

环保风再起

【摘要】

螺纹在环保压力下，基本面延续紧平衡。目前高炉开工率和产能利用率持稳，供给端前期严格限产的江苏地区有一定复产计划，但预计复产量较为有限，环保常态化的影响，后期产量释放空间不大。房地产业韧性较强，建筑施工体量维持高位，淡季预期有所弱化。供需矛盾边际缓和，有一定累库的压力，但矛盾很难激化，短期螺纹价格偏回调，回调点位暂看 3650。后期环保力度增大仍有望带动螺纹价格上行。

热卷受采暖季限产对供给影响较大，始终处于紧平衡状态，采暖季结束后，热卷产量明显恢复，去库节奏偏慢，但库存绝对量始终处于低位，价格刚性凸显。全年来看，热卷新上轧线有增产预期，但河北秋冬季环保限产的影响也将再度凸显，需求端多个终端行业的压力有所增大，热卷后期的预期较差，且压力已经开始有所显现。后期热卷价格走势相对被动，很难突破上半年的高点。

铁矿石需求偏稳，环保限制叠加补库较容易，都将继续抑制钢厂的采购积极性，刚性需求和贸易商投机需求都较为有限，港口库存难降。矿石结构性矛盾仍在，由于国产精粉减量超预期，精粉、块矿、巴西矿货源紧张的局面仍将延续，外矿扩产周期近尾声，矿石底部已相对明确，但结构性矛盾的驱动不足，上升空间不大。

焦炭，短期来看 6 月底徐州地区陆续有复产以及 7 月底环保或有放松，部分钢厂库存已高，且在终端需求有所走弱的情况下，采购积极性将有所下降。叠加焦炭高价，贸易商投机性需求萎缩，焦企有累库风险，焦价或将走弱。但目前焦价大幅贴水下，回调空间有限。长期来看，下半年高炉限产时间短于上半年，而焦化限产时间以及力度将高于上半年。在环保限产执行到位的情况下，焦炭供需格局将比上半年更加紧缺。投资者可以采取逢低做多焦炭以及焦化利

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货 研究所

薛娜

xuena@nawaa.com

0571-89727545

投资咨询职业资格号

Z0011417

杨雅心 助理研究员

yangyaxin@nawaa.com

0571-87839255

从业资格号

F3025703

王泽勇 助理研究员

wangzeyong@nawaa.com

0571-89727505

从业资格号

F3035049

润的策略。

下半年焦煤产量有所释放，但受煤矿安监、环保影响增幅有限。进口煤方面，蒙煤仍有增量，澳煤供应宽松但受运力影响进口增量不大，总体来看焦煤供应稳中有升。需求方面，受到下半年焦化环保限产的常态化、趋严化影响，开工率难以大幅提升，焦煤需求受到限制。在环保限产下，高低硫煤价差仍有进一步扩大可能。整体来看下半年炼焦煤供强需弱，投资者可以采取反弹抛空或者逢低做多焦化利润的策略。

可以关注的策略有，RB1810 多单 3650 附近逢低配置，目标 4200；I1809 400-500 区间操作；J1809 多单，2000 以下逢低配置，目标 2500；JM1809 空单，1300 以上逢高配置，目标 1000。

多 RB1810 空 HC1810, -150 以下逢低做多，目标 0；多 RB1810 空 RB1901, 150 左右逢低做多，目标 300；多 J1901 空 JM1901，1.63 以下介入，目标 1.73。

需要注意以下风险，宏观经济和终端需求超预期走弱；环保限产的政策执行力度；煤矿安全检查超预期严格；国际形势引发新的黑天鹅事件。

目录

1. 宏观和终端需求	5
1.1 房地产投资表现出较强韧性.....	5
1.2 基建投资持续下滑	7
1.3 制造业表现平稳，行业间有一定分化	8
1.4 主要下游消费行业情况	9
1.5 钢材出口	11
1.6 热卷直接下游——冷卷与涂镀加工	12
2. 钢材供给与库存	13
2.1 行情回顾	13
2.2 钢材利润与产量	14
2.3 环保限产对钢材产量的影响	16
2.4 螺纹、热卷库存	17
2.5 钢材小结	19
3. 铁矿石供求	20
3.1 行情回顾	20
3.2 铁矿石产量、发运与到货	20
3.3 铁矿石需求持稳，钢厂补货意愿不强	23
3.4 铁矿石库存结构与品种间价差	24
3.5 铁矿石小结	26
4. 焦炭焦煤供求	26
4.1 行情回顾	26
4.2 焦煤供应有所释放，但受安全、环保、治超影响增幅有限	27
4.3 蒙煤进口继续改观，澳煤供应有增量	29
4.4 煤炭“公转铁”下运力瓶颈难以缓解	31
4.5 环保限产常态化将成为下半年的主旋律	32
4.6 焦炭出口将有小幅回落	34
4.7 库存情况	35

4.8	贸易摩擦对煤焦影响较小	37
4.9	煤焦小结	38
5.	策略与风险	38
5.1	单边策略	38
5.2	套利与对冲策略	39
5.3	风险提示	39
	南华期货分支机构	40
	免责声明	42

1. 宏观和终端需求

上半年宏观环境较为复杂多变，贸易战持续发酵，给宏观调控造成一定压力。4月25日，央行两年后首次实行降准，二次降准的预期也不断增强，同时更为积极的在公开市场释放流动性，通过货币层面的适度宽松适当对冲信贷紧缩对市场造成的冲击，货币市场利率高位小幅回落。但与此同时，社融持续大幅下滑，去杠杆仍使企业的融资压力偏高。下半年尽管宏观调控要面对国内外的诸多形势变化，但防风险和去杠杆的主基调不会有大变化，流动性进一步放松的空间较为有限。美欧央行倾向于紧缩政策，也制约了国内流动性进一步放松空间。

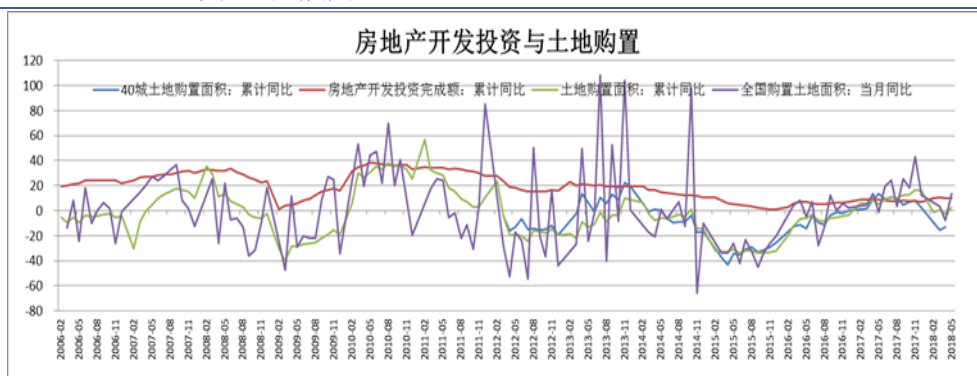
终端需求方面，房地产在政策紧缩周期下表现出较强的韧性，销售数据边际转好，使得最令人担心的资金压力有所改善，且前期地产商的土地库存转化顺畅，年内新开工加速，但房地产仍面临强监管的压力，整体良好的走势持续性存疑；基建投资增速持续回落，累计增速同比降至9.1%。上半年我国财政收支较为健康，盈余较多，但对于基建来说，区域不平衡性较为明显，东部地区的基础建设需求基本持稳，而需要重点发展的地区资金到位情况转差。同时由于经济结构转型的需要，各级政府今年工作和考核的重点在于环保，对大量投资基建的激励不足，新的基建项目审批也更为严格，在基建投资由量转质和基建项目高基数的背景下，我们并不看好基建后期的回升空间；而制造业目前虽然表现平稳，但产成品去库存伴随企业利润的继续回落，使得后期生产扩张能力被削弱。具体到各行业，汽车行业去库存并不顺畅，上半年产销率再度回升，且远期销售压力较大，因此并不看好汽车维持产量增速；家电行业上半年增速回落，年中有所启稳反弹，增速仍将低于去年；工程机械继续保持高增长，但更新换代周期已接近尾声；船舶行业的复苏势头或将延续。而钢材出口较去年有所恢复，但改善空间不大。宏观预期较差，需求端除房地产等行业表现出较强的韧性之外，多数行业存在一定的压力，需求端稳中偏弱。

1.1 房地产投资表现出较强韧性

上半年房地产业表现整体超预期，房地产开发投资维持高位。除了有一定土地购置费递延的影响外，三四线城市土地购置面积也重新走强，另一方面，地产商资金压力有

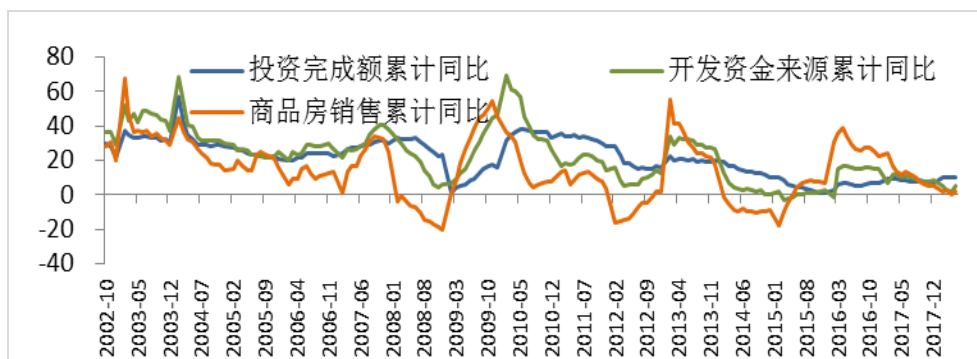
所改善，尽管贷款仍受到限制，但销售回款改善，促使开发商资金来源增速见底回升至5.1%，因此在资金状况改善和秋冬季受环保压力停工风险增大的共同影响下，房地产新开工加速，且年中存在赶工期的意愿，施工淡季预期转弱，地产整体的建筑施工体量仍处高位。后期房地产的压力仍主要来自政策层面，土地购置面积增速最先面临回落压力，但考虑到地产商加紧变现的心态，投资和新开工的刚性短期还将持续，对房地产预期的风险将继续后移。

图 1：土地购置与房地产投资



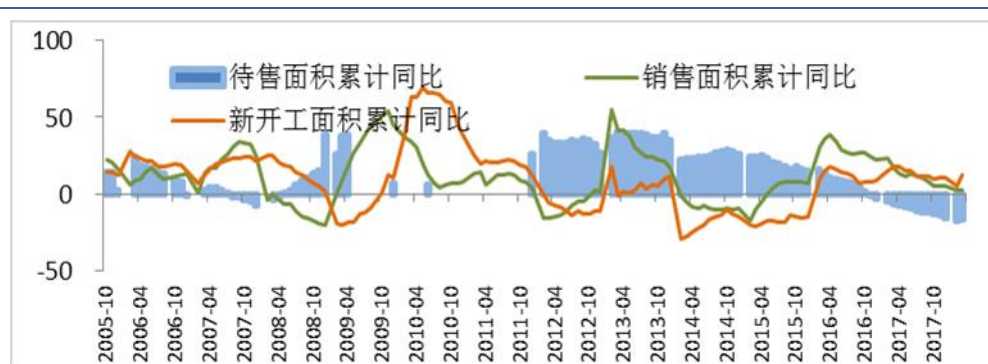
资料来源：国家统计局、南华研究

图 2 地产商资金来源与房地产投资



资料来源：国家统计局、南华研究

图 3 房地产销售面积与新开工面积

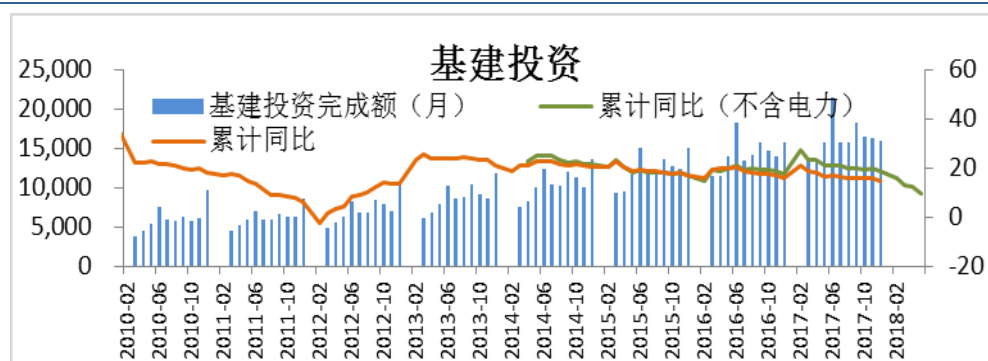


资料来源：国家统计局、南华研究

1.2 基建投资持续下滑

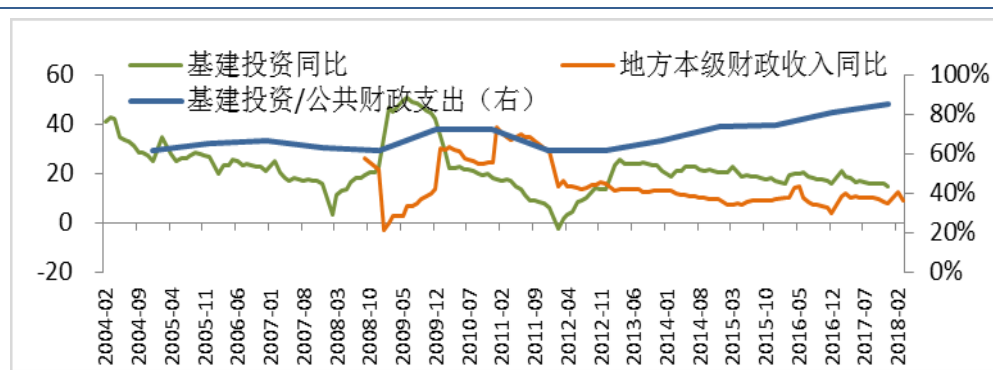
基建投资增速持续下滑。1-5月基建投资（不含电力）同比增长9.4%，为2012年8月以来最低，较2017年同期低了11.5个百分点。而电力、热力、燃气和水供应投资增速-10.8%，创历史新低。改革进入深水区，国家对于地方违规融资监管难以放松，且各级政府今年工作和考核的重点在于环保，对大量投资基建的激励不足，同时东部地区经过多年的大力投资，基础建设普遍存在高基数和由量转质的趋势，因此尽管上半年财政盈余比较多，地方债的发债规模也有所回升，但我们并不看好后期基建投资的回升空间。

图4 基础建设投资（亿元）



资料来源：国家统计局、南华研究

图5 基建投资与公共财政收支

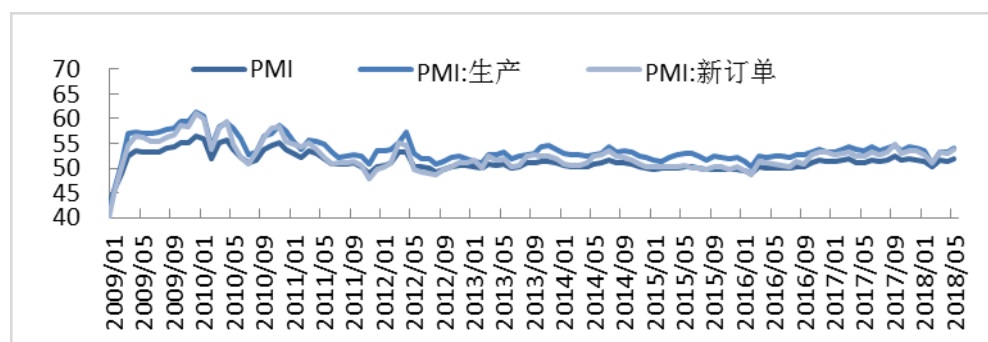


资料来源：wind、南华研究

1.3 制造业表现平稳，行业间有一定分化

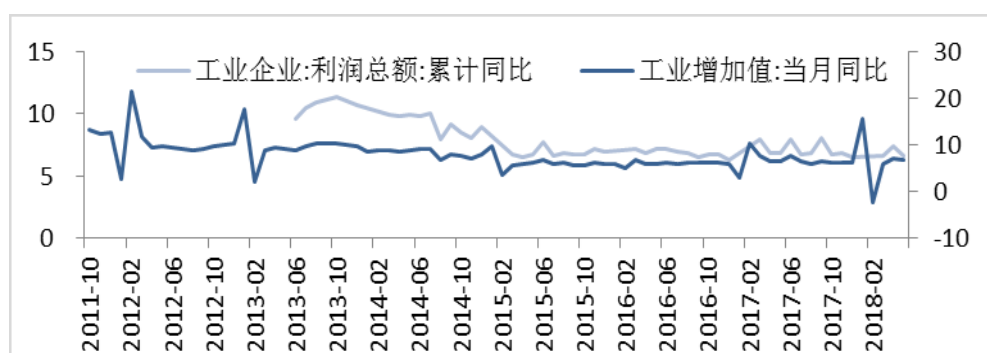
制造业运行较为平稳，制造业 PMI 及分项指标均小幅回升，略低于去年同期。多数行业都处于产成品去库存周期，但由于居民消费继续受到压制，使得终端消费继续施压供应端，企业的资产负债表并未明显改善，去库存伴随着工业企业利润的回落。在宏观环境压力增大的情况下，企业经营理念更为谨慎，行业间分化明显，与终端消费对接的行业压力逐步显现，而与地产和基建相关联的行业继续保持高增长，但整体上看我们认为制造业将稳中有降。

图 6 制造业总体平稳运行



资料来源：国家统计局、南华研究

图 7 工业企业利润普遍回落



资料来源：国家统计局、南华研究

图 8 产成品库存快速回落

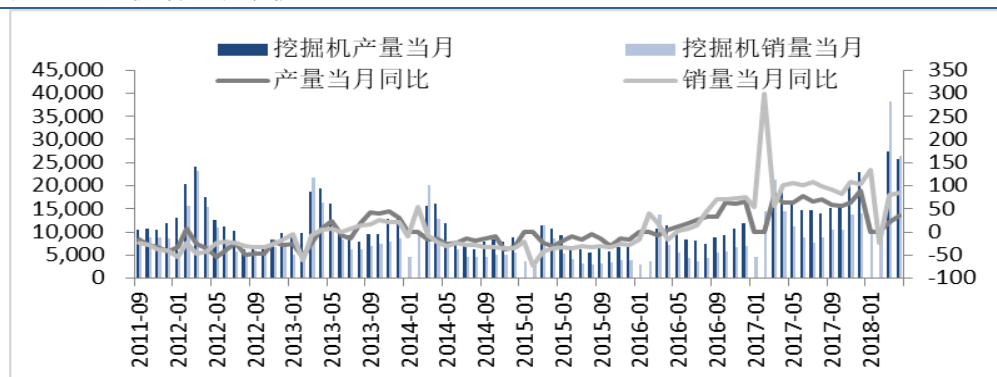


资料来源：国家统计局、南华研究

1.4 主要下游消费行业情况

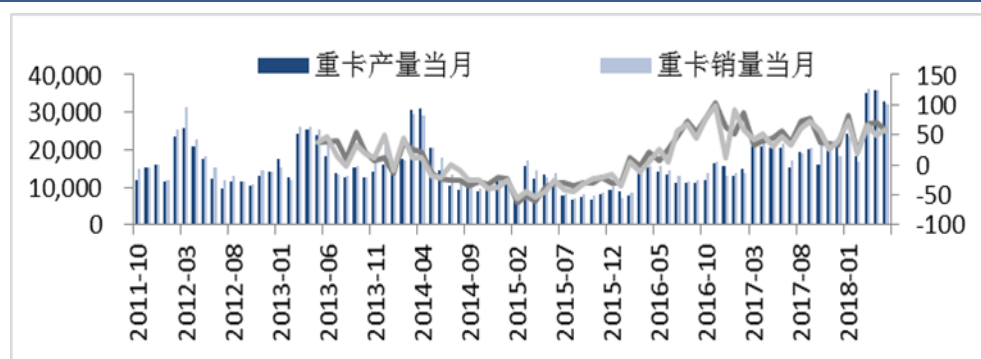
挖掘机、重卡等工程机械维持较高的产销增速，但波动增大。尽管工程施工量仍有保障，但去年的高基数和更新换代接近尾声使得后期的产销压力进一步增大。但传导至生产原料采购环节较为滞后。

图 9 挖掘机增速波动较大



资料来源：wind、南华研究

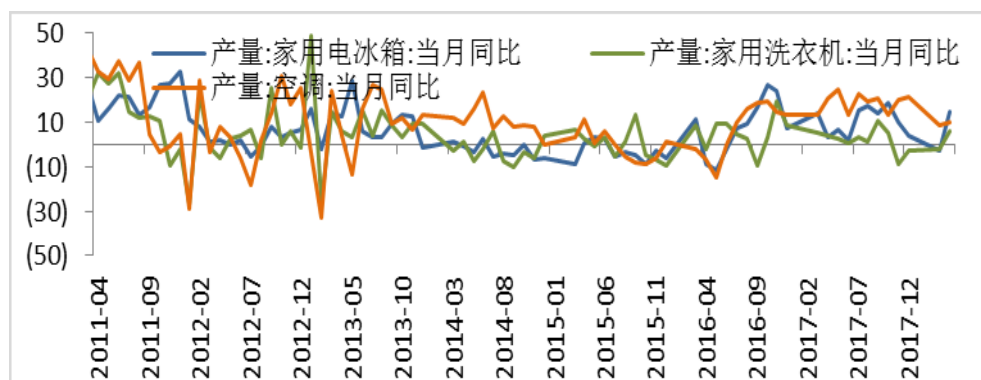
图 10 重卡保持较高的产销增速



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

家电在经历了年初的低迷之后，产量增速明显回升，整体表现有所超预期，尽管今年的房地产完工面积和家装需求仍有支撑，但同样考虑到去年的高基数，家电产量保持正增长，但增速处于低位。

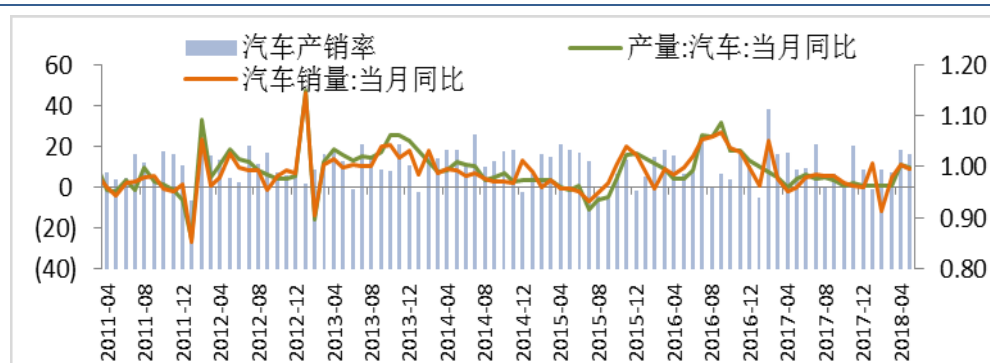
图 11 家电受房地产周期影响，预期回落



资料来源：国家统计局、南华研究

汽车产销增速则表现出冲高回落的态势，经历了年底的销售旺季后，产销比明显回升，反映去库存不力。而作为亮点的新能源汽车比重太低。下半年进口车购置税减免的落实将对销售端形成冲击，产销增速可能继续回落。

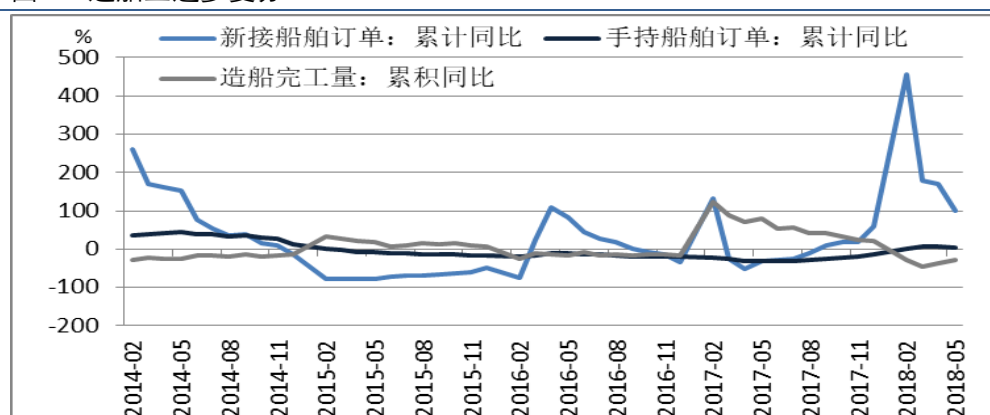
图 12 汽车去库存不力，产销增速可能继续回落



资料来源：中国汽车工业协会、南华研究

航运业是周期性复苏较为明显的行业。上半年国内新接船舶订单、手持船舶订单量均低位回升，并且仍将持续，中厚板订单紧俏。

图 13 造船业逐步复苏

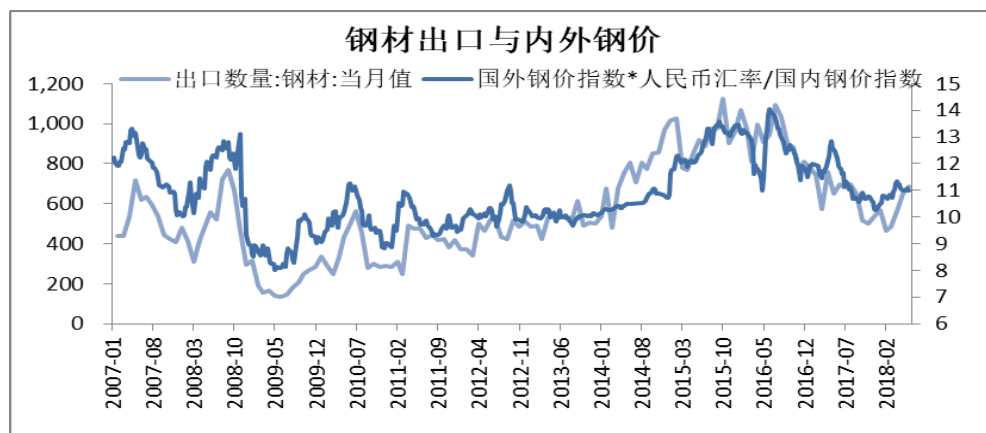


资料来源：国家统计局、南华研究

1.5 钢材出口

钢材出口经历上半年的大幅下滑后企稳回升，出口订单的增量集中在卷板。一方面，国外市场的渠道维护限制了出口量进一步下降空间，同时国外需求旺盛的状况促使国内外价差明显回升，刺激了出口的回升。但由于国内供给仍受到环保等因素的限制，且贸易战阴云不散，出口的提升空间有限。

图 14 钢材出口情况

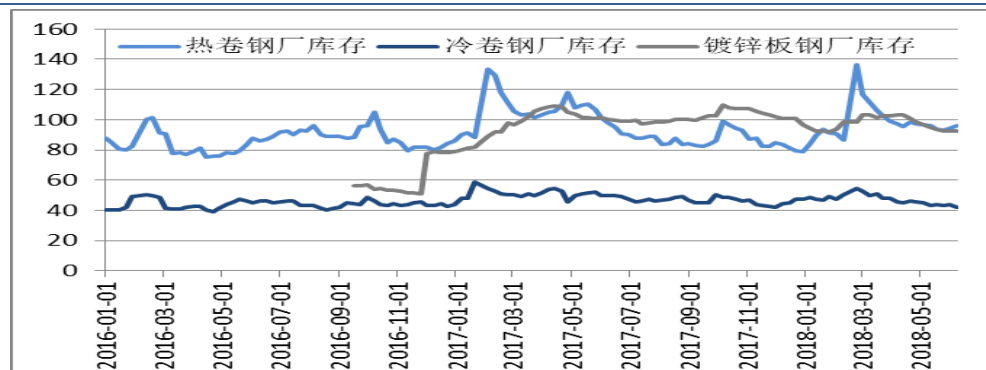


资料来源：国家统计局、南华研究

1.6 热卷直接下游——冷卷与涂镀加工

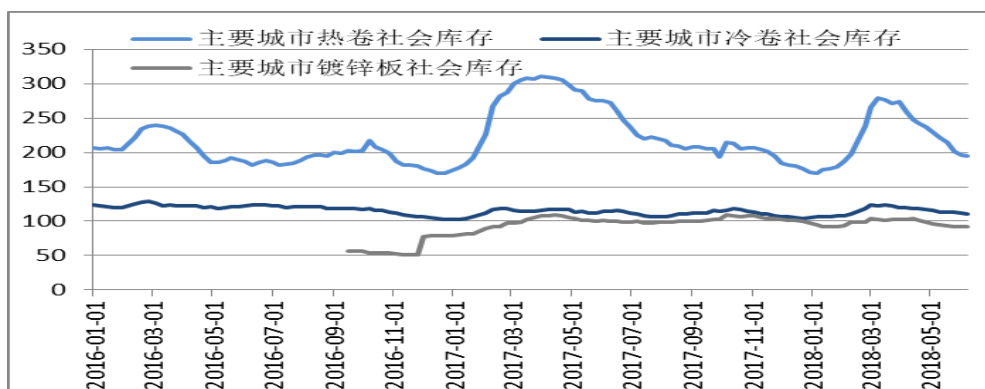
热卷产品的下游出现分化，钢厂直供订单，包括钢结构用板，造船板等偏高端的卷板产品订单均较为紧张，但部分在建筑等领域使用的低端薄板品种受到压制，特别在下游的酸洗、涂镀加工线受环保影响部分产线停产后，直接冲击了冷轧卷板的订单量。从库存上看，卷板类产品的库存整体偏中性，但冷卷、镀锌卷的库存降幅非常有限。而价差反面，冷卷受到上下游的同时挤压，2月份起，年冷热卷价差收敛超过200元，而镀锌与冷卷价差扩大了近300元，冷卷产量受到压制，开始逐步传导至热卷，但目前价差已基本转稳，冷卷年内最差的阶段已逐步过去，后期对热卷订单影响最大的因素在于受环保限制的产线何时恢复生产。

图 15 冷卷、镀锌卷钢厂库存相对平稳



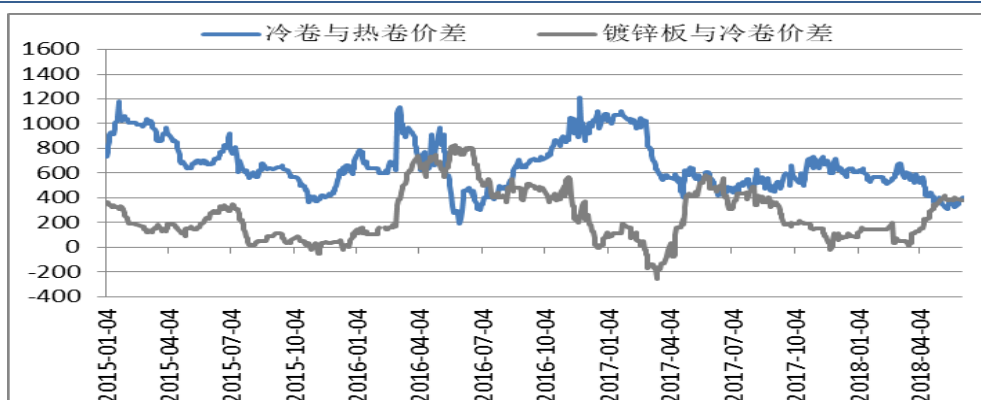
资料来源：Mysteel、南华研究

图 16 冷卷、镀锌卷社会库存去化不明显



资料来源：Mysteel、南华研

图 17 冷轧价格受到上下游产品挤压



资料来源：Wind、南华研究

2. 钢材供给与库存

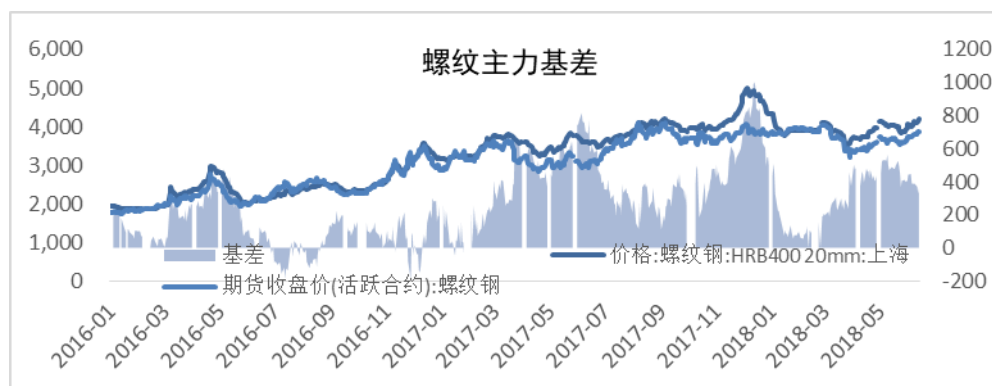
2.1 行情回顾

上半年螺纹以高位震荡为主，整体波动增大。年初市场预期相对乐观，价格处于3800 附近震荡，采暖季结束后，由于库存高位且预期的需求迟迟未至，贸易商风险释放致螺纹重挫超过 500 点。随着延后的需求集中释放，且需求表现逐步超预期，去库顺畅，螺纹持续上涨，创出年内新高。目前尽管需求效应边际减弱，但环保利好支持下仍维持高位震荡。

上半年热卷同样走出宽幅震荡的走势，年初由于华北仍处于限产过程中，热卷的产量受到压制，订单持续偏紧，现货价格刚性，叠加期货深度贴水，热卷走势强于螺纹。但随着华北结束限产，热卷的产量有所回升，而环保压力转向江苏，限产重点转向螺纹，

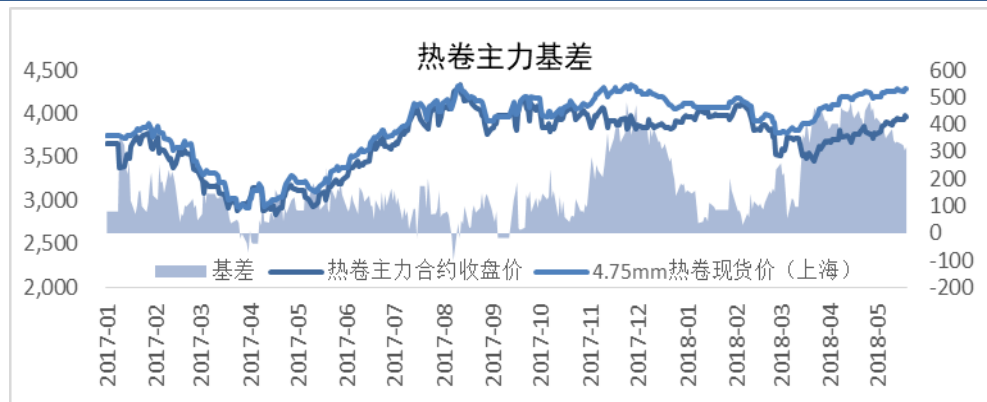
因此去库进度边际放缓后，热卷走势逐步弱于螺纹。

图 18 螺纹价格走势及基差变化



资料来源：Mysteel、南华研究

图 19 热卷价格走势及基差变化



资料来源：Mysteel、南华研究

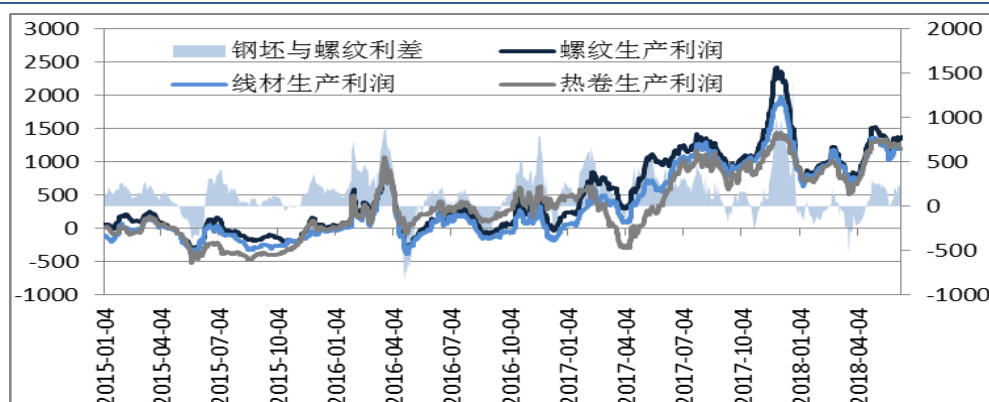
2.2 钢材利润与产量

上半年钢铁行业继续处于供给侧改革的红利期内，全行业维持 800-1000 的高利润。同时高炉环节限产使得利润高度集中在前端，钢坯利润占成材总成利润的 80%，产业链利润分配更加失衡，而品种间利差明显收窄，螺纹与热卷的利润差收至 50，钢厂在各品种之间调配产量的动力下降。采暖季结束后，华北地区钢厂陆续复产，高炉开工率回升至 71%，增产集中在型钢和卷带品种，而 5 月起，华东的环保及检修压力使得螺纹产量再度收紧。

环保仍是下半年影响供给的主要政策因素，且具有持续时间长、执行力度大的特点。因此我们认为年内的产量峰值已过，年中产量基本持稳，进入秋季后环保压力还将使产

量下滑。环保对产量的影响将在后面具体分析。

图 20 各品种钢材利润对比



资料来源：wind 南华研究

图 21 全国盈利钢厂比例和高炉开工率

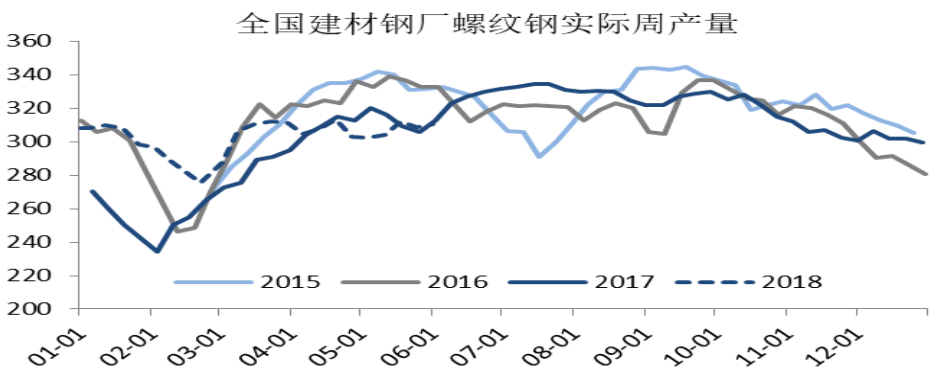


资料来源：Wind、南华研究

分品种来看，mysteel 调研的样本钢厂螺纹周产量在春节后出现短暂回升，随后基本稳定在 300 万吨左右。螺纹产量在采暖季前后变化不明显，主要是华北限产过程中南方钢厂维持满负荷生产，使得螺纹产量受影响较小，而采暖季结束后，南方钢厂相继出现检修和环保限产，螺纹产量又受到一定压制。环保对螺纹的压制效应近期表现最为突出，后期螺纹产量或将小幅回升。

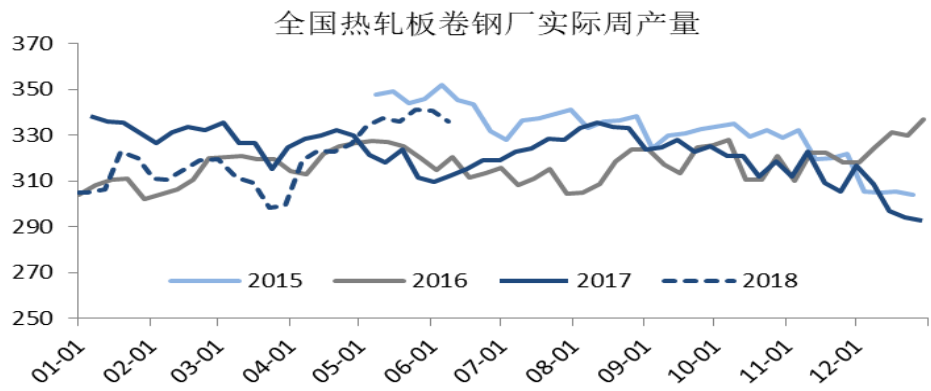
4 月起，由于华北复产和新上轧线的投产，热卷产量上升较为明显，周产量增产近 50 万吨。但进入 6 月，轧线检修量增加使得热卷产量见顶回落。年中检修对产量的影响整体不明显，热卷周产量有望维持在 330 万吨以上，但入秋后环保压力重新增大，产量预计将回落。

图 22 螺纹产量承压运行（万吨）



资料来源: Mysteel、南华研究

图 23 热卷周度产量持续高位，但近期有所回落（万吨）



资料来源: Mysteel、南华研究

上半年电炉的生产利润波动较大，由微利转为微亏，到目前利润逐步扩大至 500 元以上。目前因部分地区环保检查，电炉关停，导致废钢价格下跌且钢价持续上涨，共同推升了电炉利润。但由于环保政策大量整治关停了江苏、两广的电炉设备，因此电炉产能同样处于不饱和状态，产量释放偏低。

图 24 电炉生产成本估算

	废钢平均成本	平均电耗	电极用量	电极费用	耐材	氧气	精炼费用	平均总成本	平均生产利润
2018/1/19	2710.6	400	0.00215	344	60	50	100	3636	234
2018/3/19	2800	400	0.00215	344	60	50	100	3758	-198
2018/6/15	2718	400	0.00215	320	60	50	100	3619	580

资料来源: 南华研究

2.3 环保限产对钢材产量的影响

2018 年环保治理成为国家关注的重中之重，采暖季限产期结束后，政府在环保限产方面的压力有增无减，且非采暖季的限产区域特征较为明显。唐山地区逐步放松了对高炉生产的限制，在污染天气过程实行烧结全停的措施，对钢铁生产的影响相对有限。而邯郸地区明确了非采暖季限产 40% 的指标，高炉复产力度弱于唐山。4 月起，江苏省内又启动了严厉的环保督查行动，进入 6 月，国家开展全国范围的环保回头看行动，对重污染行业去年以来的停产、整改等情况进行检查，清理地条钢等违规产能。供给侧改革的重心由去产能转向调结构，环保常态化对企业生产的抑制力明显提升，这种影响在秋冬季还将进一步强化。

环保限产属于事件驱动型的影响因素，限产时间和力度具有很大的不确定性。但国家对环保重视程度的提升，使得环保限产影响的时限和力度都大幅提升。华东主产区作为螺纹的主要产区，在整个采暖季基本维持满负荷生产，加速了螺纹的累库量。采暖季结束后，江苏率先开始严格环保督查，首先对徐州地区 18 家钢厂整体停产整改，徐州累计停产超两个月，按日均 6 万吨铁水产量估算，实际减产超过 300 万吨。随后江苏省内全面环保督查，中天钢铁检修两座高炉，叠加轧线停产，螺纹产量下降约 40%。因此近期江苏地区螺纹共减产近 200 万吨/月。

根据徐州市的相关文件，我们认为环保督查与减量置换、提升行业准入门槛相辅相成，环保整顿之后，徐州市将进一步进行行业兼并重组，淘汰一批技术落后、污染严重、生产实力弱的企业，450-600 的小高炉也有被淘汰的风险。基本可以确定后期徐州主要为减量复产，初期复产预计不足产能的 50%。因此下半年螺纹供给有所恢复，但大增可能性不大。

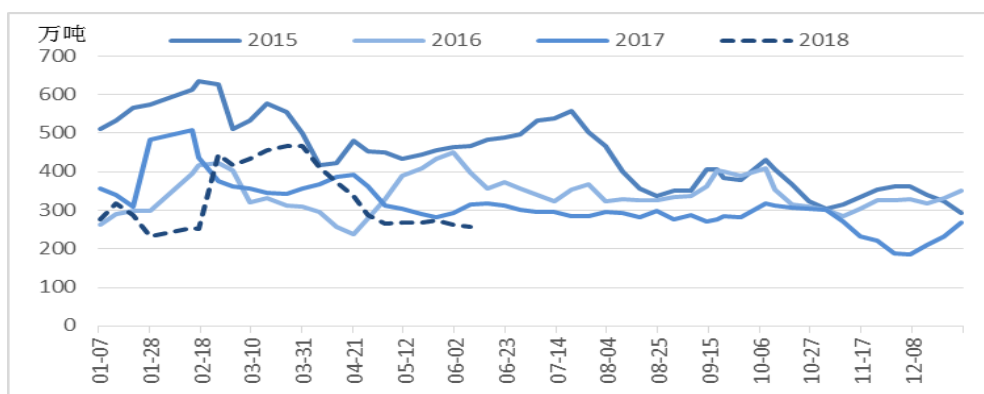
采暖季限产对热卷产量的影响更为明显，因此采暖季结束后的复产周期内，热卷产量相应大幅提升。尽管河北多数钢企已恢复满产状态，但下半年河北仍是环保督查的核心区域，根据国家环保计划要求，年中将主要复查采暖季环保要求的落实情况，进入秋冬季前再制定本年度限产指标。考虑到唐山地区钢厂的环保已较高，下半年热卷产量水平偏高，采暖季的降幅低于去年。

2.4 螺纹、热卷库存

螺纹的主动累库和去库幅度都比较大，春节后社会库存创出近年新高，同时由于工

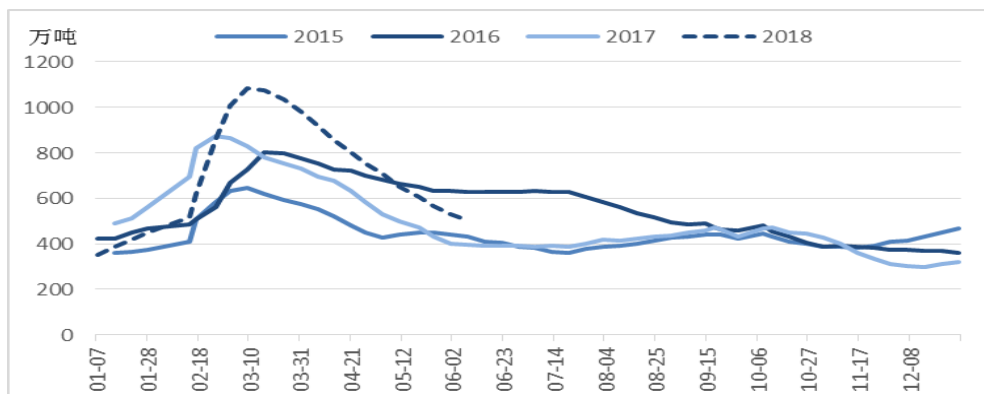
地复工延后，社会库存拐点延后，贸易商资金压力激增，同时钢厂销售压力增大，厂库转为被动累积。对比钢厂库存和社会库存，钢厂倾向于成材低库存模式，压力和风险集中在贸易商环节。春季厂库和社库降幅均超往年，终端需求超预期，江苏环保限产之后，华东螺纹资源较为紧张。而螺纹年中需求以弱稳为主，波动增大，叠加限产影响减弱，库存面临转折，将小幅累积。

图 25 螺纹钢厂库存低位持平（万吨）



资料来源：Mysteel、南华研究

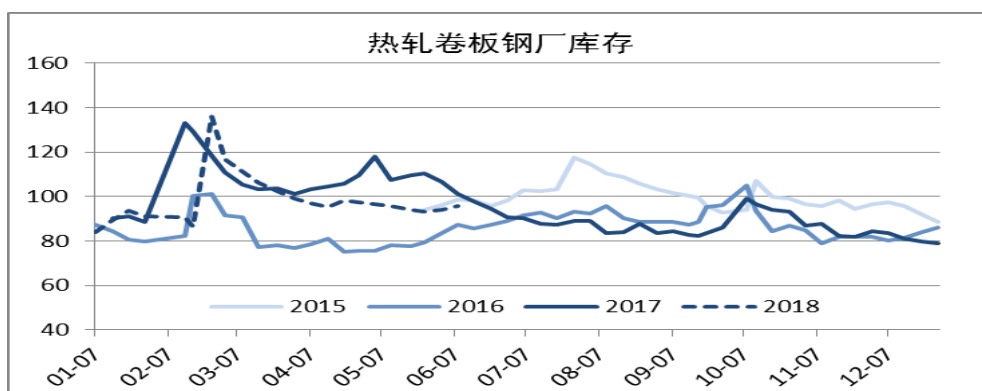
图 26 螺纹社会库存去化顺畅（万吨）



资料来源：Wind、南华研究

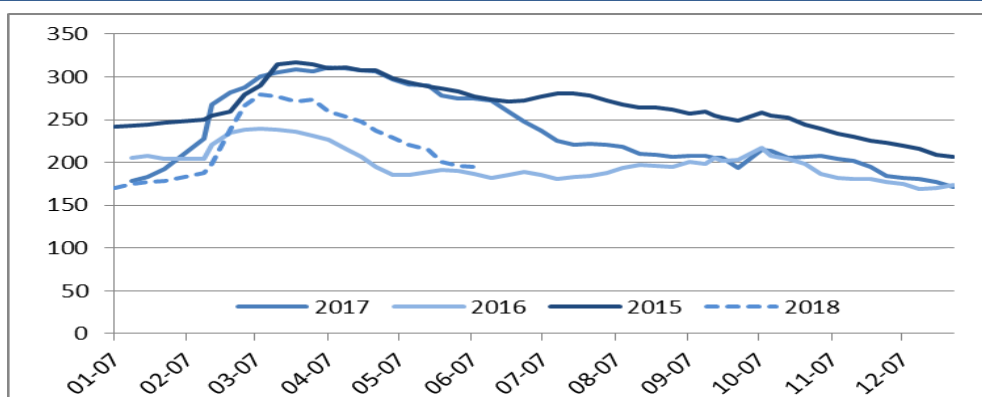
对于热轧卷板，去库前期较为顺畅，但伴随 4 月产量持续上涨，伴随着厂库止降企稳，反映虽然钢厂的热卷订单较好，但增产仍减慢了企业的销售速度。贸易商对热卷的冬储量比较有限，因此即使去库幅度不大，库存绝对量仍降至低位，流通资源持续偏紧。市场对于热卷预期的压力正逐步反映到库存上，卷板终端行业回落的压力增大，叠加下游酸洗、镀锌产线限产力度较严，需求端压力增大，被动累库还将持续。

图 27 热卷钢厂库存降幅放缓，转向被动累积（万吨）



资料来源：Mysteel、南华研究

图 28 热卷社会库存止跌企稳（万吨）



资料来源：Wind、南华研究

2.5 钢材小结

螺纹钢上半年的旺季需求整体超预期，叠加江苏严格执行环保限产，螺纹供给受限，共同促使 4 月起库存去化顺畅，钢价随之上行。考虑到秋冬季停工风险，年中有赶工期的需求，建筑施工体量维持高位，淡季预期有所转弱。而供给端前期严格限产的江苏地区有一定复产计划，但预计复产量较为有限，环保常态化的影响，后期产量释放空间不大。供需矛盾边际缓和，有一定累库的压力，但矛盾并不突出，短期螺纹价格偏回调，回调点位暂看 3650。后期环保力度增大仍有望带动螺纹价格上行。

对于热卷，由于采暖季限产对供给影响较大，热卷冬季累库量偏低，上半年始终处于紧平衡状态，部分品种缺货。采暖季结束后，热卷产量明显恢复，去库节奏偏慢，但库存绝对量始终处于低位，价格刚性凸显。全年来看，热卷新上轧线有增产预期，但河北秋冬季环保限产对热卷影响仍较大，卷螺利差收窄，调产动力不充足。但需求端多个

终端行业的压力有所增大，热卷预期较差，且压力开始有所显现。后期热卷价格走势相对被动，很难突破上半年的高点。

3. 铁矿石供求

3.1 行情回顾

上半年矿石整体承压运行，基本处于黑色系最弱势的品种，且波动性有所收敛，基差持续低位波动。矿石总量上供大于求的压力难以缓解，叠加钢厂补库意愿持续偏弱，备货不积极，港口现货压价较为严重，另一方面由于市场上高品质粉矿供应充足，尽管结构性矛盾阶段存在，但很难重新成为主导行情的驱动力。在供需均较为平稳的情况下，供给端的调节较为缓慢，使得短期内很难促成矿石基本面矛盾的演化，矿石底部支撑较为明确，但向上的驱动不足，整体处于窄幅震荡的格局。

图 29 铁矿石价格走势及基差波动

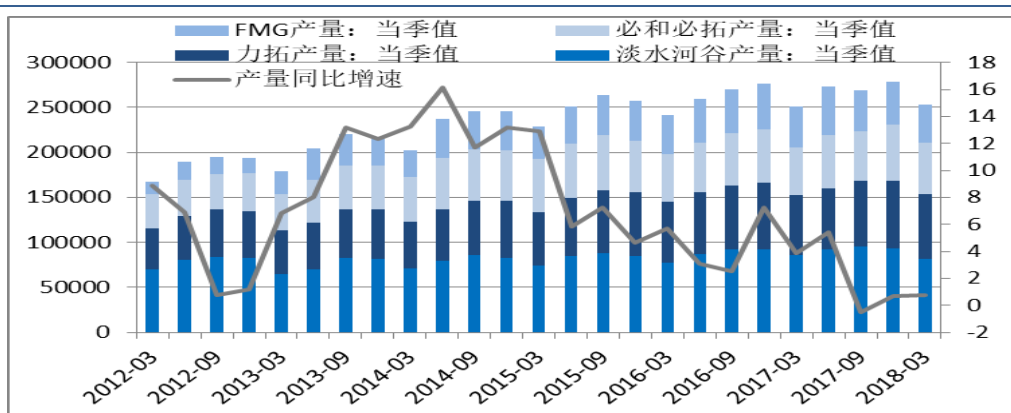


资料来源：南华研究

3.2 铁矿石产量、发运与到货

今年一季度四大矿山产量合计 2.53 亿吨，同比微增 0.79%，增幅主要集中在两拓，淡水河谷的生产在雨季受影响较大，叠加南部系统减量，整体产量同比降 400 万吨。根据矿山一季报显示，矿山的扩产周期接近尾声，基本没有预期外的新增投产矿山，且西澳的部分矿山生产稳定性开始逐步下降，西澳三大矿继续致力于提升生产稳定性和接续矿山开发。此外，今年迫于资金压力，英美资源、Minas Rio 等矿山关停了其位于加拿大、巴西的部分矿山，预计二季度矿山增产幅度也将明显放缓。

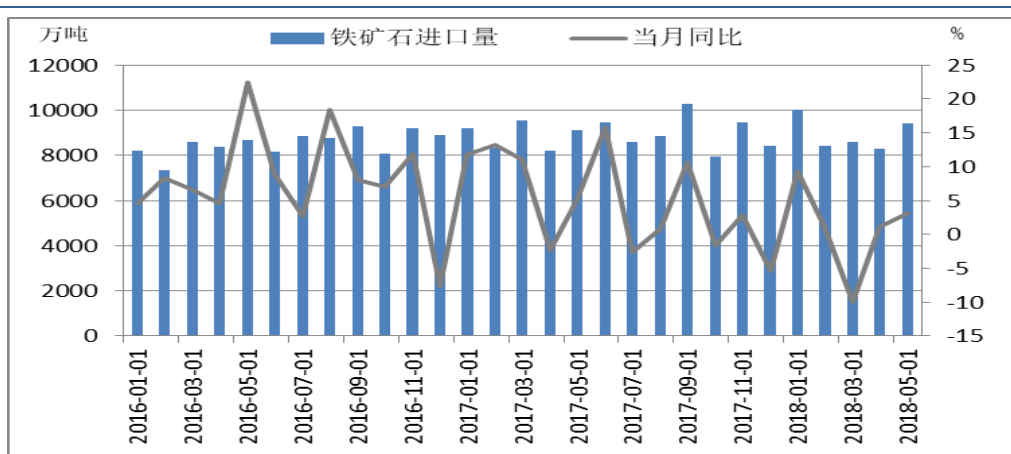
图 24 四大矿山产量与增速（千吨，%）



资料来源：南华研究

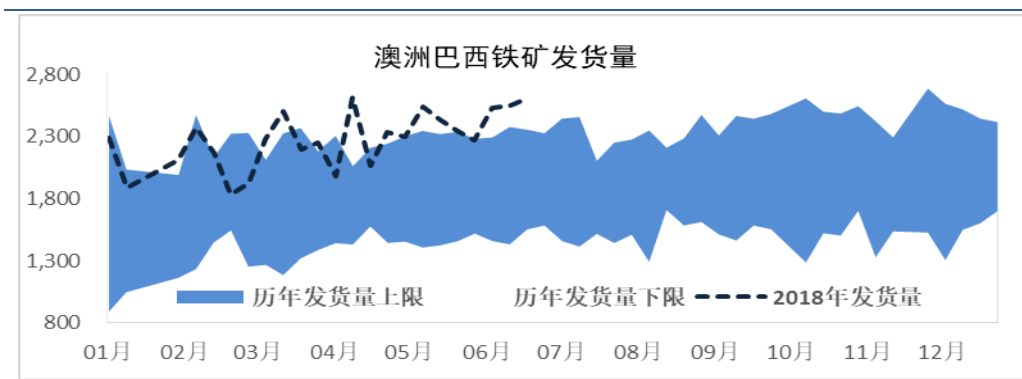
2018 年 1-5 月中国累计进口铁矿石 8949 万吨，同比去年 1-5 月基本持平，单月进口量出现小幅下滑。由于新矿山进入量产，澳大利亚和巴西今年的发货量基本达到或超过近年发货量的上限水平，相比之下，中国北方主港的铁矿石到港量仅维持在略高于历年均值的水平，因此主流矿山发往中国的量基本持平，非主流矿进口量下滑。

图 27 铁矿石进口量（万吨）



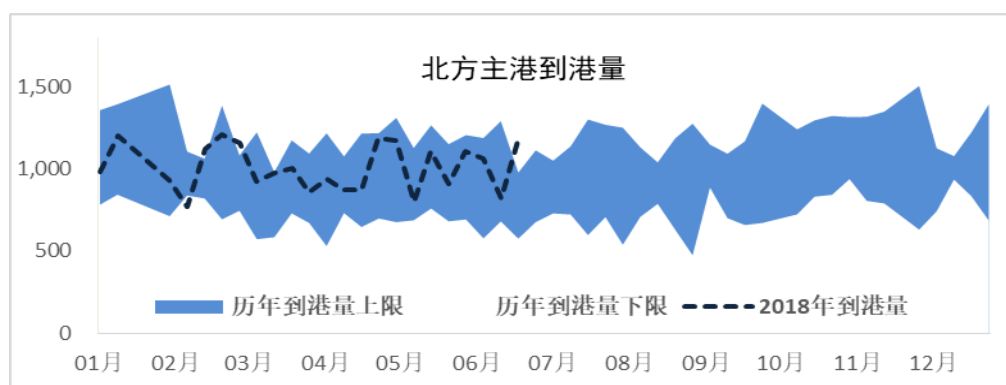
资料来源：mysteel 南华研究

图 30 四大矿山发货量季节性（万吨）



资料来源：wind 南华研究

图 31 中国北方主港到货量季节性（万吨）



资料来源：wind 南华研究

上半年国内矿山生产受到环保督查的限制，部分中小矿山因环保不达标相继关停，产量进一步向大型矿山集中，上半年国产铁精粉产量压缩较为明显，累计减产近 200 万吨，在环保高压的背景下，国产矿产量将继续受到压制。

图 32 国内矿山铁精粉产量调研（万吨）

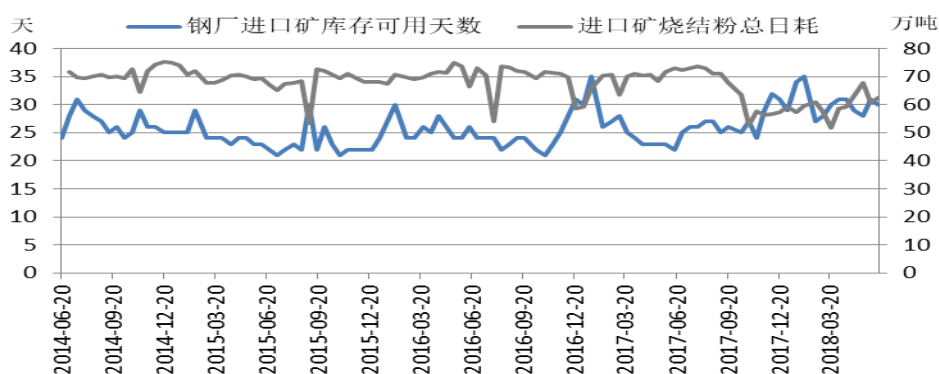


资料来源：wind 南华研究

3.3 铁矿石需求持稳，钢厂补货意愿不强

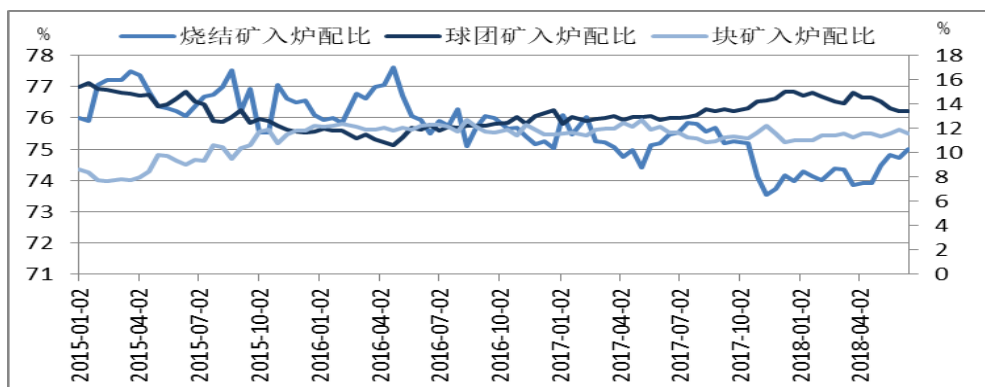
上半年国内钢厂的铁矿石需求基本持稳，伴随着钢厂4月份出现一轮复产，烧结矿日耗明显回升，但由于邯郸、江苏主产区相继出现较为严厉的环保督查，叠加南方高炉陆续检修，铁矿石的实际消费量并未明显放量。从配矿结构上看，钢厂仍倾向于优先配足烧结矿比例，因此尽管存在烧结炉限产，烧结矿配比仍企稳回升，而国产精粉大量减产使得球团矿的配比下降，具体矿种的配比变化不大，多数钢厂仍维持精料入炉的思路。从备货角度看，由于烧结炉限产增多，未减弱对生产的影响，钢厂增加了烧结矿库存，而进口矿可用天数持续中性水平，现货采购无压力，钢厂倾向维持中性库存，采购的持续性较差。

图 33 钢厂烧结粉日耗与进口矿库存



资料来源：mysteel 南华研究

图 34 钢厂配矿结构

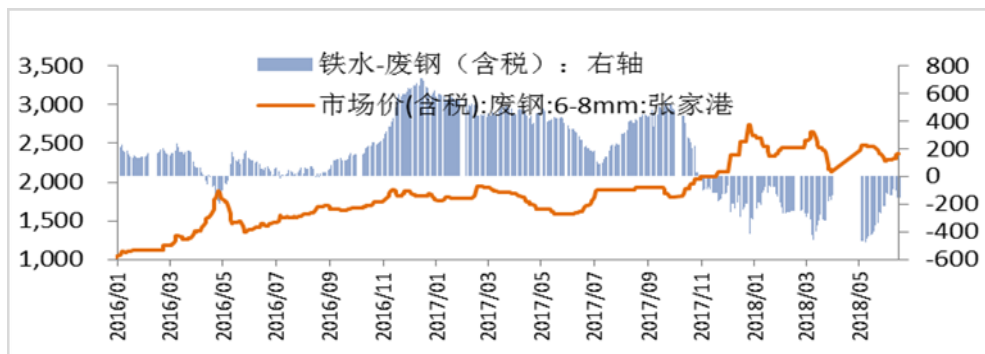


资料来源：mysteel 南华研究

高利润下钢厂仍有较强的生产意愿，矿石需求具有一定刚性。但长流程钢厂的废钢

添加量并未下调，废钢价格相对刚性。下半年钢厂利润有望维持高位，废钢添加量继续维持在高位，但增量空间有限，难以进一步替代铁矿石的消耗量。

图 35 国内矿山铁精粉产量调研（万吨）

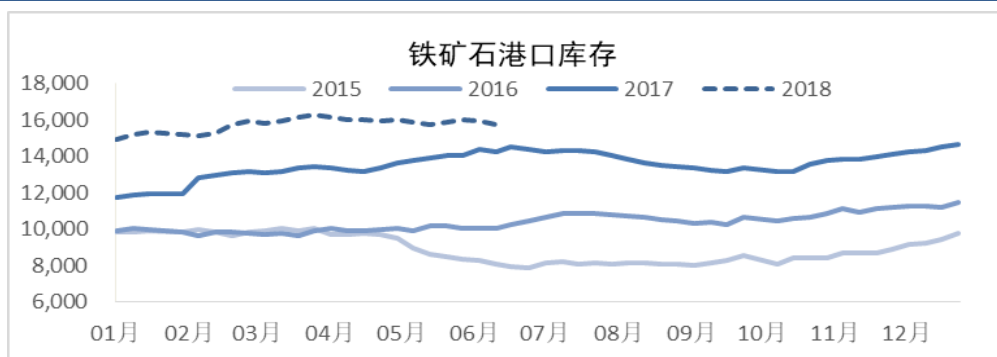


资料来源：wind 南华研究

3.4 铁矿石库存结构与品种间价差

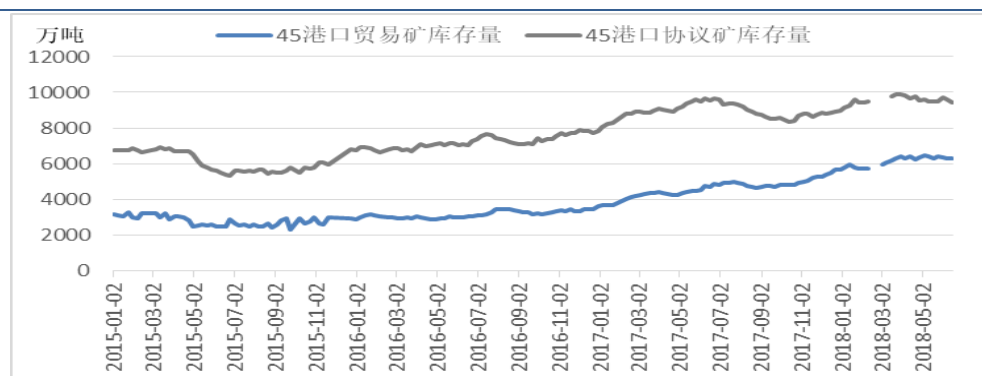
上半年港口矿石库存一直在 1.6 亿吨附近的高位波动。由于钢厂按需采购较为平稳，库存变化更多取决于到港量变化，因此预计港存下降空间有限，维持高位运行。由于矿石长期出现协议价与港口现货价倒挂，贸易商销售压力较大，投机性需求受到抑制，且钢厂现货采购比例提升，后期协议矿库存或有所回落，贸易矿库存的压力继续增大。

图 36 铁矿石港口库存变化



资料来：南华研究

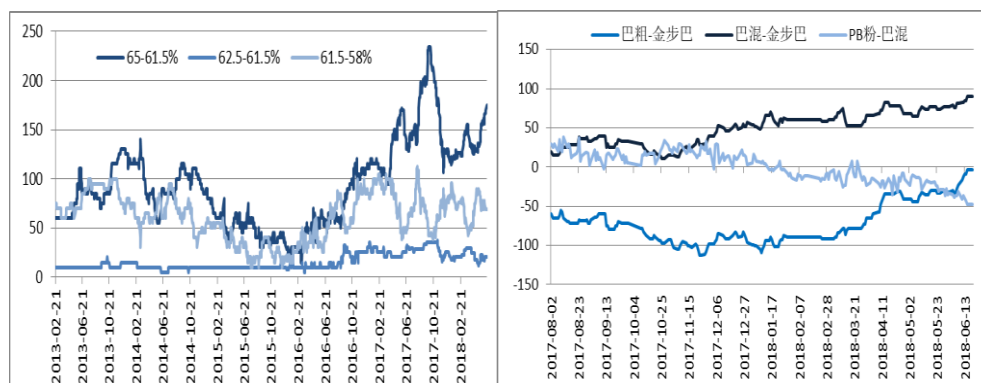
图 37 港口贸易矿与协议矿库存量



资料来源: mysteel 南华研究

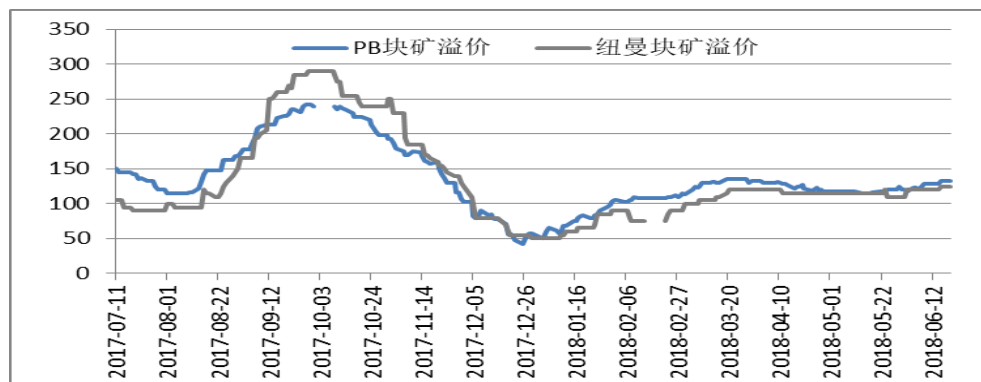
目前铁矿石的主要支撑因素仍在于品种结构性矛盾，市场需求仍集中在高品资源，且矛盾具体到了各矿种之间。从品种价差上看，随着巴西混矿品质提升，卡粉、高品巴混、巴粗的溢价均有明显提升，高品澳矿溢价表现相对不明显。但巴西矿后期供给仍有增量空间，高品澳矿产量偏稳，阶段性矛盾激化难以有效驱动行情，铁矿整体上涨动力不足。

图 38 铁矿石品种间价差情况



资料来源: mysteel 南华研究

图 39 块矿溢价



资料来源：wind 南华研究

3.5 铁矿石小结

下半年主流矿山的铁矿石供给基本持稳，西澳的部分矿山开始出现产能替换，增量明显放缓，而非主流矿山小幅减产，国产精粉减量超预期，供给整体转向收缩，但减量相对有限。钢厂的需求总量持稳，下半年环保影响性增强，企业生产节奏受到扰动，而港口货源较为充足，致使钢厂延长采购周期，市场结构更加偏向买方市场，矿价仍将承压运行，结构性矛盾难以驱动矿价持续上涨。长期来看，供给已出现收缩的趋势，但调整相对较为缓慢，矿价 60 美金的底部较难跌破，在不存在较大风险事件的前提下，矿价以低位波动为主，波动区间明显收窄。

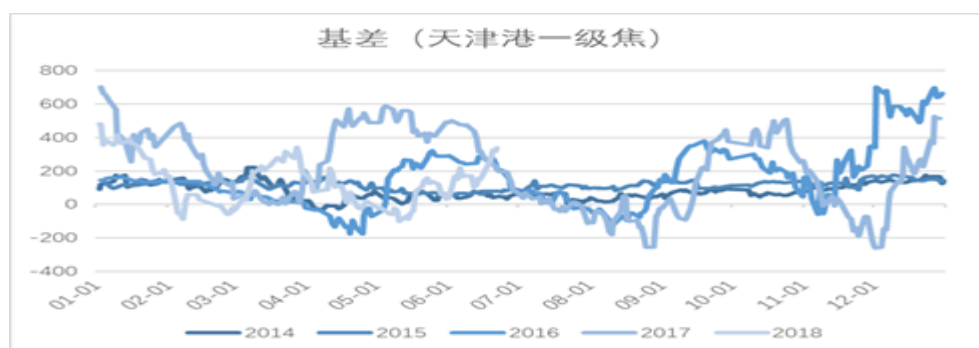
4. 焦炭焦煤供求

4.1 行情回顾

焦炭，1 月初由于焦化厂陷入亏损以及贸易商的提前囤货和节前钢厂对原料补库，港口价格大幅上涨，期价也开启上涨模式。年后由于贸易商对钢厂复产预期过于乐观，港口库存偏高，在现货空间有限的情况下始降价出货。叠加年后钢材需求迟迟不来，钢材库存偏高下钢价大跌，导致钢厂利润大幅收窄，原料价格承压。焦炭期价从高位下跌了 550 点，跌幅达到 21%，焦炭现货也累计下跌 300 元/吨。进入二季度，由于亏损焦化厂主动限产，采暖季结束后高炉缓慢复产以及各地的焦化环保政策，三驾马车陆续推动焦价，截止目前现货提涨 8 轮，累计 650 元/吨，期价拉涨 450 点，涨幅达到 26%。

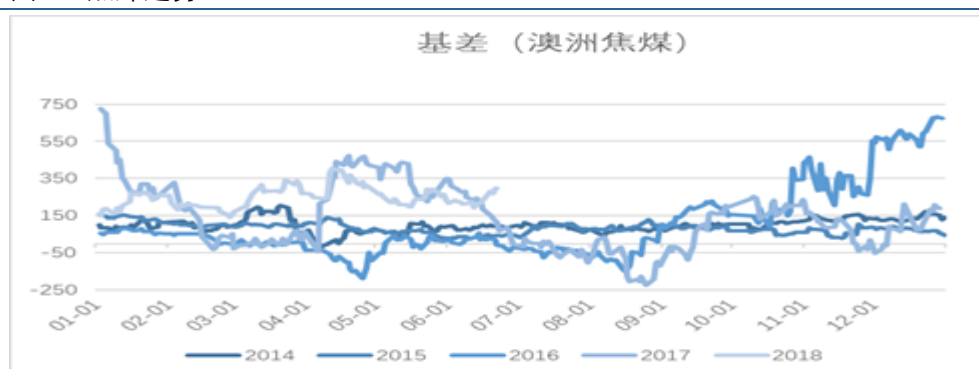
焦煤，年前由于焦化厂对原料进行补库，采购积极性较高。叠加煤矿放假，蒙煤通关不畅，整体供应偏紧，期价拉涨。年后受到澳洲飓风影响以及焦化厂对炼焦煤的去库存，煤矿逐步复产，钢价大跌影响，期价冲高回落。二季度，焦钢复产拉动焦煤需求，跟随焦价上涨，但由于煤矿进一步复产，蒙煤通关车辆增加，供应出现回升。同时焦化环保限产，需求受到一定限制，焦煤期价涨幅明显小于焦炭期价。

图 40 焦炭走势



资料来源：南华研究

图 41 焦煤走势



资料来源：南华研究

4.2 焦煤供应有所释放，但受安全、环保、治超影响增幅有限

2018 年原煤 1-5 月产量 13.98 亿吨，同比增长 4%。炼焦精煤 1-4 月产量 1.39 亿吨，同比减少 0.39%。同时期原煤产量大幅增长，但焦煤产量同比小幅减少，这与年前动力煤保供应，焦煤产量释放受限有关。而且煤矿春节前提前放假、节后复产又受到两会影响有所推迟，这两个因素都限制了焦煤产量的释放。

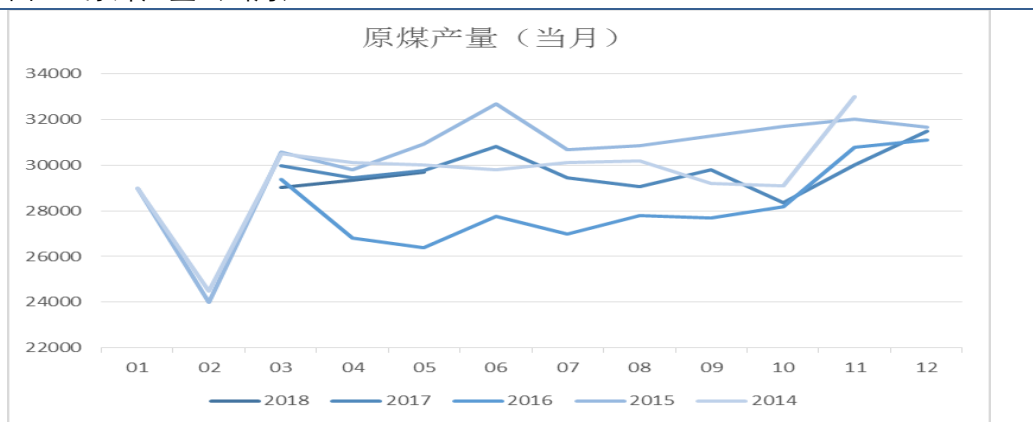
目前我国煤矿总产能 51-52 亿吨/年，各类合法产能合计约 43.6 亿吨。2016 年我国去煤炭产能 2.9 亿吨以上，2017 年我国煤炭行业化解过剩产能 2.5 亿吨，超额完成年初提出的 1.5 亿吨目标任务。两年累计去产能 5.4 亿吨。由于“十三五”期间计划淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，未来三年还有 2.6 亿吨的产能需要淘汰。虽然 2018 年能源工作会议表示要“煤炭 2018 年计划去产能 1.5 亿吨，但是我们认为按照前两年的去产能状况，有望在 2018 年完成 8 亿吨去产能目标。

根据国家能源局 2018 年第 3 号公告，2017 年底在建产能 10.2 亿吨，建设煤矿中已进入联合试运转产能 3.6 亿吨。其中新建煤矿建设规模 2.24 亿吨，资源整合煤矿建设规

模 0.98 亿吨，改扩建煤矿建设规模 0.21 亿吨和技术改造煤矿建设规模 0.2 亿吨。整体而言，去产能任务去掉的都是无效的产能，而 2018 年新增的产量将不及 1 亿吨，2018 年产量仍有所释放。

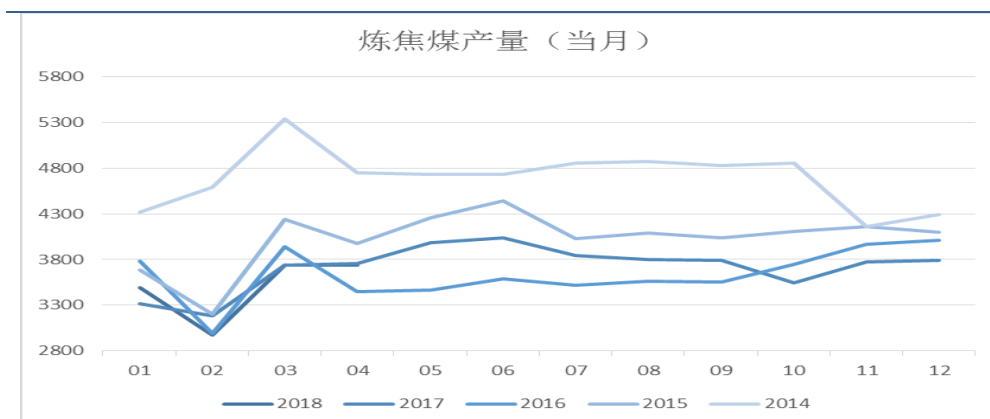
今年以来安全生产、环保限产、超能力生产检查成为限制产量释放的一个重要因素，国家相关部门陆续进入煤炭主产地开展环保检查与煤矿安全检查。安全生产与超能力生产检查方面，5 月 24 日国家煤矿安监局发布《关于有效防范和遏制煤与瓦斯突出事故的通知》，要求安全监控系统不能正常有效运行的，一律依法停产整顿，存在超能力生产、瓦斯超限作业等重大隐患的，一律依法停产整顿。环保方面，中央环保督查组进入“三西地区”和河南地区对煤矿环保开展督察“回头看”。在检查期间，部分煤矿选择停产，高污染、高排放柴油车辆被查处，汽运受限。为了打赢蓝天保卫战，2018 年开始环保还要严查三年，整个下半年还有三个阶段共计 21 轮次督查。这次除了京津冀及周边和长三角地区，汾渭平原(包括山西省和陕西省的西安、咸阳等地)将首次被纳入大气污染防治重点区域。因此下半年煤矿的产量释放将受到一定的限制，炼焦煤产量增幅有限。

图 42 原煤产量（当月）



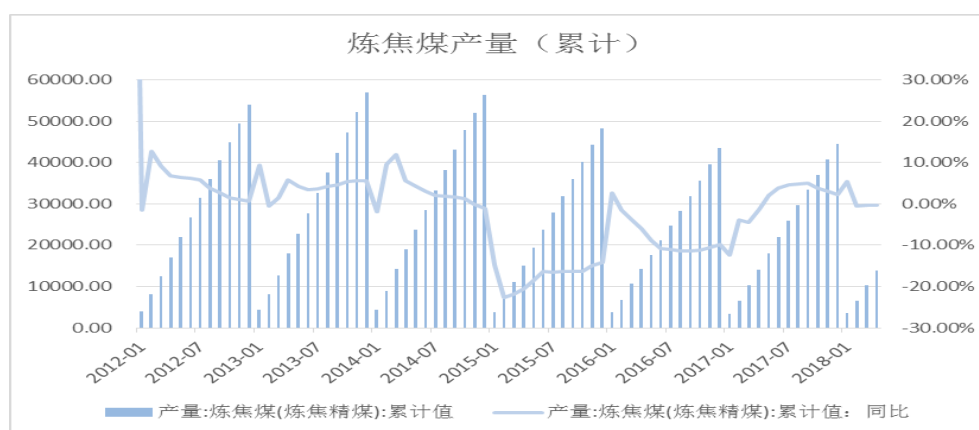
资料来源：wind 南华研究

图 43 炼焦煤产量（当月）



资料来源：wind 南华研究

图 44 炼焦煤产量（累计）



资料来源：wind 南华研究

4.3 蒙煤进口继续改观，澳煤供应有增量

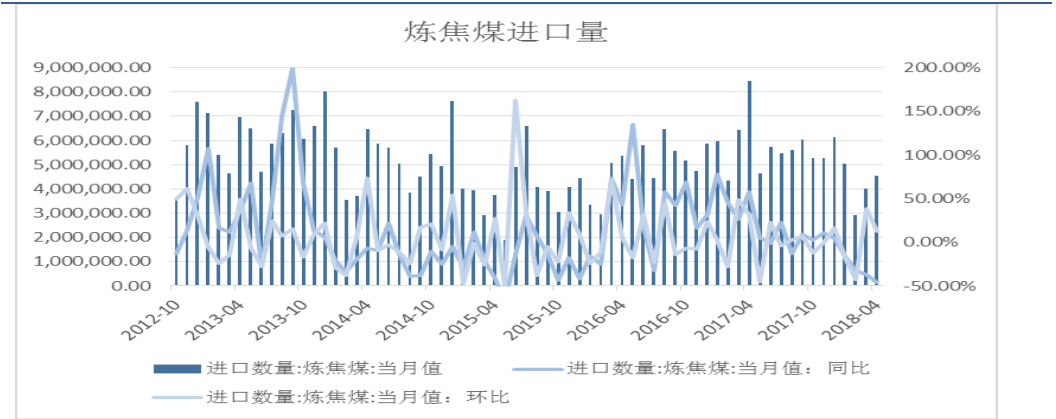
数据显示 1-4 月份炼焦煤累计进口量为 1652.7 万吨，同比大幅减少 34.88%。其中一季度从澳洲进口炼焦煤 564 万吨，同比减少 25.7%，一季度从蒙古进口炼焦煤 470 万吨，同比减少 26.5%。炼焦煤进口同比大幅下降的原因在于蒙方通关政策上的变化导致了司机出现了罢工的情况，通关车辆在一季度大幅下降。而澳煤由于受到了飓风以及铁路运营商的运力缩减，澳煤价格过高影响，导致进口大幅下降。二季度，蒙煤通关车辆大幅回升，后期由于通道修复通关车辆有所回落，但整体仍高于一季度的通关数量。且随着澳煤价格的回落，进口煤优势显现，二季度进口焦煤数量将出现上升。

从下半年看，随着中蒙关系的改善，口岸通道的修复以及装载量的增加，蒙煤进口仍将继续改观。但 7 月蒙古那达慕节将放假半个月，蒙古煤进口会有所影响。对于澳煤，

据澳大利亚联邦产业、创新和科学部最近发布的《资源和能源季报》数据显示，预测 2018 年煤炭出口 4 亿吨，比 2017 年增加 2700 万吨，增长 7.2%，其中炼焦煤出口 1.97 亿吨，同比增长 11.5%，因此今年澳煤的供应整体偏宽松，但是由于铁路运输问题，澳煤供应增量将比预期有所减少。

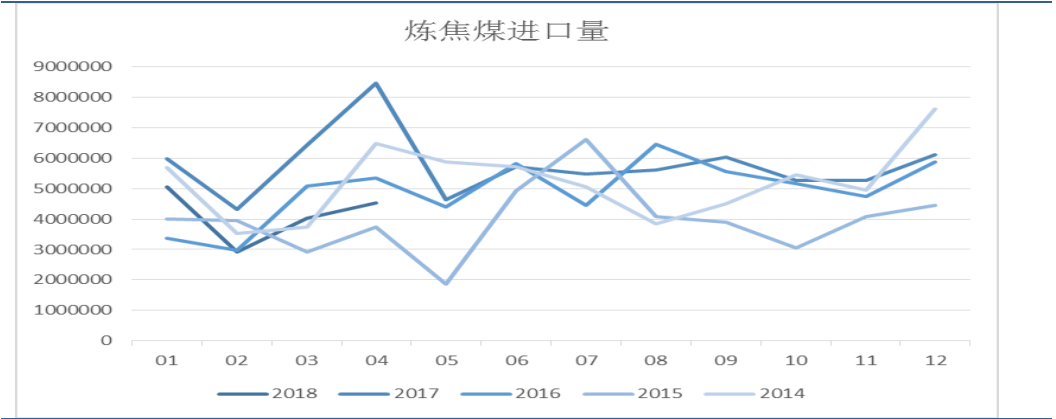
总体来看，为了打赢蓝天保卫战，安全环保将限制国内炼焦煤供应的增量，同时为了保证今年迎峰度夏期间的用煤高需求，将会阶段性的放开进口煤。下半年的进口炼焦煤将会出现增加，主要是来自于蒙煤的进口，在澳煤受到运力限制的情况下不排除蒙古成为中国最大的炼焦煤进口国。

图 45 炼焦煤进口量



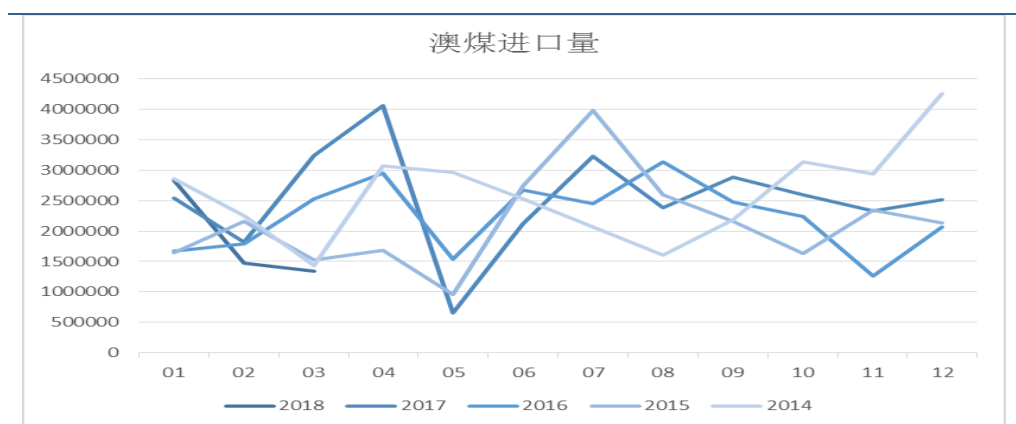
资料来源：wind 南华研究

图 46 炼焦煤进口量（当月）



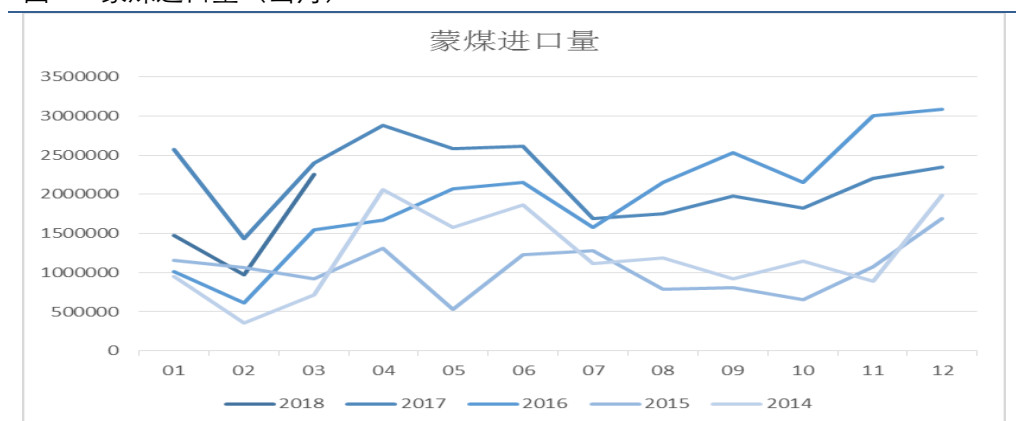
资料来源：wind 南华研究

图 47 澳煤进口量（当月）



资料来源: wind 南华研究

图 48 蒙煤进口量 (当月)



资料来源: 南华研究

4.4 煤炭“公转铁”下运力瓶颈难以缓解

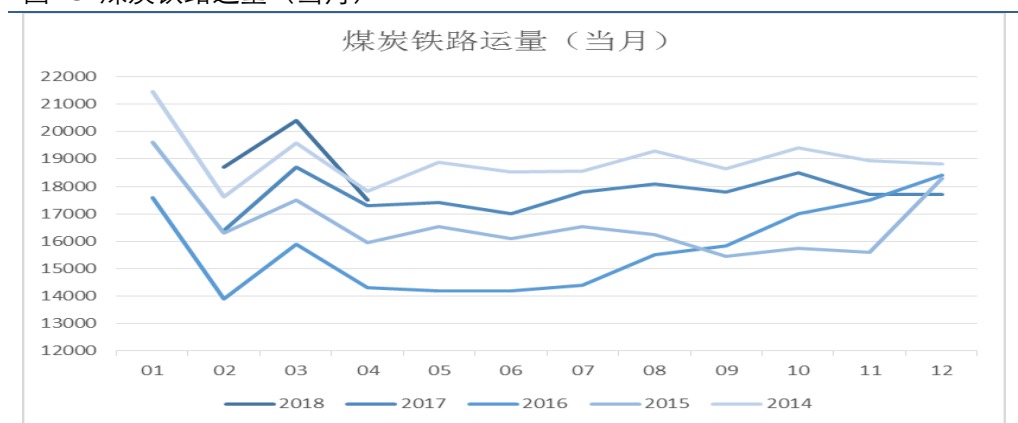
2018 年 1-4 月我国煤炭铁路运量累计达到 7.8 亿吨, 同比增长 9.01%。目前我国铁路运力处于局部宽松、整体偏紧的局面。随着煤炭先进产能的释放和产量向山西、陕西、内蒙地区集中, 带来了铁路运输需求也随之向上述地区的铁路局集中。2018 年煤炭产能、铁路运输需求进一步向以上地区集中, 今年晋陕蒙地区预计新增煤炭铁路外运需求超 1 亿吨。

环渤海港口于去年禁止汽运煤集港后, 加上今年国家加强京津冀及周边地区大气污染治理, 强化对公路汽车运输煤炭排污治理。目前生态环境部提出, 2018 年 9 月底前, 山东、长三角地区沿海港口煤炭集疏港运输全部改由铁路, 2019 年底前, 京津冀及周边、长三角地区沿海港口的矿石、钢铁、焦炭等大宗货物全部改由铁路运输, 禁止汽运集疏港。随着煤炭“公转铁”, 西煤东运需求量陡增, 但是今年西煤东运的四大干线运

力增长不足 1 亿吨，短期内难以缓解煤炭的运输瓶颈。

从成本端来看，汽运适合于短途运输以及需要多次倒装运输。对于铁路运输来说，多次倒装会增加货物的损耗，无形中增加了运输成本。因此推行“公转铁”后，在一定程度上会促使煤焦的小幅涨价。

图 49 煤炭铁路运量（当月）



资料来源：南华研究

4.5 环保限产常态化将成为下半年的主旋律

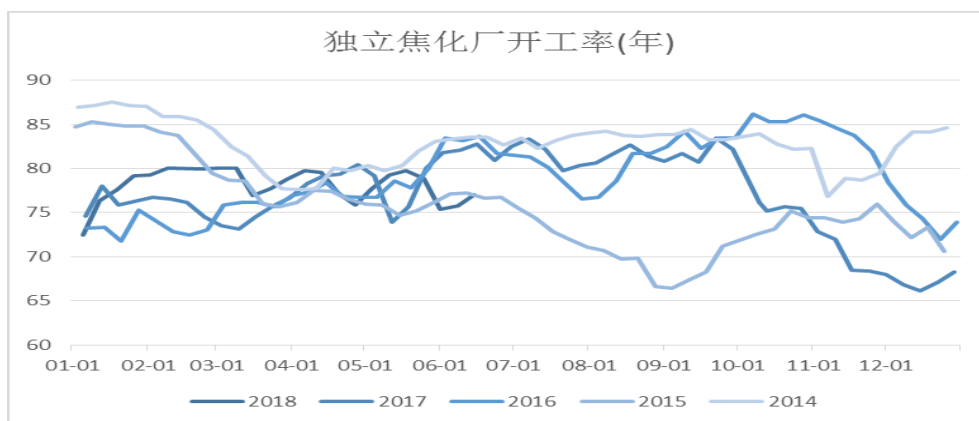
去年 11 月，山西发改委印发了《山西省焦化产业布局意见》，为了深化焦化行业供给侧结构性改革，加快推进全省焦化产业技术装备升级和上下游产业链集聚发展，计划用 5-10 年时间，打造 6 个五百万吨级和 6 个千万吨级重点焦化产业园区，将山西省建成全国乃至全球最有竞争力和话语权的焦化产业基地。山西未来三年之内预计有 3000 万吨到 4000 万吨的新增焦化产能。今年来已经有部分企业开始入住产业园区，投产时间在 2018 年的新增产能在 570 万吨左右。同时在 6 月 19 日，山西省下达了 2018 年度焦化行业化解过剩产能省级目标任务，涉及 9 户企业 502 万吨产能，大部分目前已经停产。因此我们可以看到 2018 年焦炭新增产能较少，基本都属于产能置换。

2018 年 1-5 月我国焦炭产量累计达到 17596 万吨，同比减少 2.9%。同比减少主要在于焦化厂的环保限产。今年 1 月到 3 月中旬采暖季限产；4 月中下旬山西环保检查；5 月开始至今徐州焦化厂全部停产，复产时间未定；6 月上旬山东部分地区焦化限产；6 月 11 号，“蓝天保卫战”正式启动，第一阶段从 6 月 11 号到 8 月 5 号，第二阶段从 8 月 20 日到 11 月 11 日，第三阶段从 11 月 12 日到明年 4 月底。此次督查除了原来的 2+26 城市的污染防控区域，另外增加了汾渭平原的是 11 个城市和长三角四个省区。“采暖季

前置督查”预计在9月中下旬展开，今年的焦化厂采暖季限产预计于去年一样在10月初实施。同时由于去年采暖季焦化限产不及预期，在今年环保趋严的情况下，大概率将加强监管，严格实施限产。我们可以看到环保限产将贯穿整个下半年，只有在7月底到8月中旬存在着环保监管放松的可能。一旦环保限产执行到位，下半年的焦化开工率难以大幅提升。

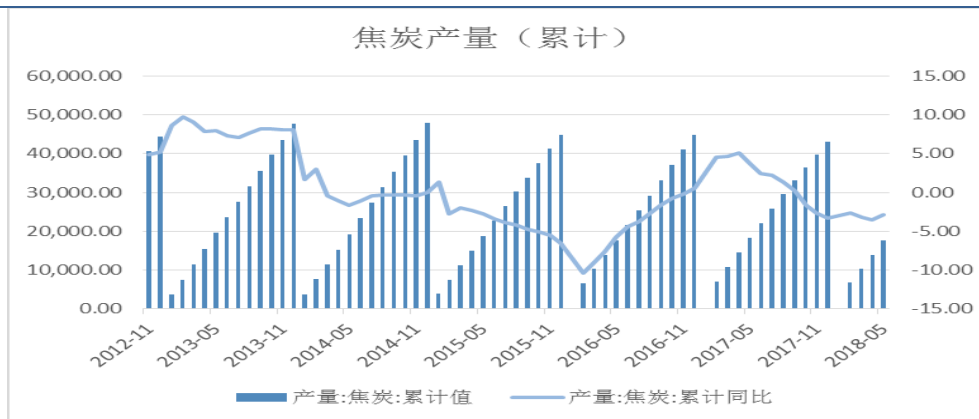
从焦化利润来看，采暖季结束后焦化厂受到断断续续的环保限产影响，焦化利润节节攀升达到了历史高位。随着焦化行业集中度的提高，新增产能基本属于产能置换的情况下，下半年焦化厂产能总体依然偏紧。同时受到环保限产影响焦化开工率难以上升，下半年的焦化利润仍较可观，煤焦价比也将保持在高位，易涨难跌。

图 50 独立焦化厂开工率



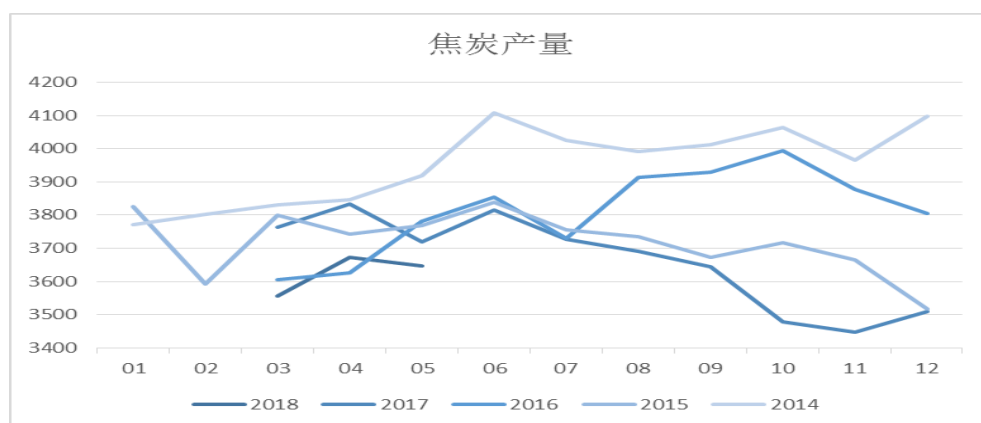
资料来源：mysteel 南华研究

图 51 焦炭产量（累计）



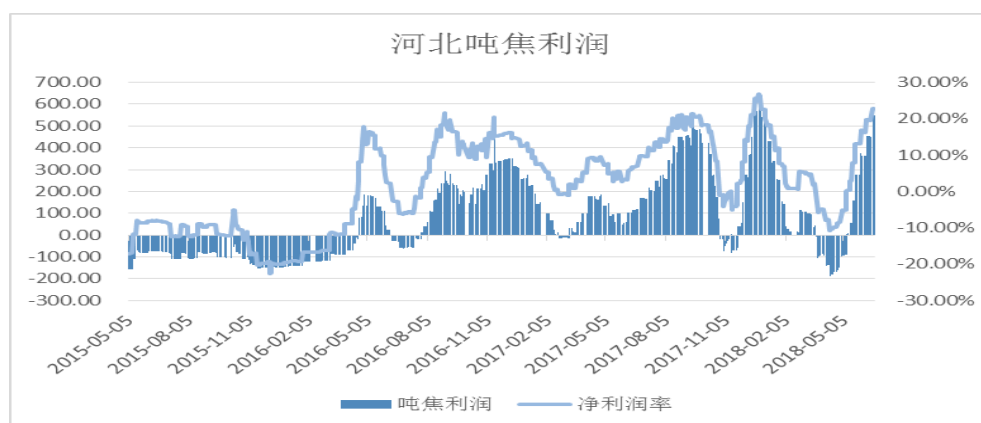
资料来源：mysteel 南华研究

图 52 焦炭产量（当月）



资料来源: mysteel 南华研究

图 53 河北吨焦利润



资料来源: mysteel 南华研究

4.6 焦炭出口将有小幅回落

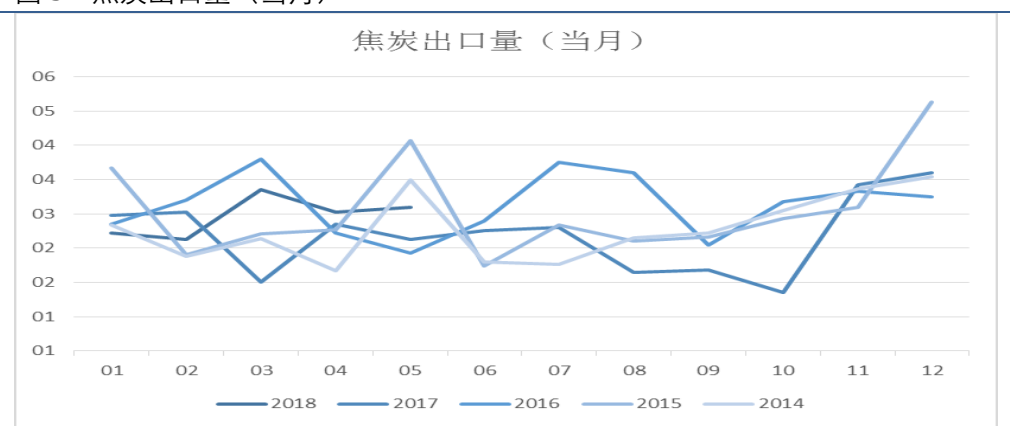
2018 年 1-5 月份, 中国出口焦炭及半焦炭产品 386.8 万吨, 同比增长 13.8%。一季度度前五大出口国分别为印度、日本、马来西亚、巴西、越南。前期在国内焦炭价格大跌的情况下, 价格具有一定的优势, 随着市场不断向好, 出口量也稳步上升。目前外贸价格跟随国内价格继续拉涨, 由于价格上涨, 询单活跃度有所下降。

去年印度和日本的出口量占了我国出口量的 40% 以上。由于印度对进口的焦炭征收反倾销税, 以及日本地区部分焦炉结束检修, 开始重新恢复供应, 今年来对我国焦炭需求有所减少。但是去年 12 月份到今年 1 月份, 东南亚国家进口中国焦炭数量出现了大幅增长。随着东南亚国家在工业化、城镇化作用带动下, 会带动对原料焦炭的需求。同时中国占据地区优势, 出口东南亚的焦炭数量将有所增加。但增量将小于印度、日本所

带来的需求回落。

总体来看，由于未来环保限产督查将要常态化，国内焦炭供应有所偏紧。同时今年全球炼焦煤供应宽松，买家更倾向于买入原料而非中国的高价焦炭，因此下半年的焦炭出口量将会出现小幅回落。

图 54 焦炭出口量（当月）



资料来源：南华研究

4.7 库存情况

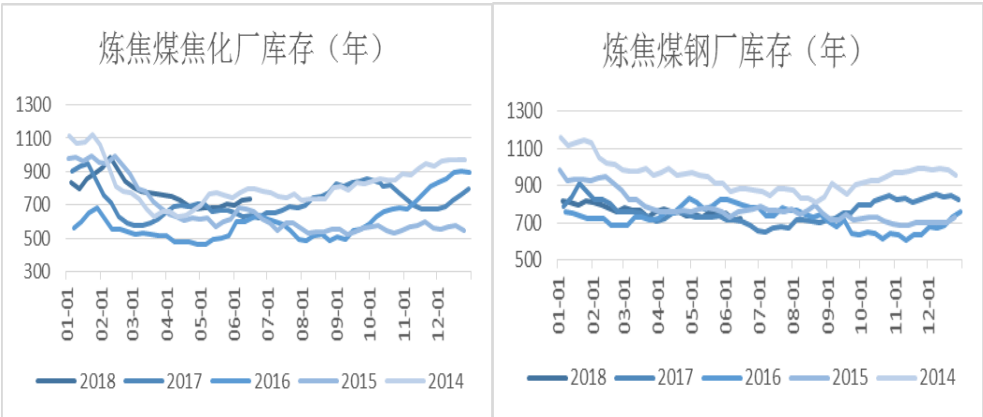
截止 6 月 19 日，炼焦煤煤矿库存从年初的 134 万吨上升到 195 万吨，而焦化厂炼焦煤库存从年初的 833 万吨下降到 730 万吨左右，显示出下游焦化厂年后的一个去库以及煤矿复产带来的一个累库过程。从下半年的炼焦煤库存周期来看，上游将是一个去库周期，而下游焦化厂处于一个明显的补库周期。由于下半年煤矿受到环保安监影响，但供应仍会有小幅增量。而下游焦化厂由于环保督查的常态化，焦化开工率难以大幅提升，补库积极性将有所下降。因此下游补库将减缓，在供应有小幅释放的情况下库存压力将向煤矿传导，上游去库将受阻。钢厂炼焦煤库存比较稳定，下半年同样受到环保限产影响，补库积极性将下滑。

钢厂焦炭库存方面，截止 6 月 22 日，110 家钢厂焦炭库存 409.5 万吨。目前处于年内低位，相比高点下降了 84 万吨。二季度采暖季结束以来，虽然钢厂复产缓慢，但是焦企受环保限产影响，供应偏紧，钢厂库存缓慢下降。目前钢厂高炉开工率稳定，部分钢厂焦炭库存已高。一旦焦化限产放松，在高利润下供应出现回升，钢厂库存有出现累积的可能。港口库存方面，截止 6 月 22 日，四大港口焦炭库存合计 330 万吨，相比年内高点已经回落 56 万吨，但目前仍处于较高的位置。前期由于贸易商囤货补库导

致库存大增，同时这部分库存因品质问题，难以流通，港口库存一直居高不下。随着山东地区钢厂复产，焦炭港口价格倒挂，钢厂开始扫货港口低价资源，库存开始下降。目前在焦炭高价格下，贸易商接货意愿较低，投机性需求将逐渐消失，港口库存有望继续回落。焦化厂焦炭库存方面，截止 6 月 22 日，100 家独立焦化厂焦炭库存 28.6 万吨，处于历史低位。采暖季结束后，高炉复产增加焦炭需求，而焦化厂受环保限产影响供应偏紧，焦企库存去化。后期焦化环保限产一旦放松，在焦炭高价格以及终端需求走弱下，钢厂采购积极性将有所下降，库存出现累积。同时港口高库存下投机性需求萎缩，焦企或出现被动性累库。

图 55 炼焦煤焦化厂库存

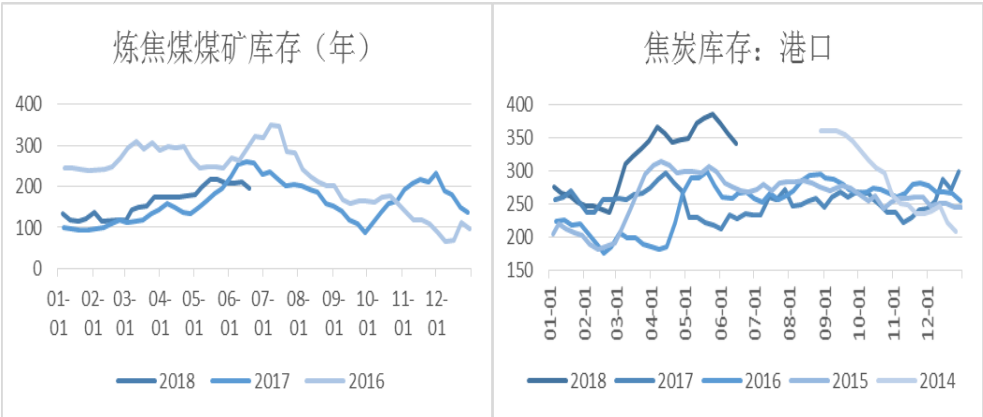
图 56 炼焦煤钢厂库存



资料来源: mysteel 南华研究

图 57 炼焦煤煤矿库存

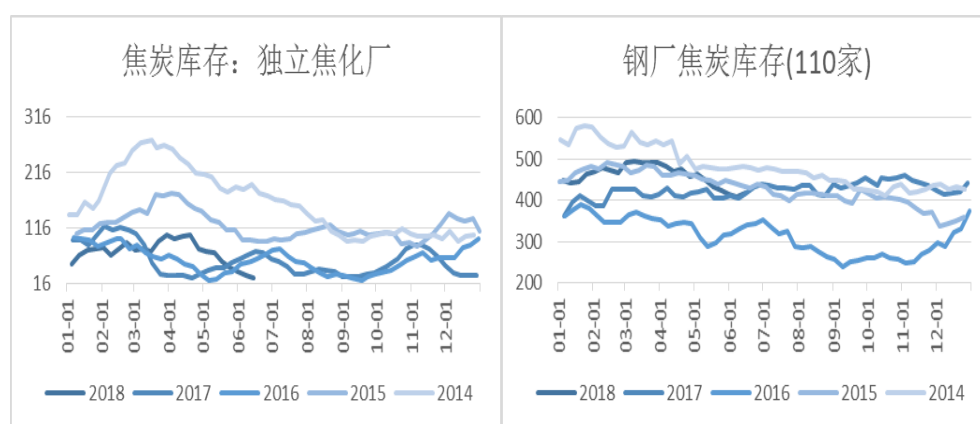
图 58 港口焦炭库存



资料来源: mysteel 南华研究

图 59 独立焦化厂焦炭库存

图 60 钢厂焦炭库存



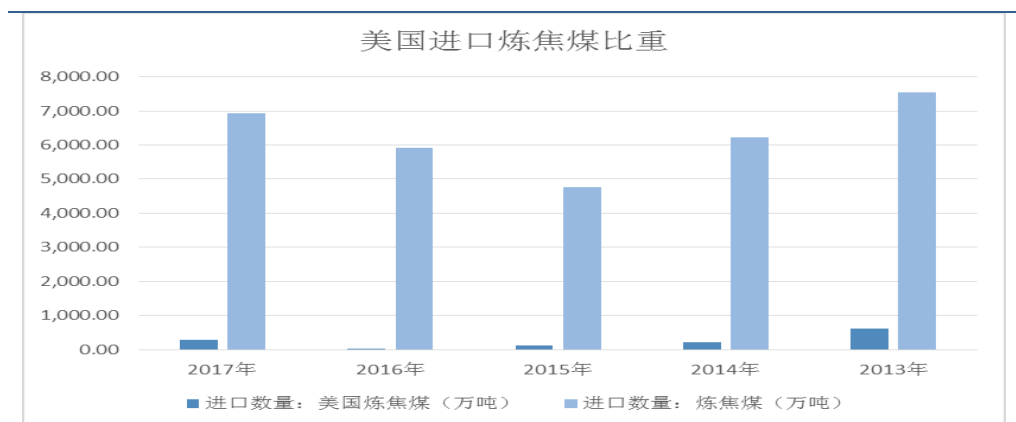
资料来源: mysteel 南华研究

4.8 贸易摩擦对煤焦影响较小

2018年6月15日,美国政府发布了加征关税的商品清单,将对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税。作为反击,2018年6月16日,根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则,经国务院批准,国务院关税税则委员会发布公告决定,对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%的关税。在加征关税产品清单中包含各类煤炭及相关产品,但加征关税实施时间将另行公告。据统计,2018年一季度我国从美国进口炼焦煤11万吨,占炼焦煤进口的0.9%,而焦炭进口数量几乎可以忽略不计。

我国炼焦煤主要进口国是:澳大利亚,蒙古,俄罗斯,加拿大,美国。从往年来看,澳大利亚和蒙古煤占进口炼焦煤的80%以上,而进口美国焦煤数量不足进口炼焦煤总量的5%。目前我国进口美国炼焦煤仍需缴纳3%的关税,同时美国煤质量较差,含硫量高,而且美国煤运输距离远长,运费费用高。综合来看,美国炼焦煤相比蒙煤、澳煤而言性价比不高,因此我们进口美国炼焦煤的比重一直较低。2017年我国进口美国炼焦煤284万吨,只占炼焦煤进口的4.1%,占炼焦煤总供应的0.5%。中国对美国炼焦煤加征关税后,由于价格贵,性价比将进一步降低,美国炼焦煤有可能退出中国炼焦煤市场。因此,由于美国炼焦煤占比较低,贸易摩擦对中国炼焦煤来说影响较小,最多是一个小利好,更多的是需要注意贸易摩擦所带来的宏观系统性风险。

图 61 美国进口炼焦煤比重



资料来源：南华研究

4.9 煤焦小结

焦炭，短期来看 6 月底徐州地区陆续有复产以及 7 月底环保或有放松，部分钢厂库存已高，且在终端需求有所走弱的情况下，采购积极性将有所下降。叠加焦炭高价，贸易商投机性需求萎缩，焦企有累库风险，焦价或将走弱。但目前焦价大幅贴水下，回调空间有限。长期来看，下半年高炉限产时间短于上半年，而焦化限产时间以及力度将高于上半年。在环保限产执行到位的情况下，焦炭供需格局将比上半年更加紧缺。投资者可以采取逢低做多焦炭以及焦化利润的策略。重点关注环保限产的执行力度和钢材终端需求的变化。

下半年焦煤产量有所释放，但受煤矿安监、环保影响增幅有限。进口煤方面，蒙煤仍有增量，澳煤供应宽松但受运力影响进口增量不大，总体来看焦煤供应稳中有升。需求方面，受到下半年焦化环保限产的常态化、趋严化影响，开工率难以大幅提升，焦煤需求受到限制。在环保限产下，高低硫煤价差仍有进一步扩大可能。整体来看下半年炼焦煤供强需弱，投资者可以采取反弹抛空或者逢低做多焦化利润的策略。重点关注环保限产的执行力度。

5. 策略与风险

5.1 单边策略

RB1810 多单 3650 附近逢低配置，目标 4200；

I1809 400-500 区间操作；

J1809 多单，2000 以下逢低配置，目标 2500；

JM1809 空单，1300 以上逢高配置，目标 1000。

5.2 套利与对冲策略

多 RB1810 空 HC1810, -150 以下逢低做多，目标 0；

多 RB1810 空 RB1901, 150 左右逢低做多，目标 300；

多 J1901 空 JM1901, 1.63 以下介入，目标 1.73。

5.3 风险提示

宏观经济和终端需求超预期走弱；环保限产的政策执行力度；煤矿安全检查超预期严格；国际形势引发新的黑天鹅事件。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线：400 8888 910

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-20220312

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元
电话：021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话：0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室
电话：0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房
电话：020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室
电话：0351-2118001

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话：0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话：0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区 昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话：0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话：0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话：0574-63925104

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室

电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002
电话：0553-3880212

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 555 号交易中心大楼
三层 3232、3233 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼
1405 室
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802 室
电话：010-63161286

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

电话：0532-80798985

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连
期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心
2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话：025-86209875

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net