金情况不好，冬储量大概率也是有所减量。国内钢厂自储意愿也不强，许多钢厂在冬季有减产计划，预计今年仍以被动冬储为主，且自储量不会大。

11 月底东北钢厂冬储政策出台，目前已有东北、西北等多家钢厂公布冬储政策，今年的冬储正式拉开序幕。从农历时间来看，与往年冬储开始时间基本一致（春节前 9-10 周）。西北和东北地区由于天气原因导致冬储政策出台较早，其它地区多数钢厂的冬储政策集中在春节前 3-6 周公布。

表 1：各地区冬储政策情况

区域	省份	钢厂代码	日期	冬储政策
东北	辽宁	A	2024.11.20	收款价格：螺纹钢基础规格单价 3500 元/吨 贴息:结算前按月息 7%计息
东北	黑龙江	A	2024.11.20	收款价格:螺纹钢基础规格单价 3800 元/吨 贴息:结算前按月息 7%计息
东北	辽宁	B	2024.11.22	定货价格为当期钢厂边际利润为零的前提下
华北	内蒙古	A	2024.11.29	保价政策，保价到 2025 年 3 月 31 日，挂牌价-40 元/吨，遇涨不涨，遇降则降，可随时点价(出库后也可以后点价)
西北	甘肃	A	2024.12.3	2024 年 12 月 1 日起开始收款，次日起计息，月息 6 厘，利息截止 2025 年 3 月 1 日 到款客户优先享有锁价权，锁价当日锁价金额停止计息，剩余金额继续计息
西北	新疆	A	2024.12.4	款 1 万元一天返利 1.6 元 截止 1 月 30 日之前累计交够

资料来源：钢联、华泰期货研究院

回顾过往十几年冬储过程，贸易商冬储较为成功的年份来年消费旺盛或建立在低价格的前提之上。回顾过去 5 年价格走势，其中 2021-2023 年春节后月均价格（次年 3、4 月份）较春节前月均价格（12 月和次年 1 月）上涨。2023 年 3 月份价格虽有所上涨，但到 4 月份价格出现明显回调；2024 年 3-4 月价格低于 1-2 月价格，2023 年和 2024 年贸易商冬储效果不理想。贸易商冬储盈利能力下降，所以近些年贸易商逐步减少冬储量，以降低冬储风险。

表 2：上海螺纹现货价格 | 单位：元/吨

年度	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
2020	3780	3512	3500	3471	3566	3657	3628	3696	3721	3761	4099	4287
2021	4367	4433	4741	5123	5406	5002	5218	5254	5615	5651	4856	4832
2022	4743	4851	4953	5057	4856	4557	4024	4170	3986	3904	3783	3940
2023	4143	4185	4297	4009	3672	3730	3743	3724	3806	3751	4018	4021
2024	3943	3876	3603	3577	3677	3564	3382	3211	3304	3585	3480	

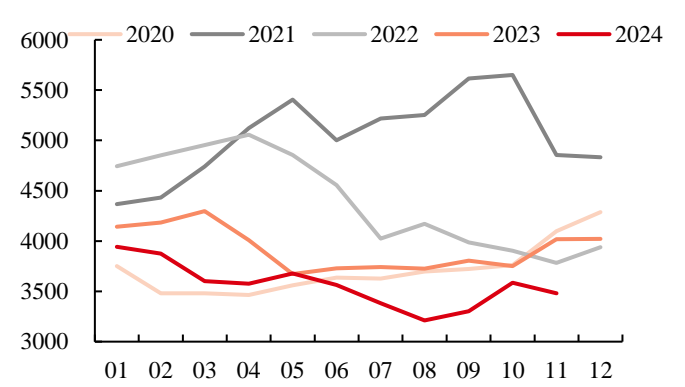
资料来源：钢联、华泰期货研究院

表 3：上海热卷现货价格 | 单位：元/吨

年度	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
2020	3896	3532	3457	3287	3487	3682	3877	4064	3925	3918	4098	4539
2021	4546	4657	5015	5575	5913	5488	5795	5733	5771	5644	4816	4874
2022	4932	4990	5126	5119	4805	4605	3970	3968	3908	3813	3814	4064
2023	4201	4208	4354	4139	3853	3862	3918	3926	3874	3765	3936	4040
2024	4048	3960	3818	3820	3851	3770	3621	3255	3154	3526	3478	

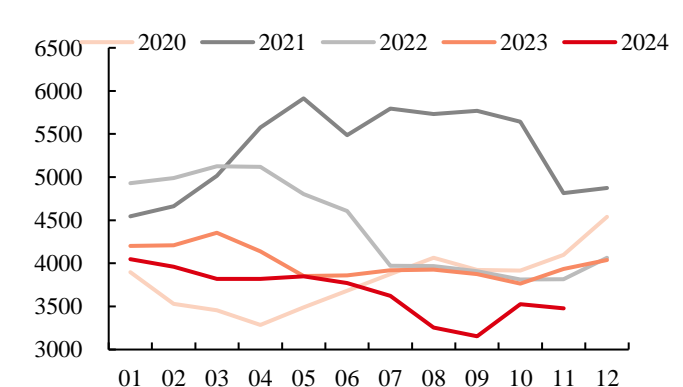
资料来源：钢联、华泰期货研究院

图 3：上海螺纹价格 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

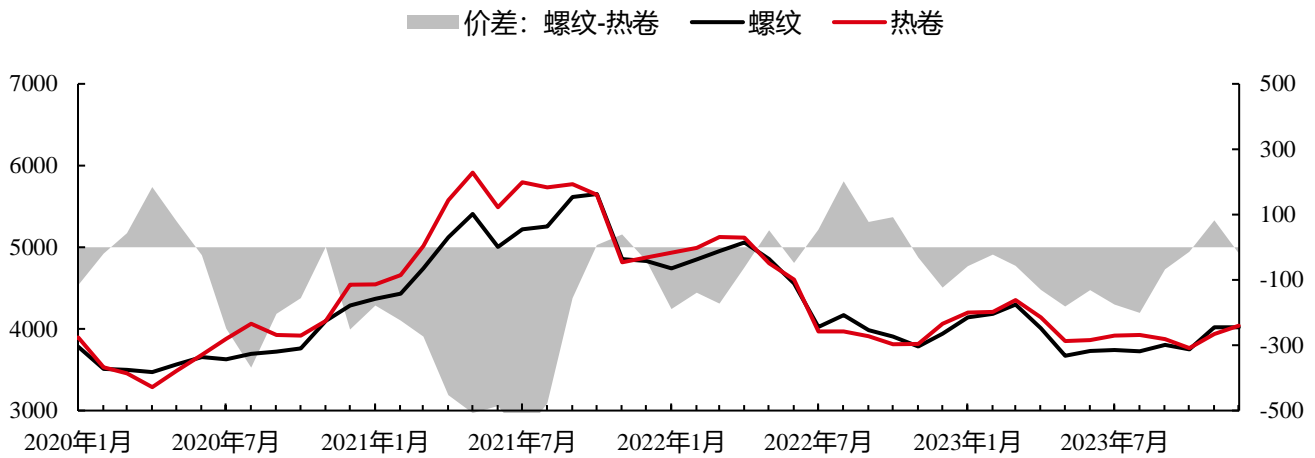
图 4：上海热卷价格 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

建筑用钢量持续降低，但是由于制造业用钢仍保持韧性，加之钢材出口仍具备优势，实际钢材产量小幅降低。螺纹和热卷价差方面，2021 年价差相差比较大，2022 年之后螺纹和热卷价差窄幅波动。

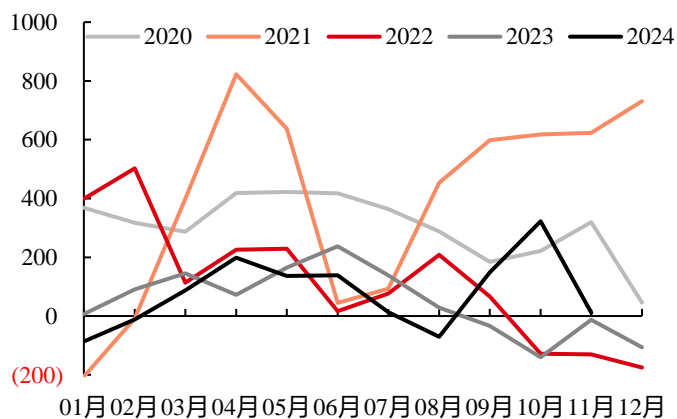
图 5：上海螺纹钢和热卷价格走势 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

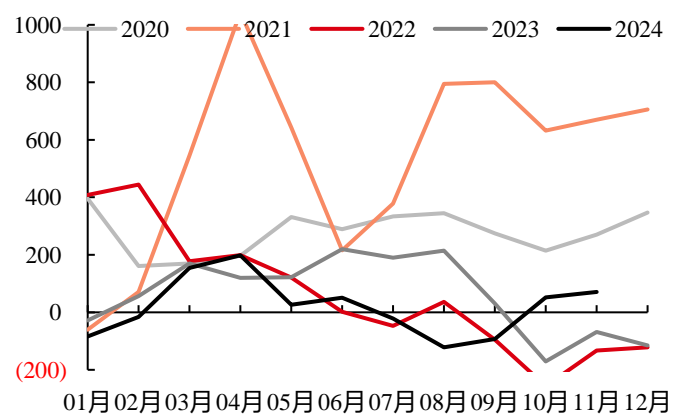
企业亏损会形成主动减产，甚至停炉检修，从而抑制淡季的累库高度。2024 年原料端由于供需偏宽松，价格重心下移。2024 年钢铁企业普遍盈利能力较低，处于历年同期低位水平。但是 9 月份后，随着预期提振，钢铁企业盈利显著改善。247 家钢铁企业盈利率显著改善，截止 12 月初，钢厂盈利率仍在 50%左右。

图 6：唐山螺纹钢即期毛利润月度 | 单位：元/吨



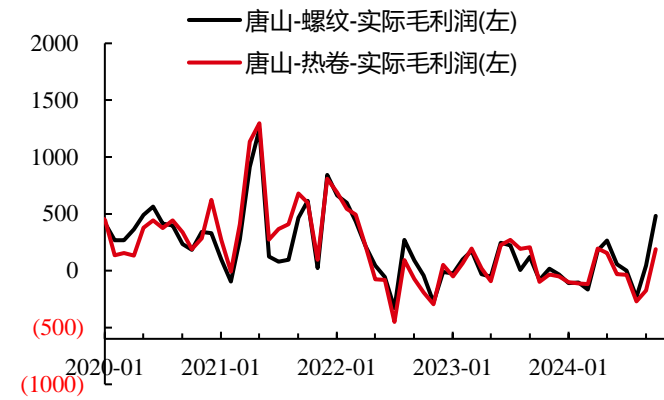
数据来源：华泰期货研究院

图 7：唐山热卷即期毛利润月度 | 单位：元/吨



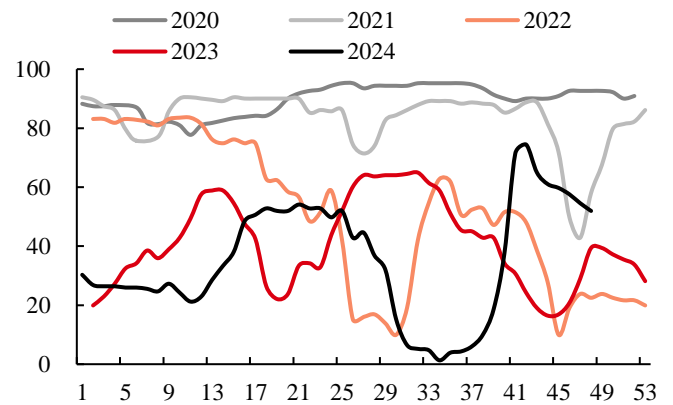
数据来源：华泰期货研究院

图 8：唐山螺纹与热卷毛利润对比（月均实际） | 单位：元/吨



数据来源：华泰期货研究院

图 9：247 家钢铁企业盈利率 | 单位：%

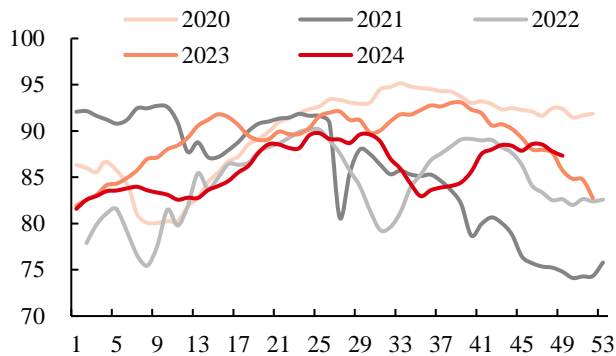


数据来源：华泰期货研究院

三、冬储前后成材产量变化

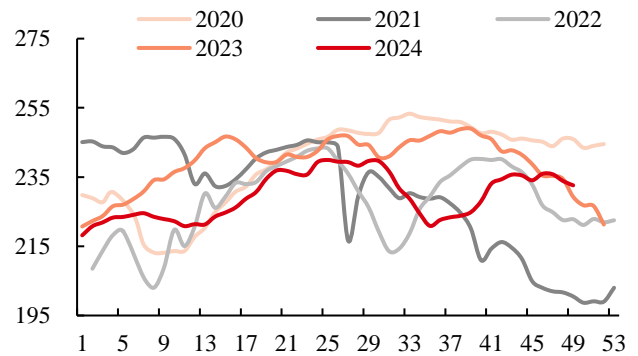
临近冬储季节，247 家高炉产能利用率有所降低，但仍处于历年同期较高位置，截止 12 月初，日均铁水产量维持在 232.6 万吨。

图 10：247 家高炉产能利用率 | 单位：%



数据来源：钢联、华泰期货研究院

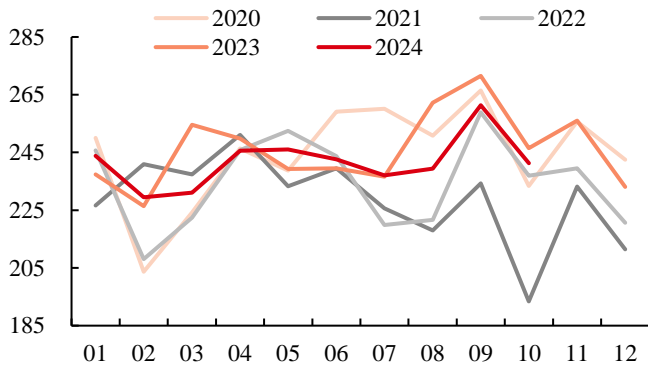
图 11：247 家高炉日均铁水产量（周） | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

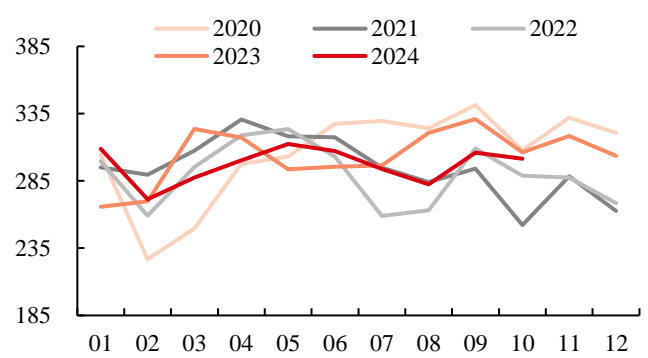
2024 年房地产数据方面仍偏弱，制造业保持韧性，出口保持较高增长，粗钢产量小幅下降。由于 9 月份政策提振，钢铁企业盈利显著改善，钢厂检修减产减慢。

图 12：生铁日均产量 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

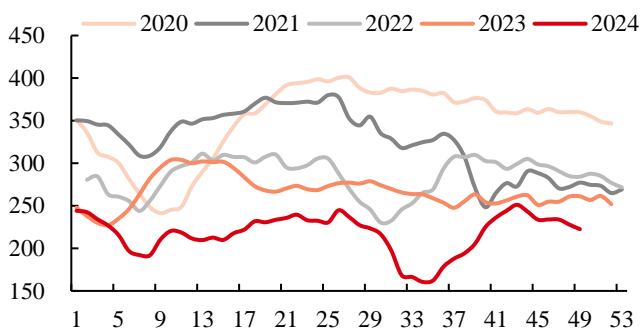
图 13：粗钢日均产量 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

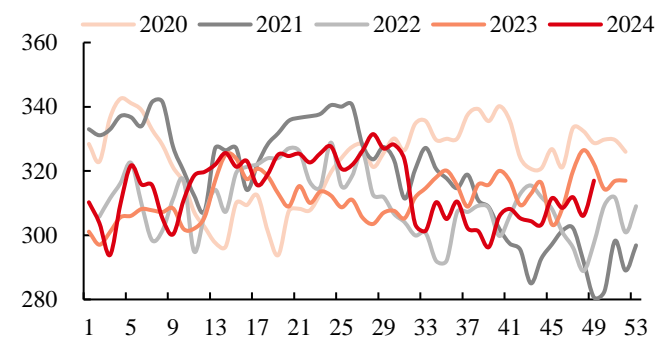
随着房地产市场的调控以及建筑行业转型升级的推进，建筑行业对建筑钢材的消费需求逐渐趋于理性。同时，随着绿色建筑、节能减排等理念的深入人心，消费者对于建筑材料的选择也更加注重环保、健康等因素。截止 12 月初，螺纹钢产量下降接近 20%，热卷产量小幅增长 0.8%。

图 14：螺纹周度产量 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 15：热轧周度产量 | 单位：万吨

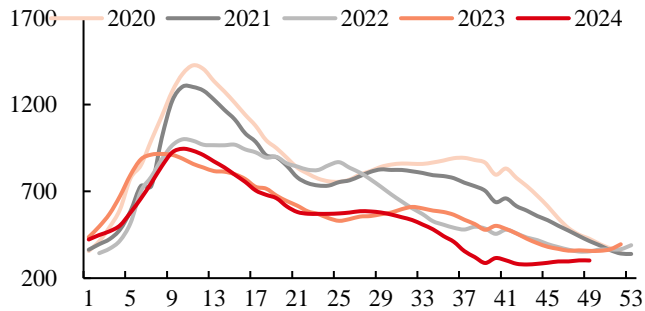


数据来源：钢联、华泰期货研究院

四、冬储前后成材库存变化

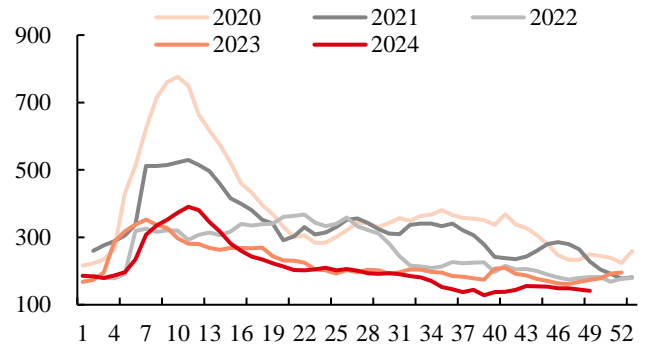
冬储是否成功，除了价格合适，来年消费预期好之外，另外前提就是库存不能累得过高，否则也就缺乏了价格上涨的一个必备条件。螺纹社库和总库存处于历年低位水平。热卷社库和总库存处于相对低位，但库存仍维持下降态势。

图 16：螺纹社会库存 | 单位：万吨



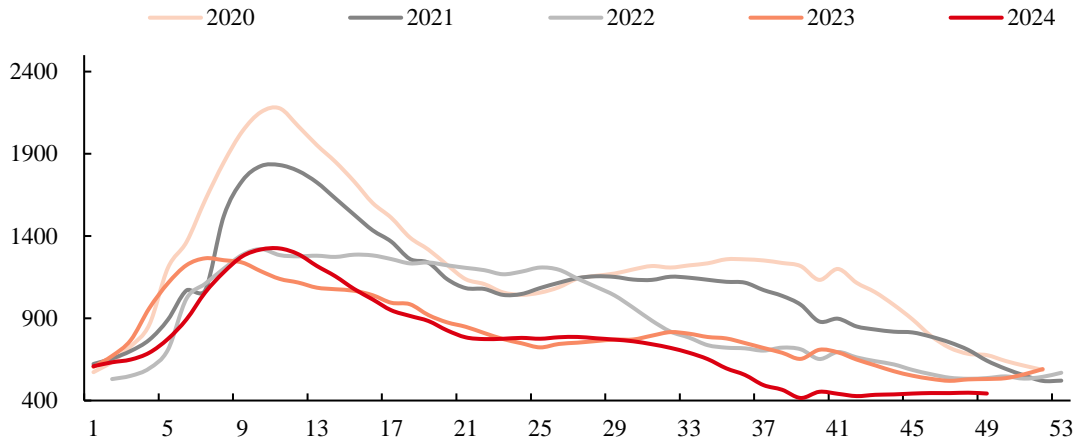
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 17：螺纹钢厂内库存 | 单位：万吨



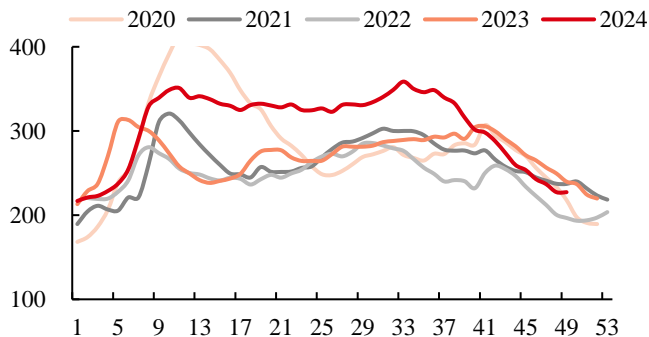
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 18：螺纹总库存 | 单位：万吨



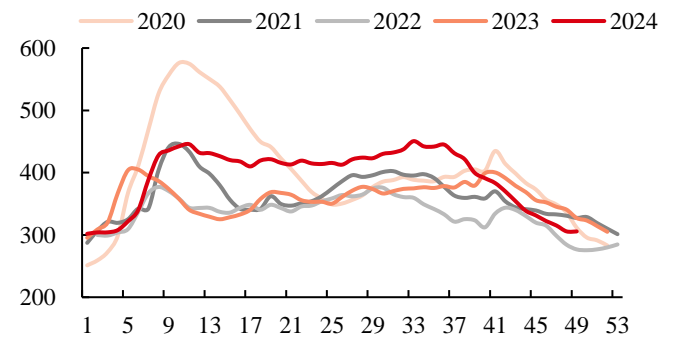
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 19：热卷社会库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 20：热卷总库存 | 单位：万吨

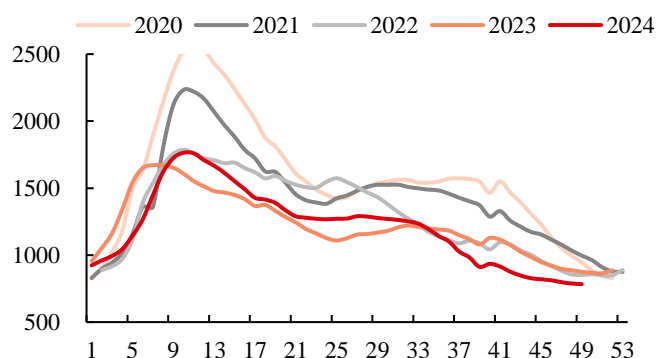


数据来源：钢联、华泰期货研究院

随着利好政策的推出，以及各项建设项目的稳步推进，钢铁产业的需求在多个领域展现出巨大的增长潜力。预计至 2025 年，钢材的消费将受到诸多因素的影响，其中包括全

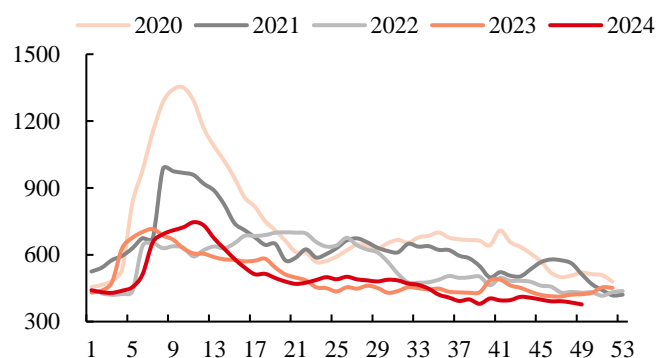
球经济环境、房地产、基础设施建设与制造业的发展。近两年贸易商冬储盈利效果显著下降，贸易商冬储意愿有所降低，2023 年、2024 年冬储库存累积量降低，库存累积量在 1100 万吨左右，2021 年冬储期间库存累积量达到 1800 万吨，比 2023 年、2024 年高 700 万吨左右。

图 21：五大材社会库存 | 单位：万吨



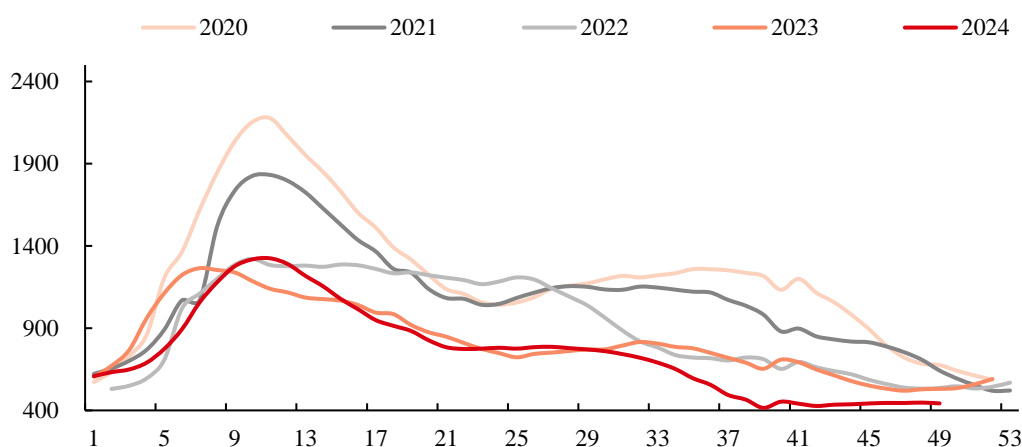
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 22：五大材厂内库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 23：螺纹总库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

根据钢联历年五大材库存数据，综合考虑近三年累库周期为 9-13 周，累库量在 1120-1210 万吨。2024 年截止 12 月 5 日，五大材库存为 1160.1 万吨，按照往年累库时间来看，时间上已进入累计周期。但是由于今年冬季偏暖，五大材库存仍处在下降阶段，根据往年数据推算，预计之后的 2-4 周将出现库存低点，累库到 2025 年 3 月中旬左右，库存累计量仍在 1100 万吨左右。

表 4：历年五大材总库存累积对比 | 单位：万吨

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
起始日	2019/11/29	2020/12/25	2021/12/31	2022/12/16	2023-12-22	2024 年 12 月中下旬
结束日	2020/03/13	2021/03/05	2022/03/04	2023/2/17	2024-03-15	2025 年 3 月中旬左右
周数	15	11	10	9	13	
除夕	2020/1/24	2021/2/11	2022/1/31	2023/1/21	2024/2/9	2025/1/28
期初库存	1166.5	1306.9	1295.7	1265.4	1297.9	
期末库存	3888.9	3200.6	2417.9	2386.5	2506.0	
库存累积量	2722.4	1893.7	1122.2	1121.1	1208.1	约 1100 万吨

资料来源：钢联、华泰期货研究院

根据钢联历年螺纹钢库存数据，累库周期从 8-16 周不等。2022-2024 年累库初期库存在 500 万吨以上，而截止 2024 年 12 月 5 日，螺纹钢连续多周库存在 445 万吨左右，螺纹钢库存低于往年同期。

表 5：历年螺纹钢总库存累积对比 | 单位：万吨

年度	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
起始日	2019-11-29	2020-12-18	2021-12-17	2022-12-16	2023-11-24	
结束日	2020-03-13	2021-03-12	2022-03-04	2023-02-17	2024-03-15	
周数	15	12	11	8	16	
除夕	2020/1/24	2021/2/11	2022/1/31	2023/1/21	2024/2/9	2025/1/28
期初库存	472.9	611.9	553.1	532.3	519.8	
期末库存	2176.9	1831.8	1320.7	1264.8	1324.8	
库存累积量	1704.0	1219.9	767.6	732.5	804.97	

资料来源：钢联、华泰期货研究院

五、2025 供需推演

华泰期货研究院预测，2025 年钢材产量和消费量将继续保持增长，但 2025 年钢铁产能依旧偏宽松，在产能偏宽松的大背景下，钢材利润受到制约。需求端房地产行业降速放缓，基建仍保持平稳增长，制造业仍呈现亮点。出口方面中国钢材具备较强的成本优势，出口仍维持较高水平。结合上述分析，2025 年全年钢材的供应、需求、进口及库存推演如下：

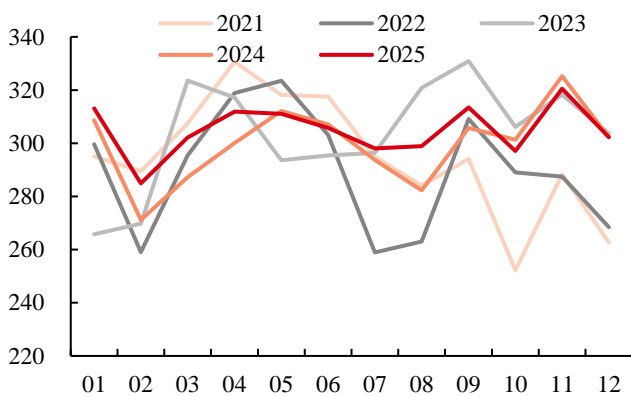
供应端：在 2025 年，受到产能置换政策收紧的影响，钢铁企业的产能投放预计将有所减缓。然而，得益于近年来钢铁企业设备的大型化和效率的显著提升，钢铁产能依旧保

持相对宽松的状态。在这种宽松产能的背景下，根据华泰期货研究院的预测，2025 年粗钢产量预计将增长 1.2%。

需求端：2024 年 9 月 24 日，宏观政策持续发力，货币政策不断加码，中央明确表示房地产行业止跌企稳，地方隐性债务得到有效化解，以旧换新政策范围有望扩大，财政部也释放出积极的财政政策信号。在这些因素的共同作用下，我们预期房地产行业的下降幅度将有所放缓，基建投资的托底作用将超过 2024 年，制造业也将继续维持相对较高的增长速度。据此，预计 2025 年国内粗钢需求将增长 0.7%。

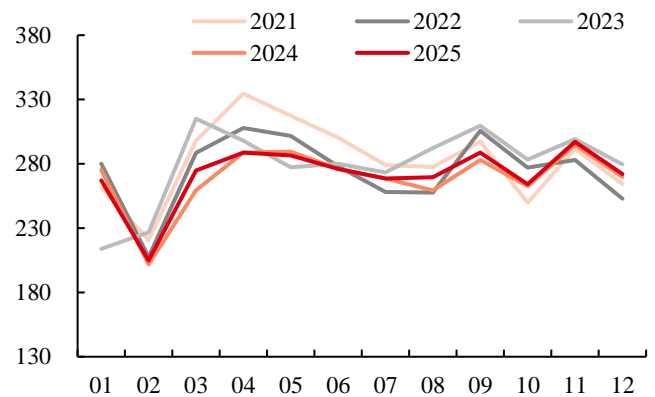
净出口：考虑到 2024 年钢材净出口的高基数，以及粗钢产能的宽松状态，钢材利润受到一定限制。然而，中国钢材在国际市场上的价格竞争力较强，预计 2025 年粗钢净出口将保持稳定增长，增幅预计为 3.8%。同时，我们也需要密切关注国际贸易保护主义的抬头，这可能会对出口形势带来风险。

图 24：粗钢日均产量预估 | 单位：万吨



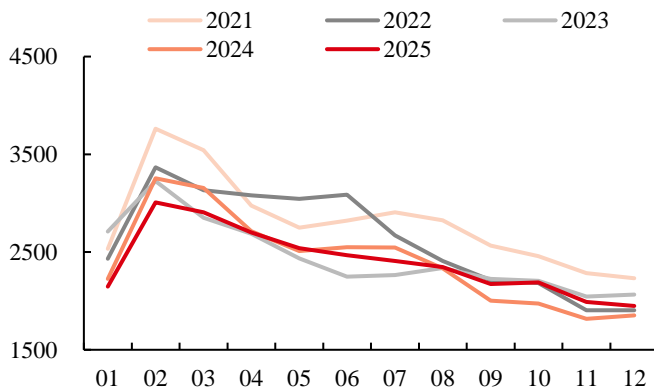
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 25：粗钢日均需求预估 | 单位：万吨



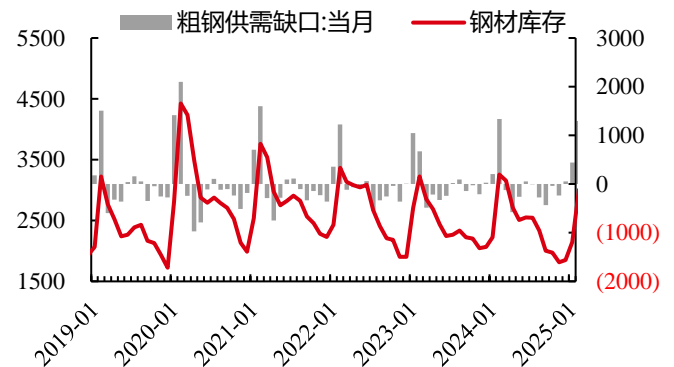
数据来源：钢联、华泰期货研究院

图 26：钢材总库存预估 | 单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

图 27：粗钢供需缺口及钢材库存预估 | 单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

六、总结

截止 12 月初，已有多家钢厂公布了今年的冬储政策，今年仍是西北、东北地区出政策时间较早。但是由于钢材消费偏弱，贸易商冬储意愿不足。尽管目前钢材产量和库存都不高，五大材库存处于历史同期低位，但是由于市场普遍预期钢材需求仍存在较大压力，因此预计今年冬储仍将延续偏弱的趋势。

成材进入冬储季，北方钢厂率先推出冬储政策。11 月底东北地区钢厂冬储政策出台，目前已有东北、西北等多家钢厂公布冬储政策，今年的冬储正式拉开序幕。从农历时间来看，与往年冬储开始时间基本一致。西北和东北地区由于天气原因导致冬储政策出台较早，其它地区多数钢厂的冬储政策将陆续公布。

近些年贸易商冬储盈利能力降低，冬储意愿减弱。回顾过去几年价格走势，其中 2021-2023 年春节后的月均价格（次年 3、4 月份）较春节前的月均价格（12 月和次年 1 月）呈上涨趋势。2023 年 3 月份价格虽有所上涨，但到 4 月份价格出现明显回调，2023 年冬储盈利能力较差。而 2024 年春节后的月均价格（次年 3、4 月份）较春节前的月均价格（12 月和次年 1 月）下跌，贸易商冬储陷入亏损。所以近些年贸易商逐步减少冬储量，以降低冬储风险。

贸易商冬储意愿不足，预计冬储累库量维持低位。2022-2024 年冬储库存累积量有所降低，2022-2024 年库存累积量在 1100 万吨左右，远低于往年。截止 12 月初，2025 年贸易商冬储意愿仍不强，华泰期货研究院根据钢联历年数据预测，2025 年冬储期间库存累积量在 1100 万吨左右，但后续仍需关注政策对冬储预期的提振作用。

今年冬季偏暖，冬储累库时间有所延后。按照往年累库时间来看，截止 12 月初，时间上已进入累计周期。但是今年由于冬季偏暖，五大材库存仍处在下降阶段，根据往年数据推算，预计之后的 2-4 周将出现库存低点，库存累库到 2025 年 3 月中旬左右。螺纹钢连续多周库存在 445 万吨左右，螺纹钢库存低于往年同期，预计累库也将持续到 2025 年 3 月中旬左右，以上时间可能会根据消费量和累库强度略有浮动。

2025 年钢材供需维持平衡，库存保持健康。2025 年钢铁产能呈现偏宽松状态，预计 2025 年粗钢产量增幅为 1.2%。需求端增幅 0.7%，净出口增幅 3.8%，同时，需要密切关注国际贸易保护主义的影响，这可能会对出口形势带来风险。供需矛盾不突出，钢材库存跟随季节走势。

■ 策略

在产能相对充足，消费预期不乐观情况下，冬储的必要性有所降低。在边际无利润情况下冬储安全性更高，但也要考虑到热轧板卷消费存在韧性，对建材价格有一定托底作用。

■ 风险

国内消费和产业政策不及预期等风险。

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利。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

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com