

进口增量弥补，需求预期引导



走势评级：焦煤/焦炭：震荡
报告日期：2024 年 7 月 1 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：进口供给给弥补，关注需求变化

上半年炼焦煤国产供应同比减量明显，尤其山西地区下降幅度较大。减量主要集中在一季度，进入二季度后随着安全检查整改逐完成，生产缓慢恢复。下半年来看，山西省炼焦煤矿开工率仍将逐步回升，但安监压力仍在同时部分主产区由于煤矿换面等问题整体开工率恢复偏慢，且三季度仍有会议扰动，四季度面临年末春节前的安监压力，因此后续炼焦煤供应逐渐增加，但增量有限。进口端维持高位，尤其来自于蒙煤进口大幅增量的压力，其他海运煤虽有同比增幅，但绝对增量有限。

★焦炭：成本下移库存低位，利润稍有恢复

焦炭方面，前期库存消化后整体偏低，同时入炉煤成本下移，焦化利润压至低位后有所修复。但后期来看，想要焦化行业利润的维持，只能依靠优化产能。今年国务院发布节能降碳的行动方案，推行钢铁、焦化、烧结一体化布局，减少独立焦化。因此后续焦化产能优化除了4.3米炉型外，另一条途径是退出独立焦化厂。后期关注政策变化。

★下半年焦煤焦炭供需展望

供应方面，下半年焦煤国产端环比增量，进口高位；焦炭开工率随需求波动。需求端根据东证钢材半年报，随着存量需求的下降，地产的降幅进一步扩大，基建发力程度有限，制造业维持韧性，出口增幅有所调高，整体来看终端需求仍维持 1-2% 的同比下降，预计下半年平均铁水大致在 235-238 万吨左右。上半年焦煤国产供应端减量也刚好匹配了需求端的下降，但下半年若供应逐渐恢复，则要看需求发力情况，若需求维持上半年弱势状态，焦煤或持续窄幅震荡。节奏来看，铁水接近顶部，但供应高位，加之三季度蒙煤长协或有下调，因此市场或先交易弱现实情况，待后续需求明朗后，将有一定程度反弹。

★风险提示：

双焦上行风险主要来自于需求恢复超预期。下行风险在于供应大量释放。

目录

1. 2024 年上半年焦煤、焦炭市场回顾.....	5
2. 焦煤：进口供应给弥补，关注需求变化.....	7
2.1 上半年国产供应低位，下半年有望回补.....	7
2.2 蒙煤进口高位，库存压力较大.....	10
2.3 海运煤增幅较大，绝对增量有限.....	12
2.4 下游库存仍持续低位.....	16
3. 焦炭：成本下移库存低位，利润稍有恢复.....	17
3.1 利润偏低但稍有恢复.....	17
3.2 焦化优化产能持续.....	17
3.3 钢厂库存低位.....	18
3.4 铁水低位，但出口小幅回升.....	19
4. 下半年焦煤焦炭供需展望.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 焦煤现货价格.....	5
图表 2: 焦炭现货价格.....	5
图表 3: 焦煤主连价格.....	6
图表 4: 焦炭主连价格.....	6
图表 5: 焦煤基差.....	6
图表 6: 焦炭基差.....	6
图表 7: 全国原煤产量.....	7
图表 8: 山西原煤产量.....	7
图表 9: 全国炼焦煤产量.....	8
图表 10: 山西炼焦煤产量.....	8
图表 11: 山西省目标煤炭产量.....	8
图表 12: 全国炼焦煤矿开工率.....	9
图表 13: 山西炼焦煤矿开工率.....	9
图表 14: 临汾地区炼焦煤矿开工率.....	9
图表 15: 吕梁地区炼焦煤矿开工率.....	9
图表 16: 中国炼焦煤进口量.....	10
图表 17: 中国炼焦煤进口量分国别.....	10
图表 18: 蒙古炼焦煤进口量.....	11
图表 19: 甘其毛都通关车辆数.....	11
图表 20: 288 口岸监管区总库存.....	11
图表 21: 策克口岸通关车辆数.....	12
图表 22: 俄罗斯炼焦煤进口量.....	13
图表 23: 俄罗斯至全球海运炼焦煤量.....	13
图表 24: 俄罗斯至中国海运炼焦煤量.....	13
图表 25: 俄罗斯至印度海运炼焦煤量.....	13
图表 26: 炼焦煤进口量预测.....	14
图表 27: 澳洲冶金煤出口量.....	14
图表 28: 我国澳洲炼焦煤进口量.....	14
图表 29: 澳洲至全球海运炼焦煤量.....	15
图表 30: 澳洲至印度海运炼焦煤量.....	15
图表 31: 印度焦煤进口量.....	15
图表 32: 印度粗钢产量.....	15
图表 33: 煤矿炼焦煤库存.....	16
图表 34: 钢厂+焦化厂焦煤库存.....	16

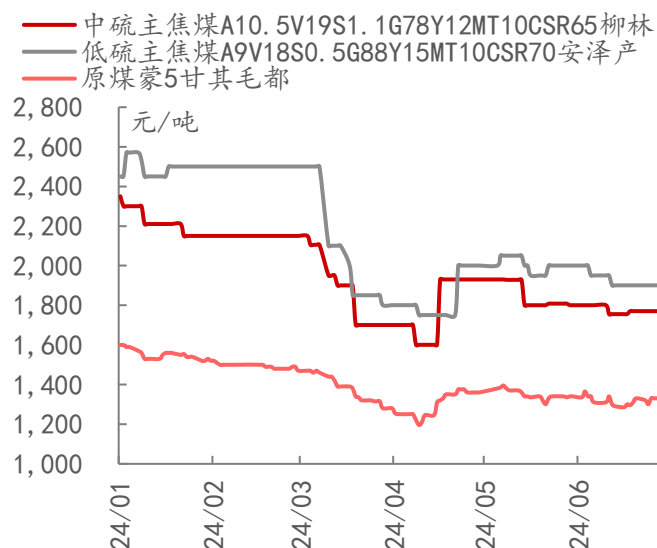
图表 35: 焦化利润	17
图表 36: 独立焦化厂开工率	17
图表 37: 全国焦炉产能分布 (万吨)	18
图表 38: 钢厂焦炭库存	18
图表 39: 河北地区主流钢厂焦炭库存天数	18
图表 40: 247 铁水	19
图表 41: 我国焦炭出口量	19
图表 42: 焦煤平衡表 (万吨, %)	20

1. 2024 年上半年焦煤、焦炭市场回顾

2024 年上半年，焦煤虽然供应端下降幅度较大，但同时需求同样大幅下滑，因此黑色系整体受需求下滑拖累下行。同时现实需求的疲弱也使得盘面多交易预期情况，因此月差来看，今年双焦从以往的 back 结构转向 contango 结构，远月升水明显。

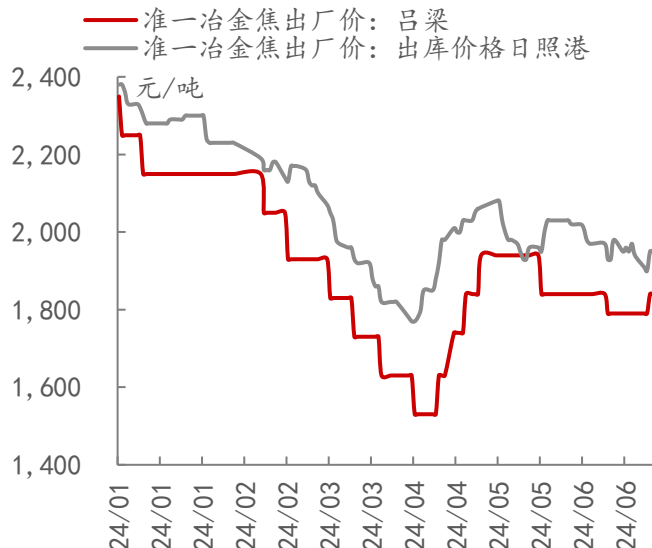
分季度来看，一季度虽然焦煤国内产量大幅下降，但下游需求疲弱，终端需求未见好转，铁水同比下降明显，黑色整体交易需求转差，盘面价格下行。现货方面，需求弱势情况下下游补库一般，现货跟随下行。进入二季度，随着铁水的逐渐恢复，加之预期关于基建政策的发力，虽现实依然疲弱，但盘面开始逐渐转向交易弱现实强预期情况，盘面率先上涨，远月升水拉大。现货方面，进入 4 月后下游逐渐补库以及期现贸易商的入场操作，现货价格企稳反弹。之后铁水上涨乏力，市场有所期待的基建需求释放强度也非常一般，需求下行拖累，盘面价格下行。现货在补库支撑下震荡运行。

图表 1：焦煤现货价格



资料来源：Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 2：焦炭现货价格



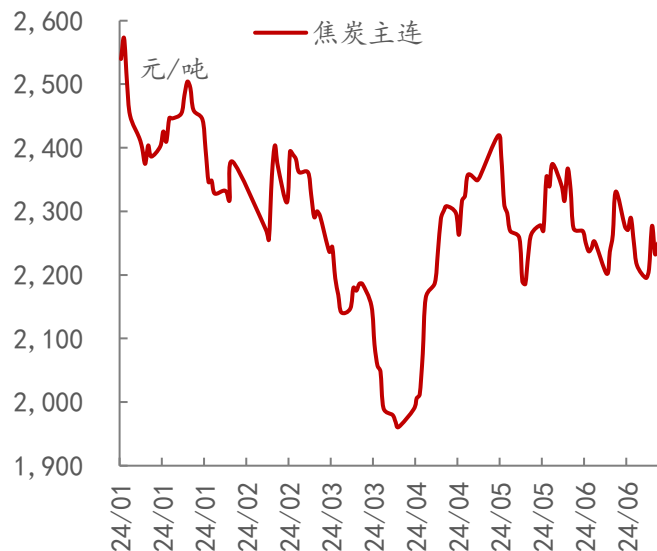
资料来源：Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 3: 焦煤主连价格



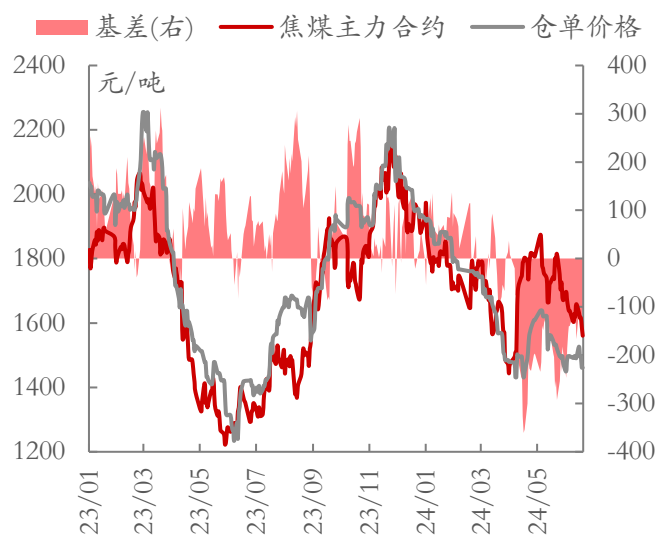
资料来源: Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 4: 焦炭主连价格



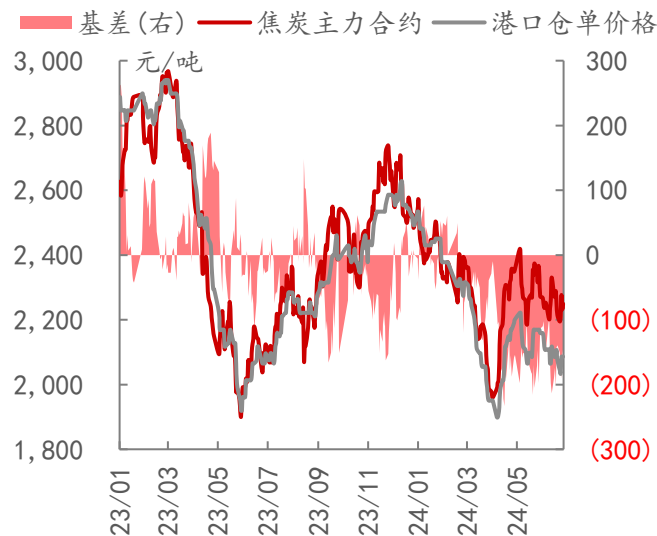
资料来源: Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 5: 焦煤基差



资料来源: Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 6: 焦炭基差



资料来源: Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

2. 焦煤：进口供应给弥补，关注需求变化

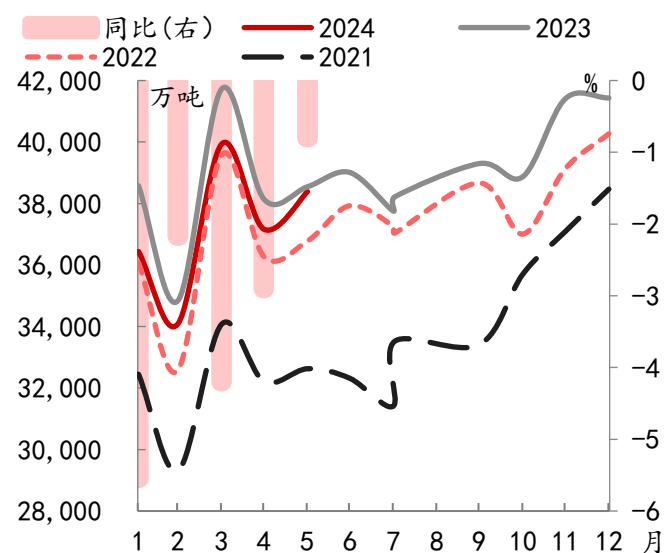
2.1 上半年国产供应低位，下半年有望回补

国产方面，上半年炼焦煤国产供应同比减量明显，尤其山西地区下降幅度较大。

据统计局数据，1-5月原煤累计产量18.6亿吨，同比下降3.0%，其中山西省1-5月累计原煤产量4.74亿吨，同比下降15.0%。炼焦精煤来看，1-5月全国炼焦煤累计产量1.87亿吨，同比降幅9.74%，下降2019万吨。其中山西降幅明显，截止5月，山西累计炼焦精煤产量8313万吨，同比降幅14.2%，下降1379万吨。

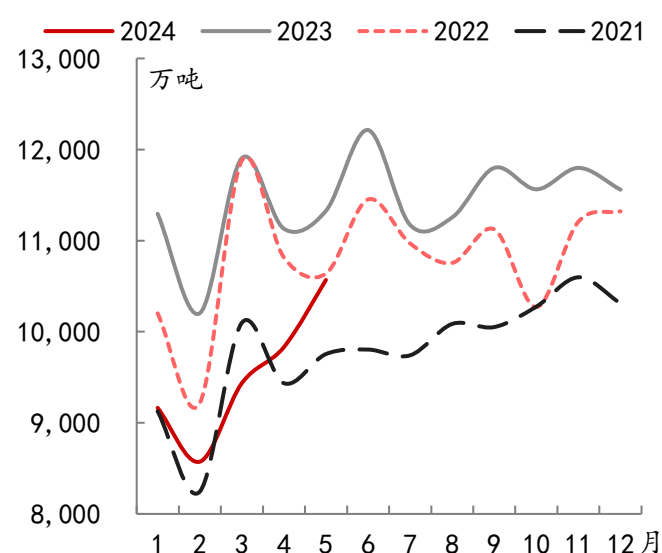
具体来看，减量主要集中在一季度，二季度降幅收窄。产量的下降要从去年四季度开始追溯。在2023年11月吕梁煤矿事故后，国务院安委办下发文件对山西省矿山安全生产帮扶指导，此工作为期6个月，持续至2024年5月。同时2月7日山西省发布《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》，在全省范围内开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治，加之春节煤矿放假影响，因此一季度山西炼焦煤累计产量降幅达20%。

图表7：全国原煤产量



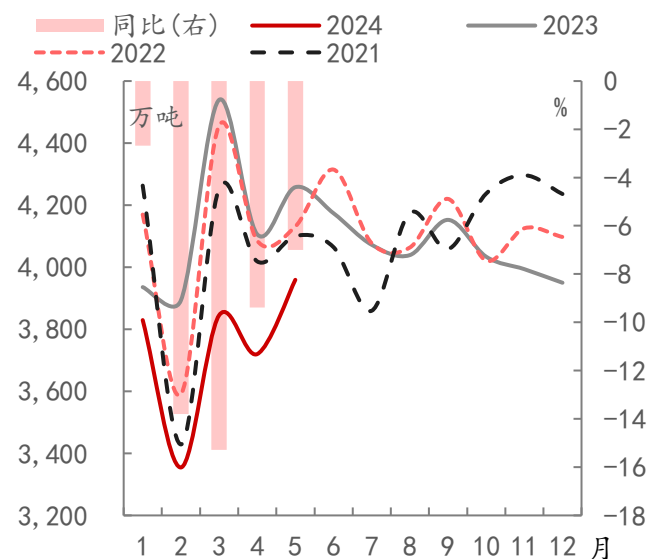
资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表8：山西原煤产量



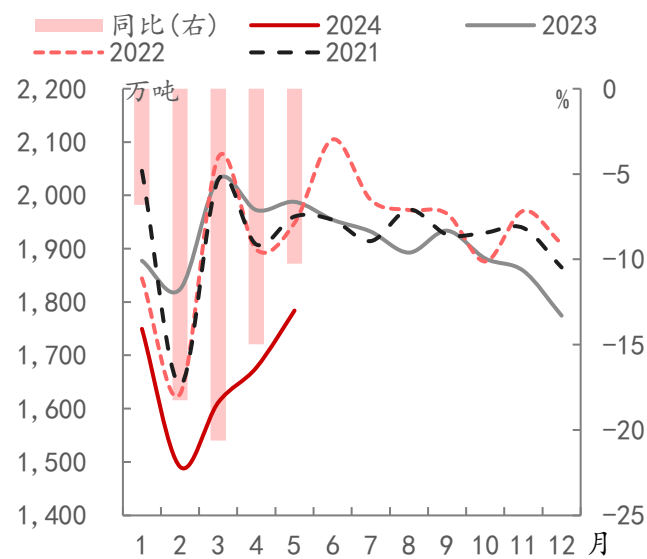
资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表 9： 全国炼焦煤产量



资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

图表 10： 山西炼焦煤产量



资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

所以在看到一季度煤焦量价齐跌的情况下，山西省 GDP 受到一定影响，据统计局数据，根据地区生产总值统一核算结果，今年一季度全省地区生产总值为 5399.56 亿元，按不变价格计算，比上年同期增长 1.2%，低于 5.3% 的全国平均水平。

因此在保证安全生产的同时，也要兼顾经济的发展。2024 年 3 月山西省发布文件《2024 年山西省煤炭稳产稳供工作方案》，其中表达在确保安全生产前提下，2024 年全省煤炭产量稳定在 13 亿吨左右。后又发布“关于稳妥有序推进符合条件的煤矿井工开采转为露天开采的通知”，意在推进安全煤矿的有序复产。

若按照文件中要求完成年度产量 13 亿吨，那 6-12 月份山西累计煤炭产量需达 8.26 亿吨，月均 1.18 万吨，而 1-5 月山西煤炭月均产量在 0.95 亿吨，月均环比需增加 24%。因此就今年的生产情况来看，较难完成 13 亿吨目标。

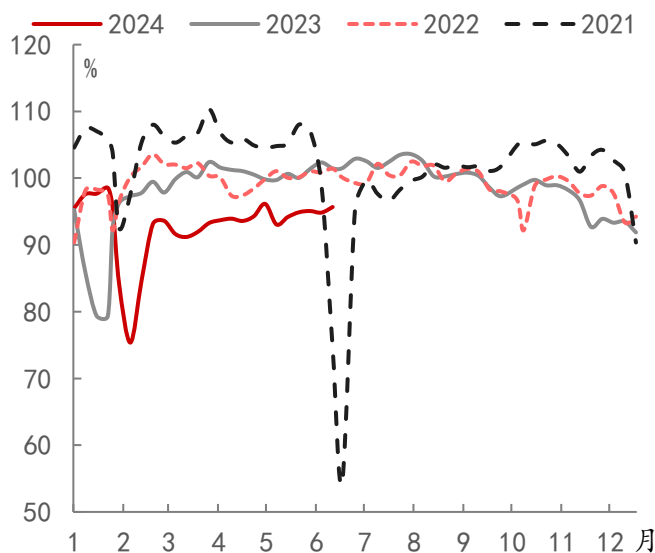
图表 11： 山西省目标煤炭产量

	H1		H2			
(万吨, %)	产量	月均	产量	月均	环比	同比
2023	67838	11306	67820	11303	-	-
2024(若完成13亿吨目标预测量)	57980	9663	72020	12003	24%	6%

资料来源：Wind，Mysteel，IFind，政府文件，东证衍生品研究院

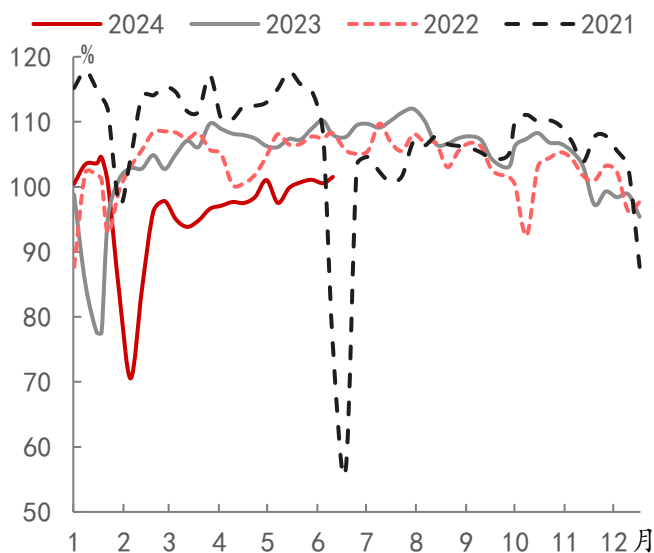
进入二季度以来,随着安全检查整改逐渐结束后,山西省炼焦煤矿开工率也在逐步回升,但其中部分主产区由于煤矿换面以及部分煤矿股权问题开工率回升较慢。下半年来看,炼焦煤矿开工率或仍逐步回升中,焦煤供应增加,但增量有限,其中三季度仍有安监及会议扰动,后续产量或稳步抬升。

图表 12: 全国炼焦煤矿开工率



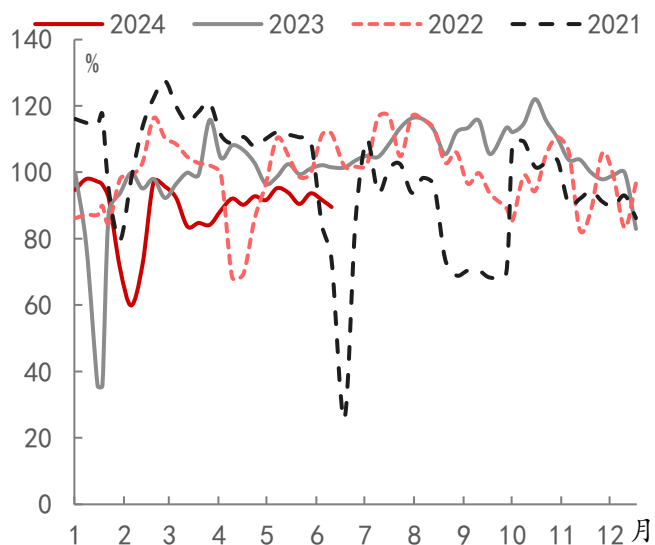
资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 13: 山西炼焦煤矿开工率



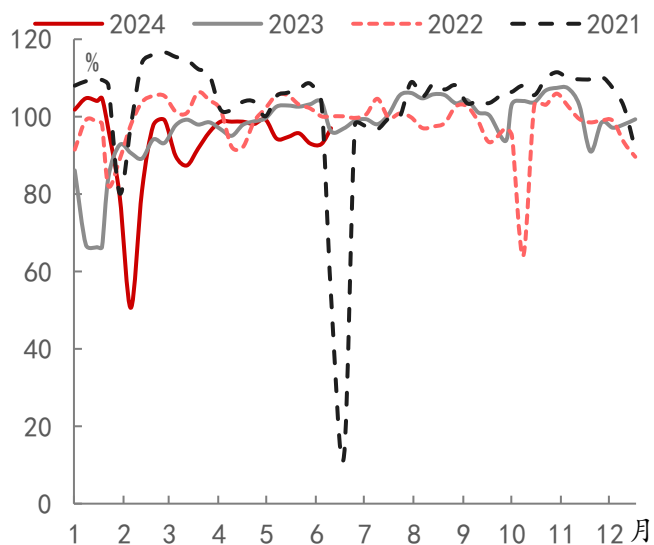
资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 14: 临汾地区炼焦煤矿开工率



资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

图表 15: 吕梁地区炼焦煤矿开工率

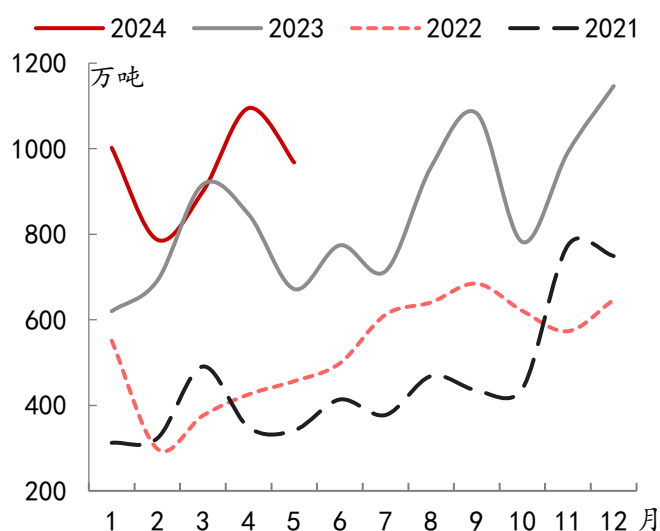


资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

2.2 蒙煤进口高位，库存压力较大

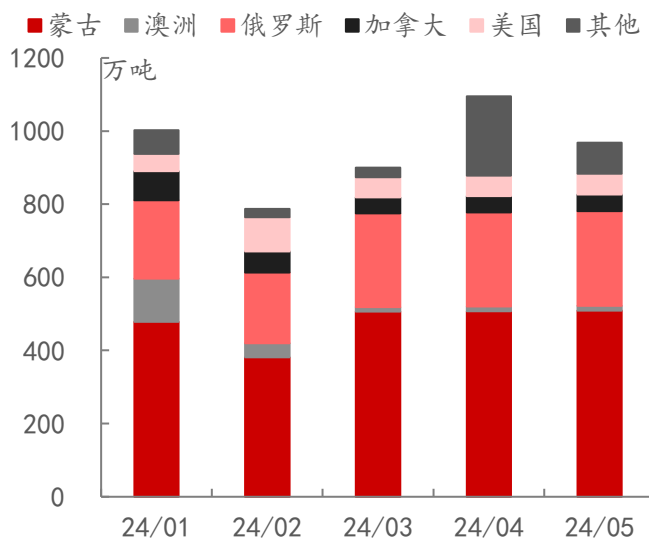
上半年在国产供应减量情况下，进口同比增幅较大，其中蒙煤增量明显。根据海关数据，1-5 月全国累计进口炼焦煤 4749 万吨，同比增幅 26.82%，增加 1005 万吨。

图表 16：中国炼焦煤进口量



资料来源：Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

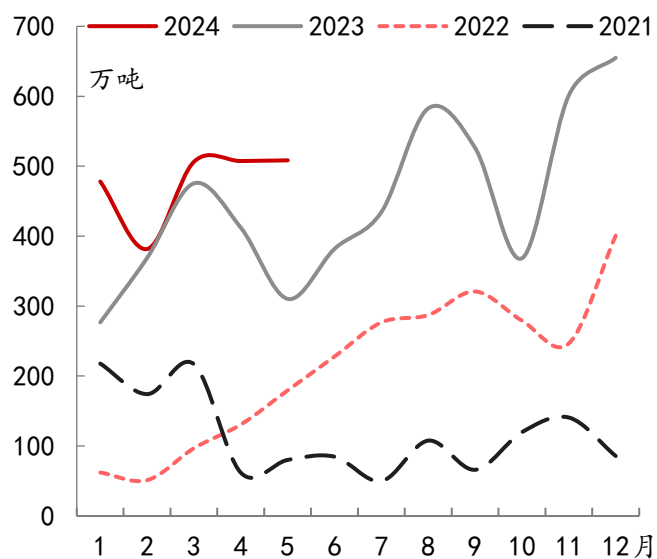
图表 17：中国炼焦煤进口量分国别



资料来源：Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

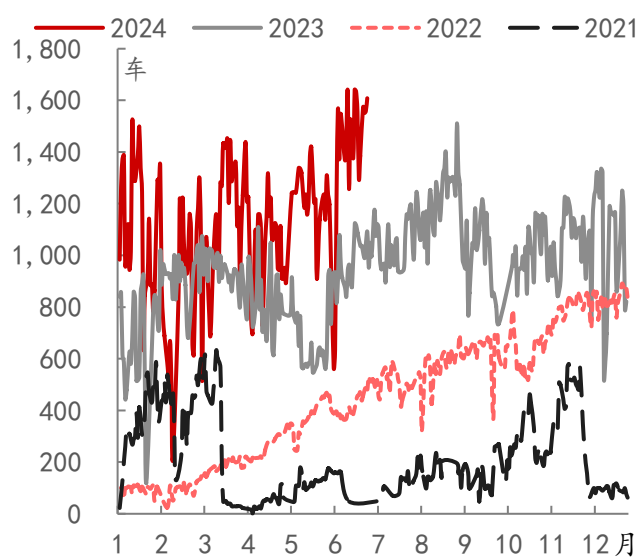
今年以来蒙煤进口持续高位，截止 5 月，蒙煤累计进口 2382 万吨，同比增加 29%。蒙煤进口增量除了没有政策和疫情的影响外，通关和运输效率的提高也是主要因素之一，尤其无人车使用效率提高，使得蒙煤通关提高。尤其甘其毛都口岸，年内最高日通关至 1600 车，达历史高位，且通关车辆常态化高位。

图表 18: 蒙古炼焦煤进口量



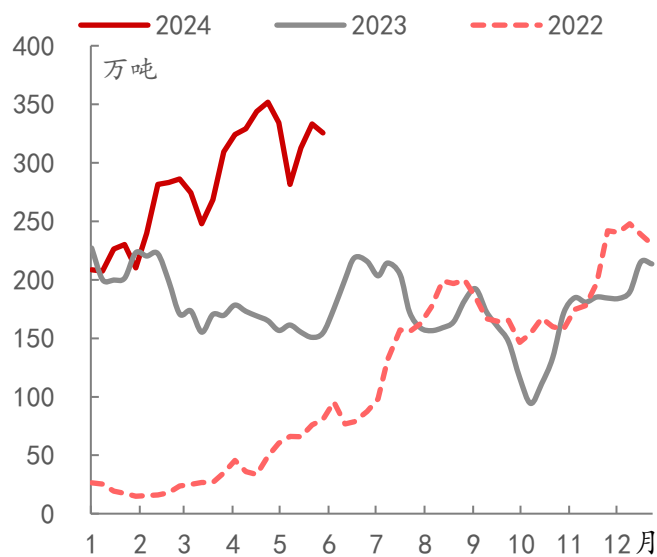
资料来源: Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 19: 甘其毛都通关车辆数



资料来源: 掌上煤焦, 东证衍生品研究院

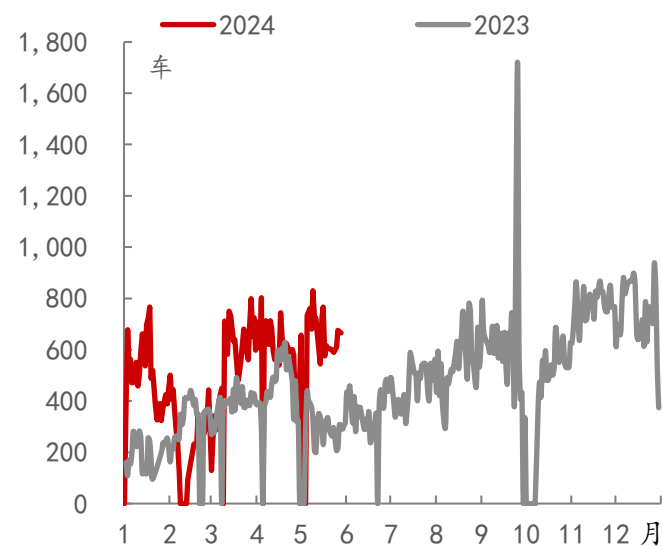
图表 20: 288 口岸监管区总库存



资料来源: 汾渭, 东证衍生品研究院

除甘其毛都口岸外，策克口岸通关恢复后，通关车辆也有所增加。同时据蒙古蒙古 IKON 报道，连接蒙古国西伯库伦口岸与中国策克口岸的 6.96 公里跨境铁路于 2024 年 5 月 29 日建设完成，整体铁路项目全长 19.2 公里，目前铁路和建筑设施等建设任务已完成，计划于 2024 年三季度施工完成，若建成后过货量将有增加。

图表 21：策克口岸通关车辆数



资料来源：汾渭，东证衍生品研究院

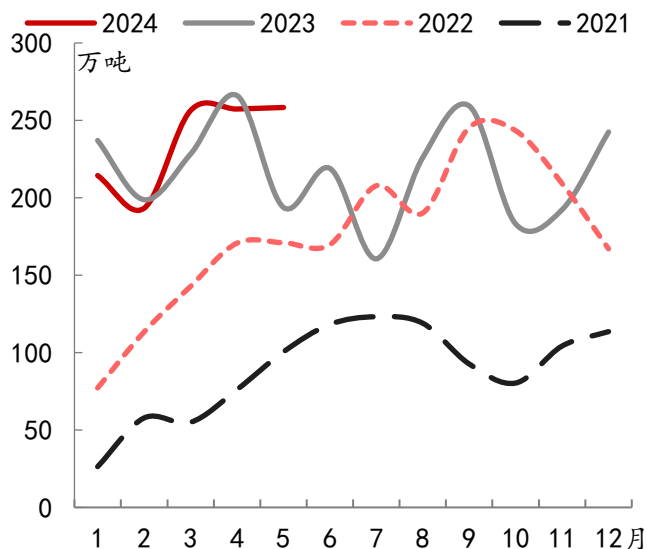
后期来看，若无其他干扰因素，下半年蒙煤进口或维持较高水平。但蒙煤进口高位也使得其库存较高，库存压力较大，若下半年持续累积，或将拖累蒙煤价格。

2.3 海运煤增幅较大，绝对增量有限

海运进口煤也有增量，虽部分国家增幅较大，但绝对增量有限。

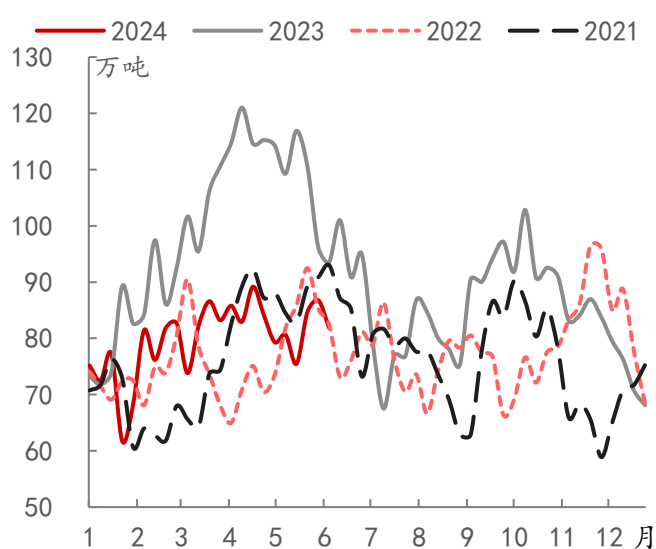
具体来看，目前海运煤进口量最大的国家为俄罗斯，今年 1-5 月俄罗斯累计进口 1180 万吨，同比增加 4.93%。一季度由于运输问题外进口减量，后逐渐补充。下半年来看，俄煤进口持稳，年度或较去年同比持平。

图表 22: 俄罗斯炼焦煤进口量



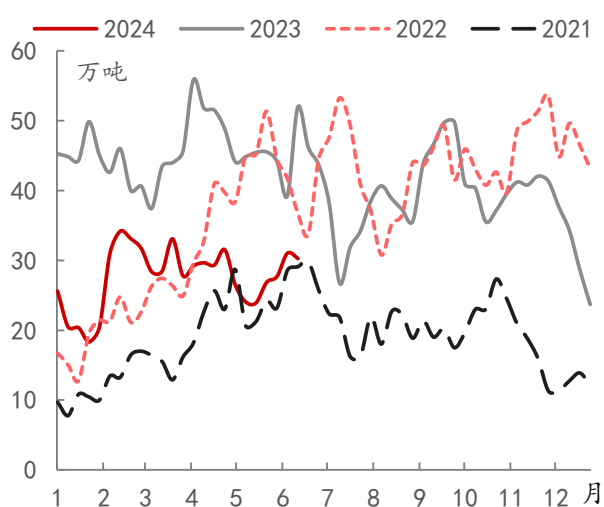
资料来源: Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 23: 俄罗斯至全球海运炼焦煤量



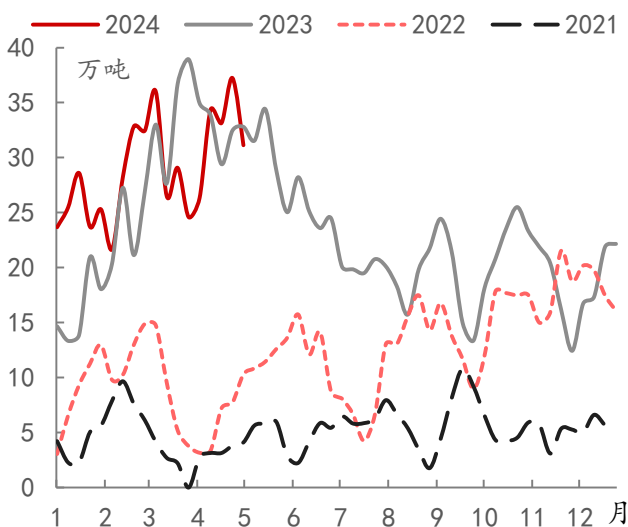
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 24: 俄罗斯至中国海运炼焦煤量



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 25: 俄罗斯至印度海运炼焦煤量



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

澳煤方面，1-4 月澳洲炼焦煤生产正常，产量较去年小幅下滑。据出口数据显示，1-5 月澳洲炼焦煤累计出口 6067 万吨，同比小幅下降 0.47%，澳煤主要出口国仍为印度，韩国，日本。从我国进口量来看，今年上半年澳煤进口短时间利润恢复，进口量小幅增加，1-5 月我国累计进口澳洲焦煤 194 万吨，同比增幅 141%。

去年以来，由于印度基建需求增加，印度大量从澳洲进口焦煤。但今年上半年印度生铁产量增速下滑，焦煤需求不及预期，澳煤采购减少，这样是上半年澳煤价格走弱的原因之一。下半年来看，随着印度选举结束后部分基建项目恢复，印度需求仍有支撑。

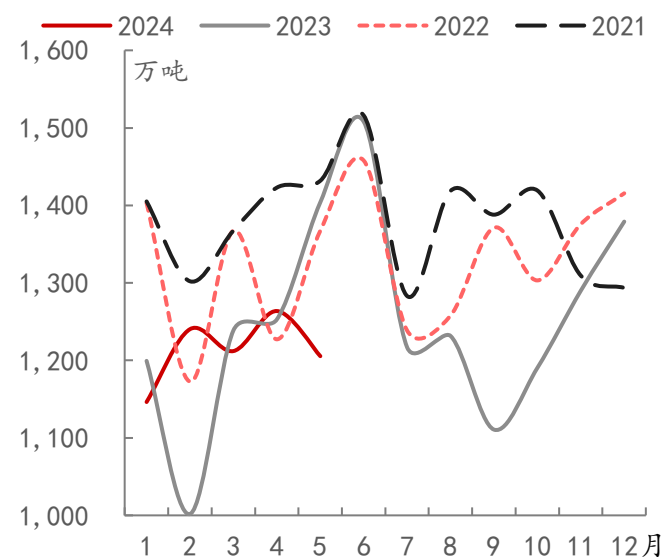
因此下半年来看，澳煤进口同比或仍有增加，但增量有限。其他海运煤虽有同比增幅，但绝对增量有限。

图表 26：炼焦煤进口量预测

	蒙古	俄罗斯	澳洲	美国	加拿大	合计
2023	5393	2607	279	588	760	9627
2024(1-5)	2382	1180	194	310	271	4337
2024E	5600	2600	500	700	600	10000

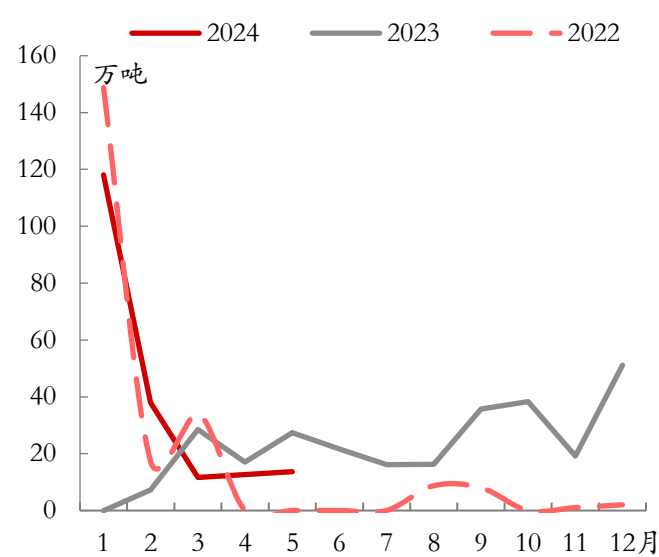
资料来源：Wind，Mysteel，IFind，政府文件，东证衍生品研究院

图表 27：澳洲冶金煤出口量



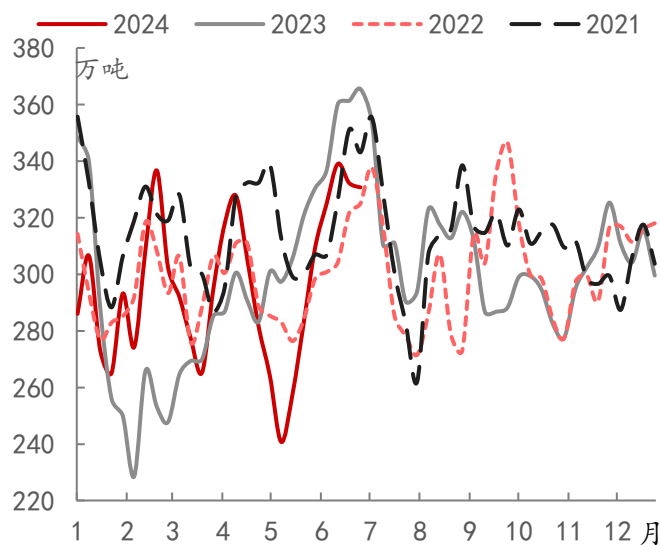
资料来源：Clarksons，Kpler，东证衍生品研究院

图表 28：我国澳洲炼焦煤进口量



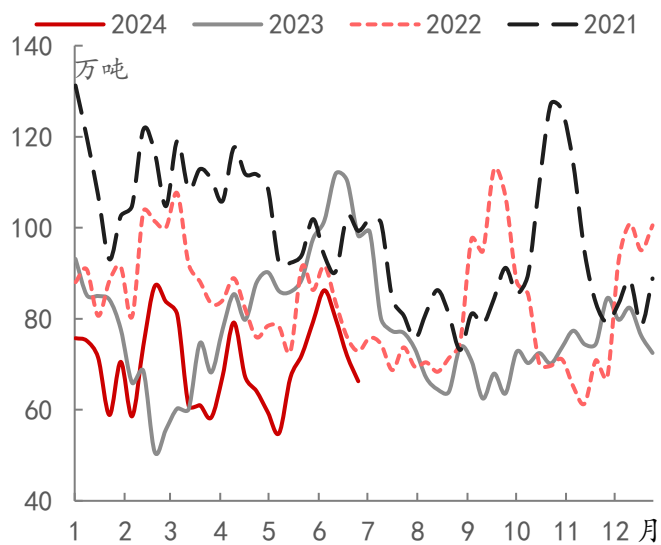
资料来源：Wind，Mysteel，IFind，东证衍生品研究院

图表 29: 澳洲至全球海运炼焦煤量



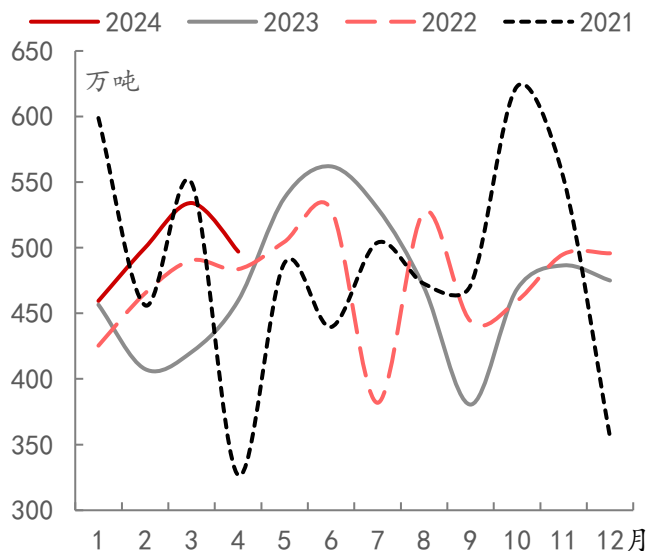
资料来源: Clarksons, Kpler, 东证衍生品研究院

图表 30: 澳洲至印度海运炼焦煤量



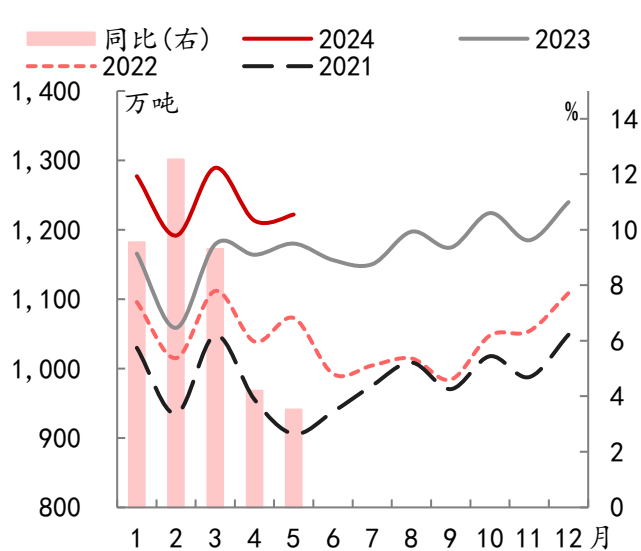
资料来源: Clarksons, Kpler, 东证衍生品研究院

图表 31: 印度焦煤进口量



资料来源: Clarksons, Kpler, 汾渭, Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 32: 印度粗钢产量

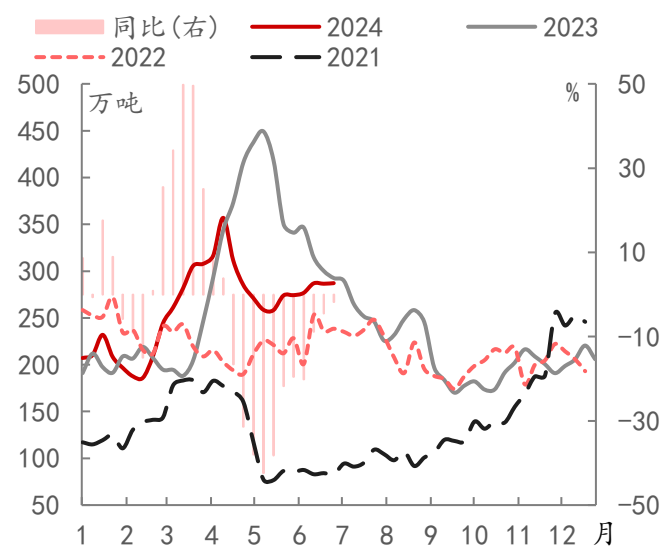


资料来源: Clarksons, 汾渭, Mysteel, 东证衍生品研究院

2.4 下游库存仍持续低位

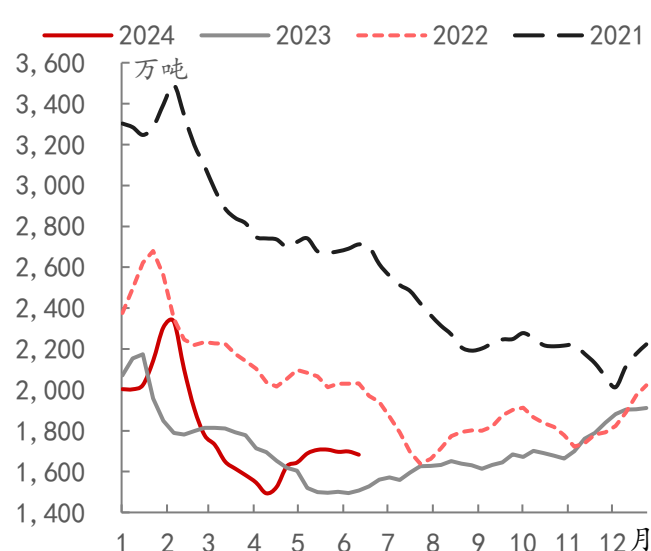
库存方面，一季度由于需求持续弱势，高炉复产不及预期铁水低位，焦化厂开工率下降，下游钢厂和焦化厂消化库存为主，并不愿意进行补库，维持低库存结构，因此焦煤库存普遍累积在上游煤矿端。进入二季度随着铁水恢复，下游小幅补库，但补库力度一般。调研了解，焦化厂入炉煤可用天数基本维持在 7-10 天左右，像往年 15 天的情况不复存在，买货渠道较好的焦化厂最低时甚至只有 3-5 天库存。因此下库存偏低也使得焦煤价格弹性较大。

图表 33：煤矿炼焦煤库存



资料来源：Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 34：钢厂+焦化厂焦煤库存



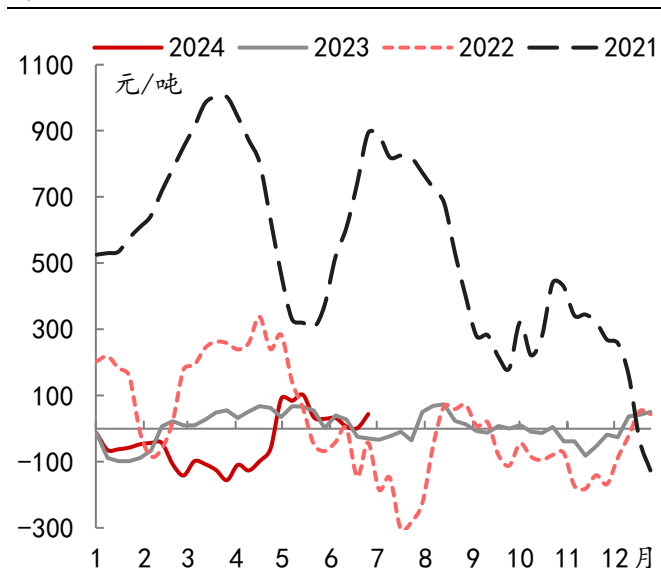
资料来源：Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

3. 焦炭：成本下移库存低位，利润稍有恢复

3.1 利润偏低但稍有恢复

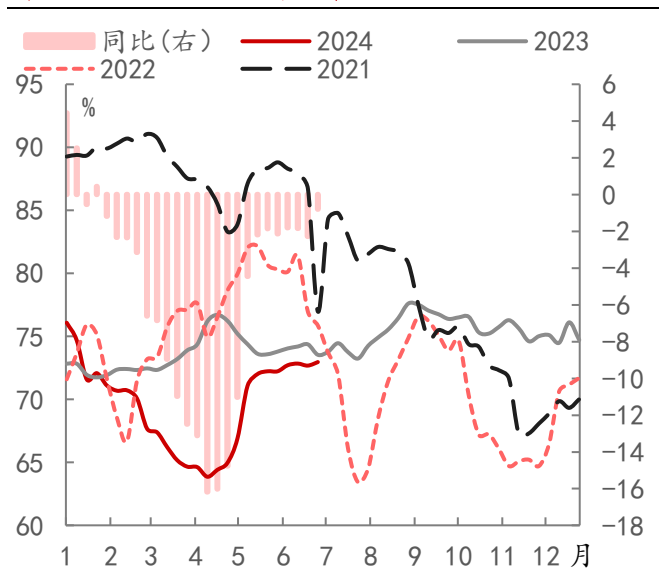
一季度以来随着铁水同比大幅走弱，因此焦化厂开工率持续下滑，下游多消化库存为主，造成焦炭整体库存低位，同时焦煤价格下跌入炉煤成本下移。进入二季度后，随着铁水抬升，焦化利润小幅恢复。随焦化产能依然过剩，但焦炭持续去库叠加铁水恢复带来短时间的利润恢复。后期来看，想要焦化行业利润的维持，只能依靠优化产能。

图表 35：焦化利润



资料来源：Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 36：独立焦化厂开工率



资料来源：Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

3.2 焦化优化产能持续

今年上半年，国务院两次发布关于节能降碳的行动方案，加之焦化产能过剩，因此后期其他地区 4.3 米焦炉仍将逐步出清。同时国务院文件要求，推行钢铁、焦化、烧结一体化布局，减少独立焦化、烧结、球团和热轧企业及工序。因此后续焦化产能优化除了 4.3 米炉型外，另一条途径是退出独立焦化厂，推进钢焦一体化。目前我国独立焦化约占总产能 60%左右，钢厂焦化约占 40%左右，独立焦化占比较大。

图表 37: 全国焦炉产能分布 (万吨)

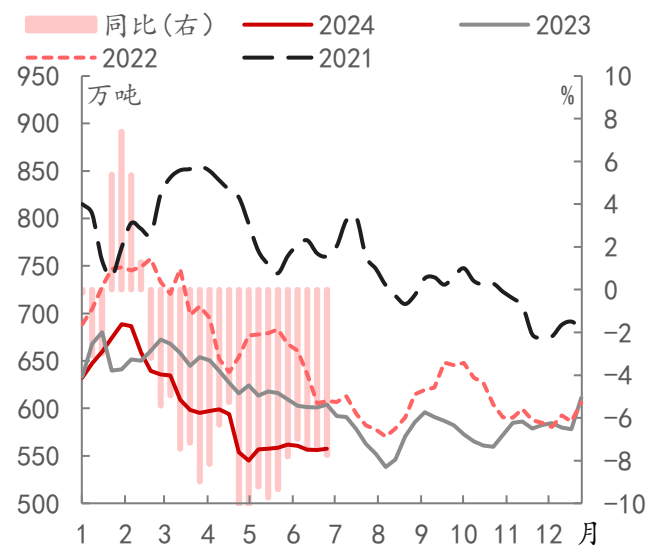
省份		山西	河北	山东	内蒙	河南	其他	总计	占比
焦炉类型	4.3 米及以下	484	273	0	320	0	5084	6161	11%
	5.5 米及以下	10063	7948	4340	5030	2487	20339	51207	89%
合计		11547	8221	4340	5350	2487	25423	57368	--

资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

3.3 钢厂库存低位

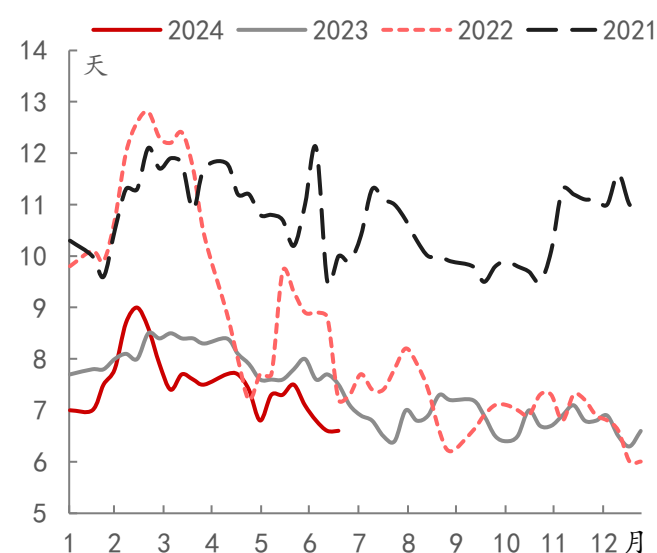
近两年以来,随着钢厂利润的下滑,钢厂对原料的库存始终保持谨慎态度,维持低库存结构,可用天数也一直维持低位,因此钢厂焦炭库存一降再降。后期来看,钢厂低库存结构将常态化运行,焦炭价格多随着补库节奏波动。

图表 38: 钢厂焦炭库存



资料来源: Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 39: 河北地区主流钢厂焦炭库存天数



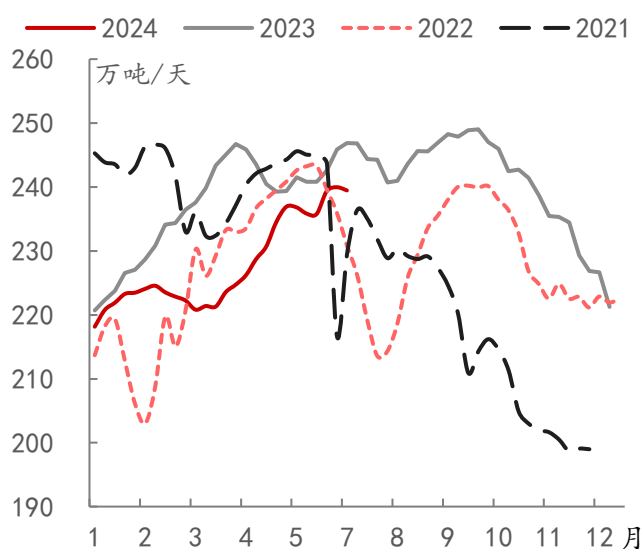
资料来源: 卓创, 东证衍生品研究院

3.4 铁水低位，但出口小幅回升

上半年从终端需求来看，基建需求大幅低于预期，加之地产的持续低迷，一季度需求下滑明显，进入二季度虽部分区域有所恢复，但整体需求仍同比下降。回到铁水，上半年247日均铁水均值在227万吨/天，较去年同期237万吨/天下滑4%左右。下半年来看，基建发力仍有预期，制造业维持韧性，根据钢材半年报，预计下半年平均铁水大致在235-238万吨左右，环比上半年稍有提升但同比依然偏弱。

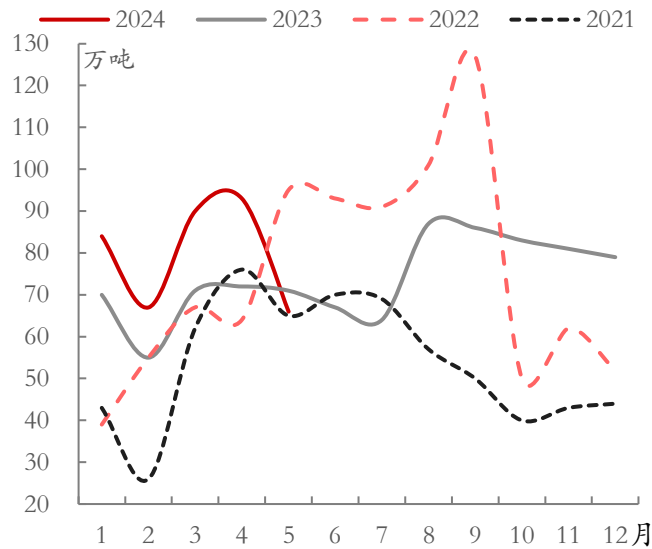
相较于钢材端需求弱势，上半年焦炭出口尚可。由于国内煤焦的下行，使得我国焦炭出口有事显现，在出口利润恢复。截止5月，我国出口焦炭400万吨，同比增加18%。

图表 40: 247 铁水



资料来源: Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

图表 41: 我国焦炭出口量



资料来源: Wind, Mysteel, IFind, 东证衍生品研究院

4. 下半年焦煤焦炭供需展望

焦煤方面，一季度焦煤呈现供需双弱格局，二季度随着铁水回升供需略有改善。下半年基本面来看，供应方面，随着安全检查整改逐渐结束，山西省炼焦煤矿开工率也在逐步回升中，但安监压力仍在同时部分主产区由于煤矿换面等问题整体开工率恢复较慢。且三季度仍有会议扰动，四季度面临年末春节前的安监压力，因此后续炼焦煤供应逐渐增加，但增量有限。进口端维持高位，尤其来自于蒙煤进口大幅增量的压力。

焦炭方面，前期库存消化后整体偏低，同时入炉煤成本下移，焦化利润压至低位后有所修复。但后期来看，想要焦化行业利润的维持，只能依靠优化产能。今年国务院发布节能降碳的行动方案，推行钢铁、焦化、烧结一体化布局，减少独立焦化。因此后续焦化产能优化除了4.3米炉型外，另一条途径是退出独立焦化厂。

整体来看，焦煤供应下半年有所增量。根据东证钢材半年报，需求端随着存量需求的下降，地产的降幅预计较2023年进一步扩大，基建发力程度有限，制造业维持韧性。出口增幅有所调高，整体来看终端需求仍维持1-2%的同比下降，预计下半年平均铁水大致在235-238万吨左右。

价格方面，上半年焦煤国产供应端减量也刚好匹配了需求端的下降，但下半年若供应逐渐恢复，则要看需求发力情况，若需求维持上半年弱势状态，焦煤或持续窄幅震荡。节奏来看，铁水接近顶部，但供应高位，加之三季度蒙煤长协或有下调，因此市场或先交易弱现实情况，待后续需求明朗后，将有一定程度反弹。

图表 42：焦煤平衡表（万吨，%）

	2024Q1		2024Q2		2024Q3		2024Q4		合计	
国产	10422	-10.8%	10828	-8.6%	11725	2.1%	11287	0.9%	44262	-4.2%
净进口	2402	16.1%	2689	18.0%	2511	-2.0%	2392	-8.0%	9994	6.7%
总供应	12824	-5.0%	13517	-3.0%	14236	2.0%	13679	-0.8%	54256	-1.7%
国内需求	12949	-4.1%	13350	-2.3%	14189	-1.0%	13586	-0.8%	54074	-2%
供需差	-125	——	167	——	47	——	93	——	——	——

资料来源：Wind，Mysteel，IFind，东证衍生品研究院

5. 风险提示

双焦上行风险主要来自于需求恢复超预期。下行风险在于供应大量释放。

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