

22nd December, 2014

www.cnhtqh.com.cn

黑色产业链研究团队

分析师: 张君

邮箱: zhangjun@cnhtqh.com.cn

电话: +86-21-60212740



内容摘要:

- ◆ 改革新常态，钢市去产能可期
- ◆ 下游需求整体微涨，地产行业仍将下行
- ◆ 钢材出口仍显抢眼，出口退税难改其行
- ◆ 供给端长材压力超于板材
- ◆ 矿石供需失衡仍将延续，煤焦影响偏中性

主要观点:

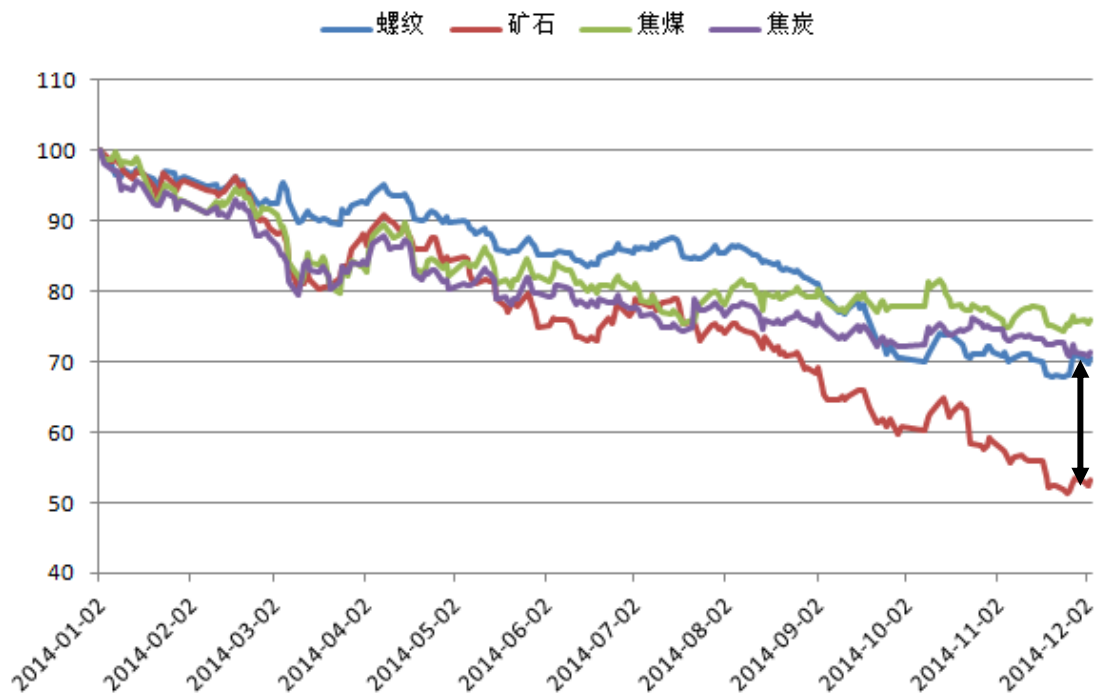
2014 年黑色品种单边下跌, 矿石品种下跌幅度最大, 跌掉近一半的价格, 下跌之路稍显犀利, 感觉负隅顽抗之力都没有。展望 2015 年, 我们从供需端和成本端分别进行了分析, 发现这条漫漫熊路或将继续上演, 寻底之路何其休。

因此, 在 2015 年, 我们继续看空市场。对于投资者来说, 延续 2014 年主要思路, 以逢高做空为主, 套利可考虑多热轧空螺纹操作或者做多钢厂的利润。

一、 前瞻局势，探讨未来

2014 年整个黑色产业链全线单边下跌，价格跌至近十年低位，仅在 2014 年本年，矿石价格下跌近一半，螺纹、焦煤和焦炭跌幅也在 30% 左右。下图我们以 2014 年第一个交易日的价格为 100 计价，时至今日 2014 年 12 月 3 日，矿石价格跌至 70.53，矿石 53.14，焦煤价格跌至 76.07，焦炭价格跌至 71.25。这波下跌不仅受到宏观经济衰退及大宗商品下行周期的影响，产业自身的供需矛盾也是价格不断新低的主要原因。

图表 1：黑色产业链主要品种价格走势



资料来源：wind，恒泰期货研究所

展望 2015 年，从终端下游需求来看，尚不构成黑色的反转行情；从供给端看，新增产能的投产有一定的放缓，稍显利好；从成本端看，矿石、煤焦也均处于一个供大于求的过剩态势，成本支撑无从谈起。因此，整个 2015 仍是一个漫漫寻底之路，这条路将越显泥泞，不会走的像 2014 年那么顺畅，且跌且珍惜。

二、 宏观及行业政策展望

2.1 宏观形势分析

2014 年中国经济增速，全年 GDP 增速预估为 7.4%，这一年经济发展面临诸多困难，工业生产增速放缓，房地产销售不畅投资增速不断创新低，都成为拖累经济的主要方面。展望 2015 年的宏观市场，我们既有期待又有担忧，世界经济的增长放缓已成事实，中国经济增速也将换挡调低。但是，在换挡中我们期待中央政府在新常态下会有新动作、新思路，在阵痛中不断优化产业结构，消化市场不合理配置，增加市场新生动力，迎接新的挑战。

2015 年全球经济预计将会继续复苏，力度或将大于 2014 年，发力主体主要是以美国为

首的发达国家，而发展中国家的经济增速或将放缓，但全球经济整体来看预计 2015 年将好于 2014 年。中国作为最大的发展中国家代表之一，其经济在未来 3 年内或将有放缓，但是整体向好趋势没有改变，因为中央主推的改革效应后期将不断释放，新的增长动力逐步发力，在经济增速放缓新常态背景下，国家将促进各领域投资、研发，货币和财政政策方面，也将实施重在定向宽松和主动有效预调为主的稳健货币政策，以及“稳增长、扩内需、保民生”为核心目标的积极财政政策。

另一方面，对于未来经济我们也将存在忧虑，目前中国仍处于产能过剩的大环境下，且投资占比较大的房地产增速也在放慢，基础设施投融资体制制约基建持续高速增长，外需也难以大幅度提升。考虑到投资放缓，特别是房地产和产能过剩行业投资放缓，同时国家加大经济结构调整，原有支持经济快速增长的因素在削弱，经济增速下降的可能性较大，这也是我们认为的新常态，也预计政府将在新常态中有所作为。

因此，我们对 2015 年的宏观行情保有积极乐观的态度，相信习主席改革前进的决心，相信市场结构会不断优化，进入一个经济放缓、结构优化的新常态。

2.2 行业政策分析

2015 黑色行业的环保政策将继续发力。钢铁行业具体实施办法按照 2014 年 8 月公布的《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》来进行。办法实施以后，建设钢铁项目只能实施等量或减量置换，以往钢厂存在以改建名义来进行产能新增，如今此路将不再畅通，未来钢铁产能只能走平稳或下降趋势。办法中提到产能置换要控制总量、优化存量，控制总量体现了政策对新增产能的“零容忍”态度，且办法有效期为 2017 年 12 月 31 日，因此按照钢铁产能周期 2-3 年测算，目前乃至 2020 年，产能投放将走入一个“静止”的状态。

关于焦化行业自 2015 年 1 月 1 日起，新建及现有企业也均将执行行的规定。在环保政策力度加大的影响下，新增产能的环保设备基本符合环保要求，产能释放率或保持较高水平，对于环保未到位且落后的产能将继续按严格要求淘汰。

图表 2：现有企业大气污染物浓度排放限值

焦化 2015 年 1 月 1 日起新老焦炉实施《炼焦化学工业污染物排放标准》					
现有企业大气污染物排放浓度限值 单位：mg/m ³					
序号	污染物排放环节	颗粒物	二氧化硫	氮氧化物	氨
1	精煤破碎、焦炭破碎、筛分及转运	50	/	/	/
2	装煤	100	150	/	/
3	推焦	100	100		/
4	焦炉烟囱	50	100	800	/
5	煤气净化区域	/	/	/	60

资料来源：中国钢铁联合网，恒泰期货研究所

图表 3：新建及现有企业后期实施限值

新建企业大气污染物排放浓度限值 单位：mg/m ³					
序号	污染物排放环节	颗粒物	二氧化硫	氮氧化物	氨
1	精煤破碎、焦炭破碎、筛分及转运	30	/	/	/
2	装煤	50	100	/	/
3	推焦	50	50	/	/
4	焦炉烟囱	30	50	500	/
5	煤气净化区域	/	/	/	30

资料来源：中国钢铁联合会，恒泰期货研究所

三、黑色产业链分析

3.1 黑色终端需求分析

一个行业产品价格的下落终归是由于终端需求的没落，那么分析钢材的下游需求涨跌情况就变得非常迫切和有必要，具体的测算值可以图表 4。整体看 2015 年下游需求整体微涨，增幅约为 1.6%，分行业来看，房地产是拖累钢材消费的主要行业，增速仅为 0.3%；相反，基建、造船及铁路增速则表现较高，这是 2015 年钢材表现的亮点，下面我们分行业一次剖析下游需求的详细情况。

图表 4：下游行业消费增速及预期

分类	名称	2014 年	2014 年同比增速		2015 年	2015 年同比增速	
下游 消费 法预 测钢 材实 际消 费量			增速	占比		增速	占比
	房地产行业/亿吨	1.7945	2.40%	24.10%	1.8	0.30%	24.00%
	基础设施建设/亿吨	1.7494		23.50%	1.81	3.50%	24.13%
	机械行业/亿吨	1.2877	5.30%	17.30%	1.31	1.70%	17.47%
	汽车行业/万吨	4793	5.90%	6.40%	4850	1.20%	6.47%
	家电行业/万吨	1100	5.00%	1.50%	1120	1.80%	1.49%
	造船行业/万吨	1313	4.00%	1.80%	1350	2.80%	1.80%
	集装箱/万吨	469		0.60%	470	0.20%	0.63%
	铁路/万吨	490	10.80%	0.70%	500	2.00%	0.67%
	其他/亿吨	1.7308		23.30%	1.75	1.10%	23.34%
	合计/亿吨	7.3789		100.00%	7.4997	1.60%	100.00%

资料来源：Wind，恒泰期货研究所

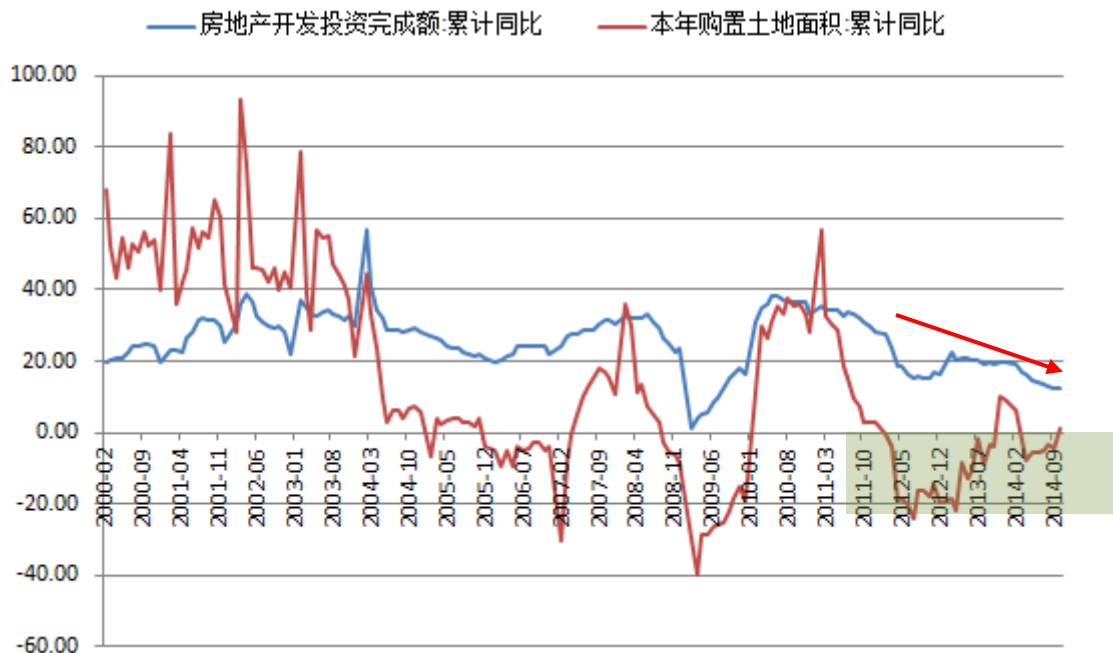
3.1.1 房地产行业需求分析

房地产是钢材下游的主力军，约占钢材使用量的 25%。2014 年房地产行业不被市场看好，甚至有出现“卖房买股票”等过激言论，在此我们重申 2015 年房地产并不会面临崩盘风险，政府也在 2014 年 9 月 30 日也出台了一些政策进行救市。因此，对于 2015 年我们保持谨慎悲观，认为其辉煌或难再现，但不会大幅下跌，或将延续之前的弱势。

通过具体数据来看，土地购置面积基本维持在一个负增长区间内，购置面积直接体现了

对钢材未来的需求，因此这部分用钢量难以再现往日光彩。

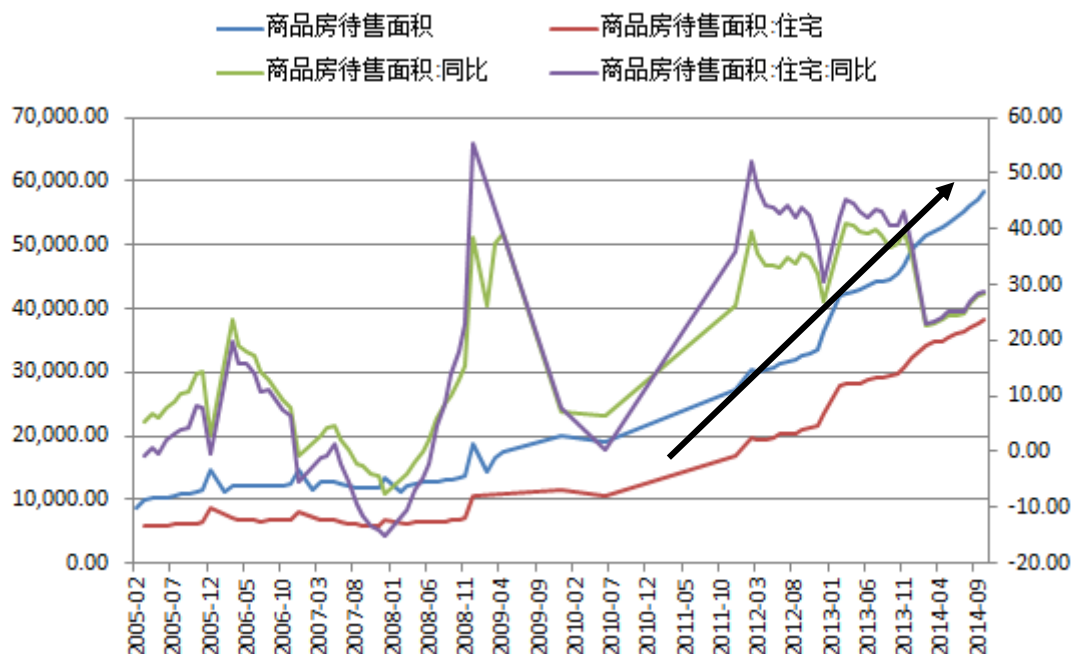
图表 5：房地产数据对未来钢市的需求先指



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

目前我国商品房待售面积达 57.15 亿平方米，其中住宅 37.68 亿平方米。商品房待售面积同比增长向上，且目前新开工仍在进行，未来住房供给压力将持续增大。

图表 6：商品房待售压力较大

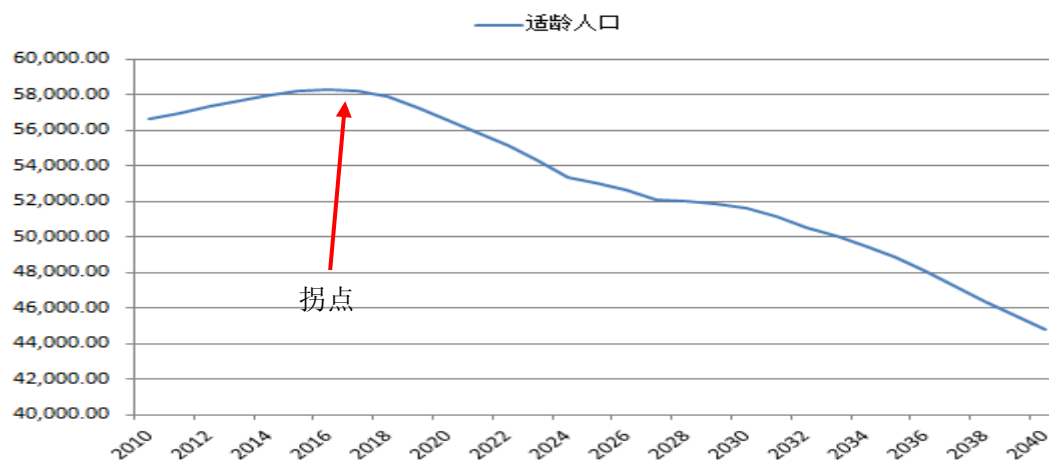


资料来源：Wind，恒泰期货研究所

由于我国出生率大幅下降和预期寿命不断增加，人口红利正逐步消失，且老龄化进程有加快趋势，老年抚养比逐年上升，达到 12.7%，同时适婚人群（25-49 岁）将见顶回落，均

将影响房地产需求释放速度，房地产快速增长期已经过去，预示刚需将呈下降态势。

图表 7：适龄人群分析



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

综合来看，房地产供大于需已成不争事实，因此房地产行业目前已走下行周期，这将影响新开工进度及地产投资等系列投资，因此预计 2015 年房地产用钢量为 1.8 亿吨，同比增速仅为 0.3%。

3.1.2 基础设施需求分析

在经济结构大背景下，基建一直是保证 GDP 增速不出现快速下滑态势的法宝，2015 年仍将持续，近期国家发改委集中批复项目（10 月 21 日至 11 月 5 日先后批复了 16 条铁路和 5 个机场共 21 个基建项目，总投资达 6933.74 亿元）为来年基建投资奠定了基础。2015 年我国基础建设投资依然可期，预计增速保持在 20% 左右。

图表 8：基础设施投资同比增速



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

在通过房地产与基建的投资累计同比进行测算，发现尽管基建增速的拉涨也很难完全弥补地产行业的下行，因此基建只能保证用钢量不会大幅下滑，但是不会缓解地产下行对钢材

需求影响的大的向下方向。

图表 9：基建与地产合计同比



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

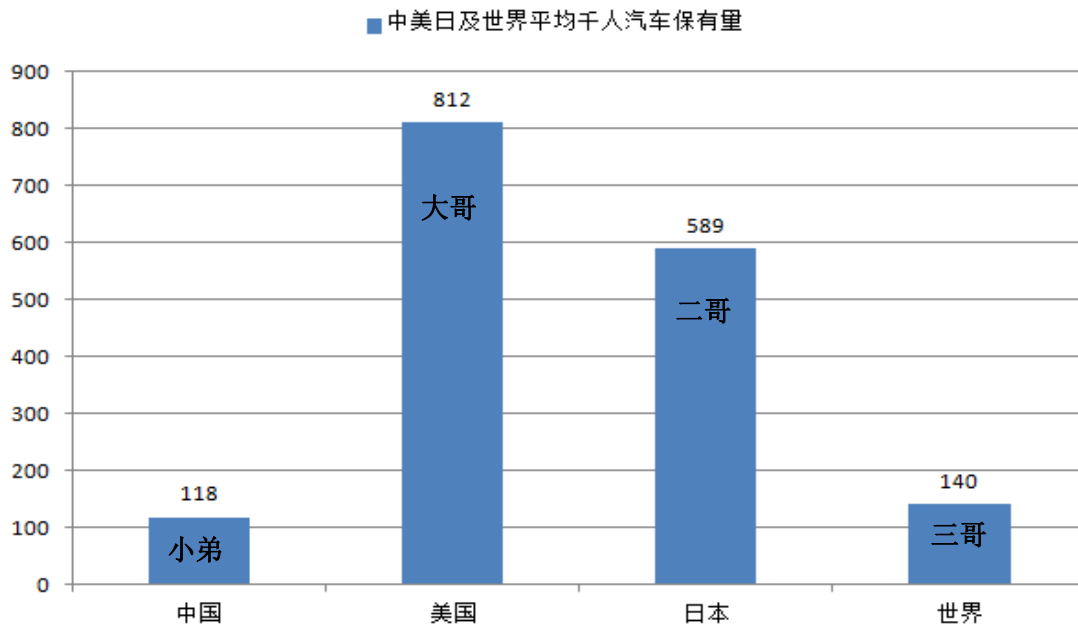
3.1.3 机械行业需求分析

2014 年，机械工业增加值增速高于全国工业，出口形势向好，产业结构调整升级表现出积极变化，总体呈现“稳中有进”的运行态势。2014 年以来，机械产品需求分化明显，受房地产、钢铁、煤炭等行业影响，工程机械、重型机械、煤炭机械行业产品产量回落较大。与消费、环保等国家产业政策鼓励的相关产品增长较好，压实机械、环保设备、电动叉车、仪器仪表等产品产量保持增长。预计 2014 年机械工业增加值同比增长 10% 左右，钢材消费量达到 1.28 亿吨，同比增长 5.3%。2015 年，随着城镇化进程加快、棚户区改造、基础设施建设、高铁和城市轨道交通等国家引导的投资力度加大，机械行业需求将稳中有升。同时，我国机械行业产品保有量已经达到较大规模，产品的更新换代及维修需求量将明显上升。在产品出口方面，我国机械产品出口仍有较大的价格优势，预计出口增速略低于或与 2014 年基本持平。预测 2015 年机械工业增加值全年增速为 8%-10%，钢材需求量将达到 1.31 亿吨，同比增长 1.7%。

3.1.4 汽车行业需求分析

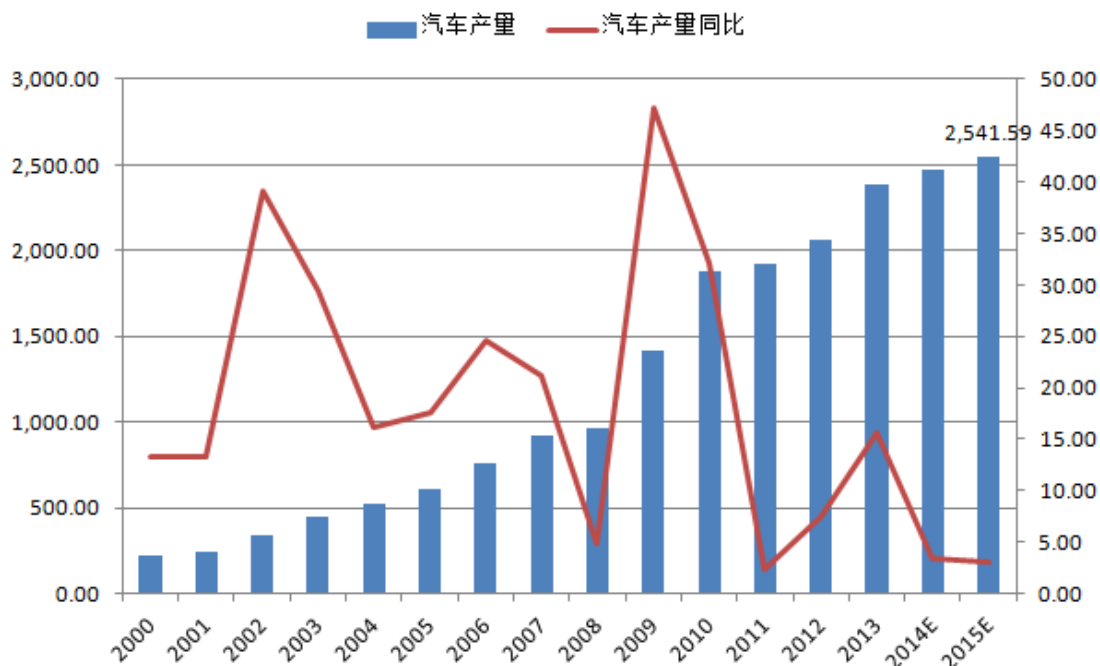
目前世界平均千人汽车保有量为 140 辆,我国此数据仅为 118 辆,与美国 812 辆/千人、日本 589 辆/千人有较大差距。同时考虑交通基础设施、环境因素导致的限购以及进口汽车关税极有可能下调甚至取消等问题,国产车企生存压力加大,产量增速将进一步放缓。预计 2015 年汽车量达 2541 万辆,同比增加 3%。

图表 10: 世界千人汽车保有量测算



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 11: 汽车产量及同比增速



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

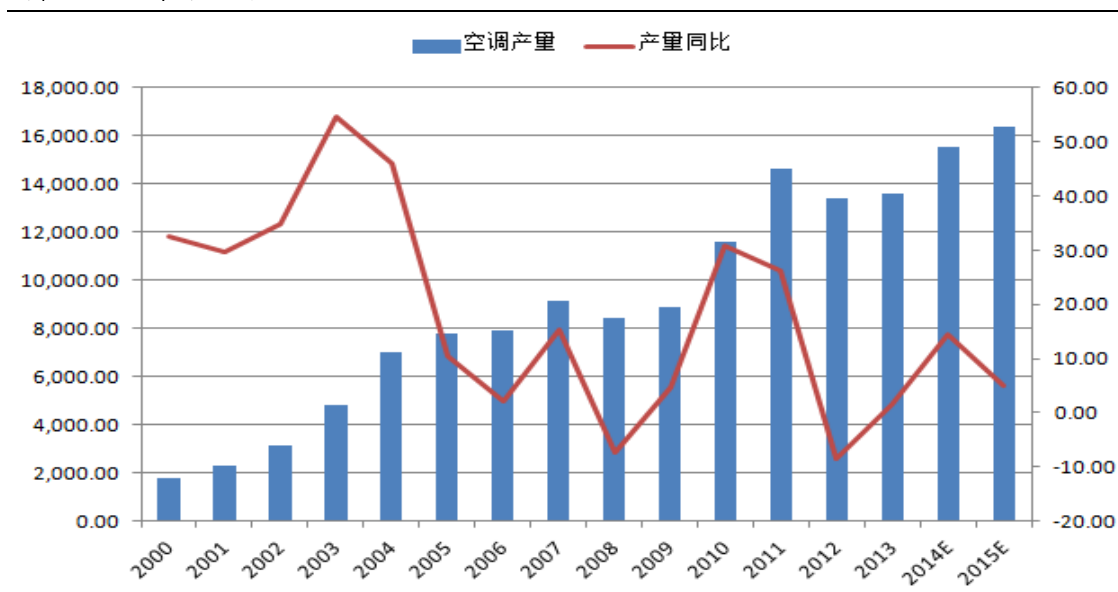
经过 2011 年和 2012 年汽车行业的两年低俗增长, 2013 年增长数据有了起色恢复到

了两位数字，但是 2014 年整体增速再次回落。根据中汽协的统计，2014 年 1-10 月，汽车累计销售 1898.81 万辆，同比增长 6.6%，低于 10% 左右的市场预期。其中，乘用车销量为 1586.44 万辆，同比增长 9.8%，商用车销量为 312.37 万辆，同比下降 7.1%。乘用车增速虽有所不及预期，但仍保持稳健增长，商用车增速的下滑则超出市场预期。2015 年预计汽车销量增速将继续走低，整体销量增速为 5-10%，因此对汽车产量也不会有大的带动作用。

3.1.5 家电行业需求分析

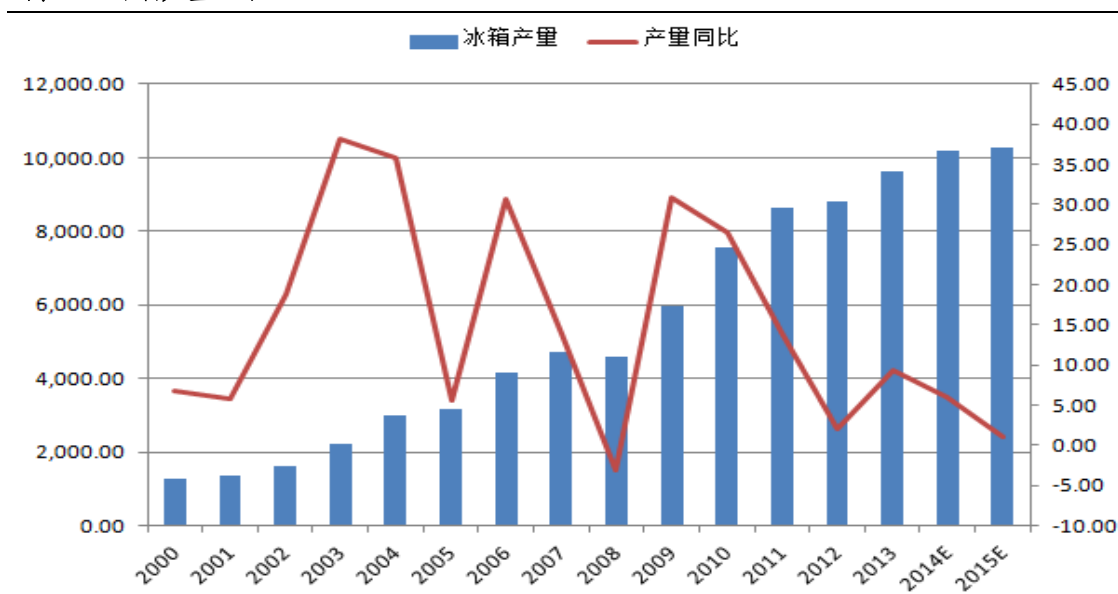
作为与房地产有较大相关性的家电行业，由于受到房地产市场低迷的拖累，预计其在 2015 年整体也不会有大的上涨，或将保持平稳发展，部分家电产量将有略有下降。

图表 12: 空调产量及同比



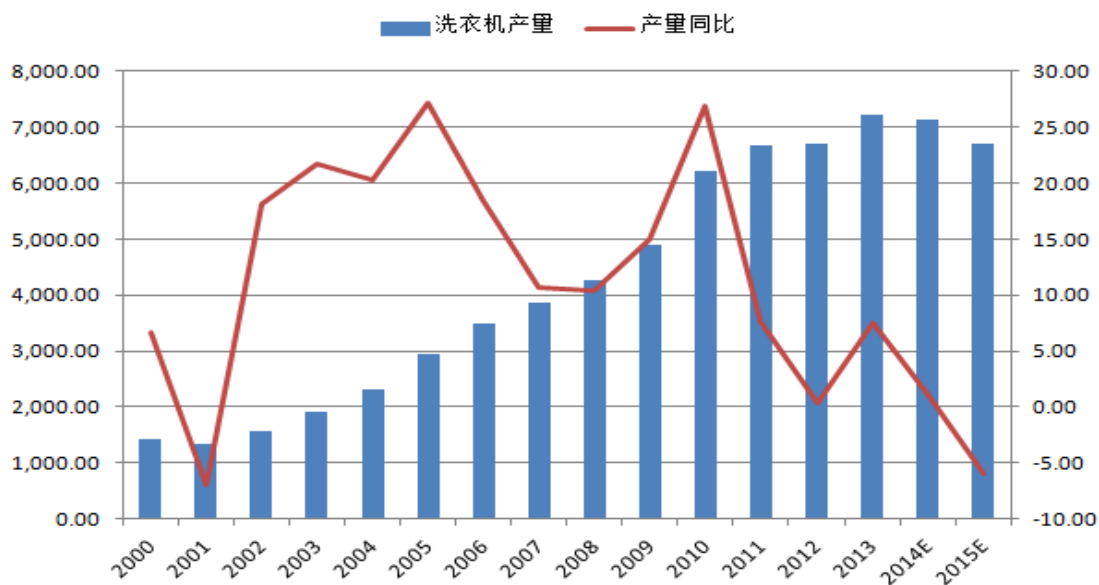
资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 13: 冰箱产量及同比



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 14: 洗衣机产量及同比

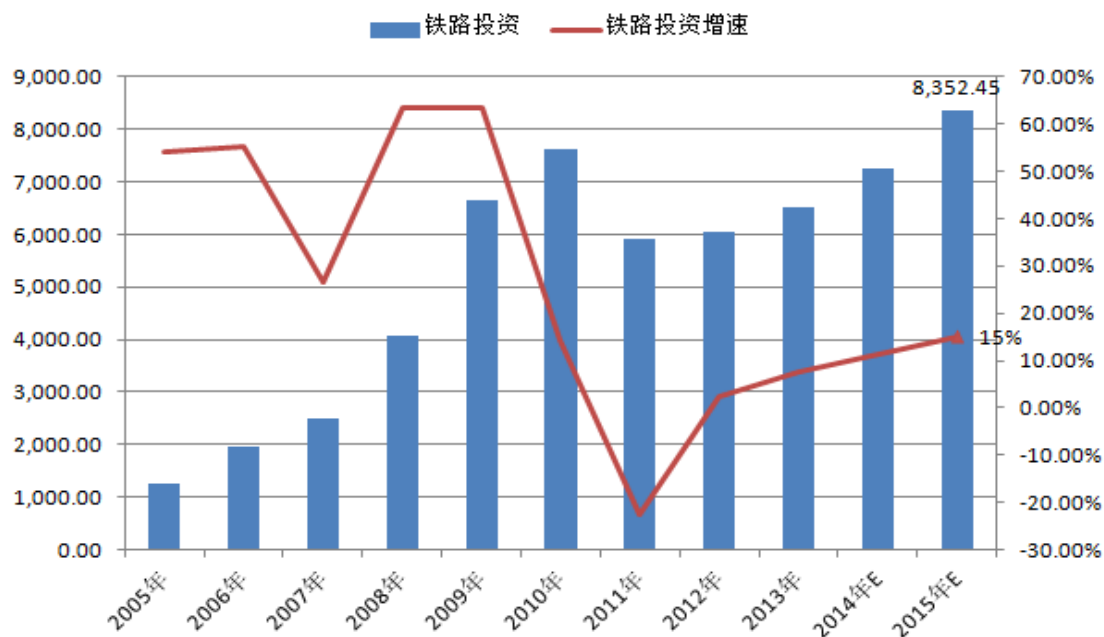


资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

3.1.6 铁道行业需求分析

2014 年, 国务院决定进一步加大铁路建设力度, 我国铁路投资大幅提升; 全国城市轨道交通线路建设规模继续保持较大规模, 铁路车辆产量出现不同程度增长。预计 2014 年全国铁道行业钢材消费量约为 490 万吨, 同比增长 10.8%。2014 年以来, 国家发改委先后批复了 36 条铁路线路, 总投资达到 1.15 万亿元, 预计 2015 年全国铁路投资将平稳发展, 预计完成 8300 亿元, 城市轨道交通在建里程达到 3500 公里。预计 2015 年, 我国铁道行业钢材需求量约 500 万吨, 同比增长 2.0%。

图表 15: 铁路增速预计图



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

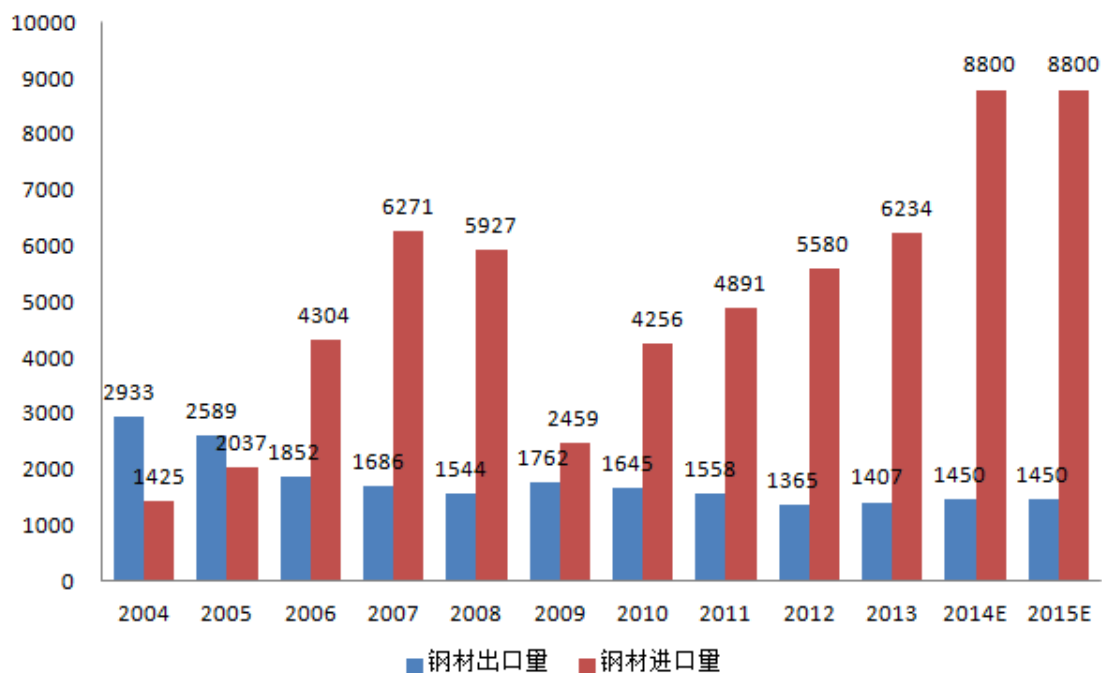
3.1.7 集装箱行业需求分析

2014 年，我国外贸进出口呈现逐季好转的态势，直接带动我国集装箱市场向好发展，预计全年我国集装箱产量约 238 万只，消费钢材 469 万吨。预测 2015 年国际间货物贸易量将同比持平或略有增长，我国货物出口增幅不大，集装箱产量同比持平，钢材需求量 470 万吨。

3.1.8 钢材出口状况分析

2014 年钢材的出口表现是钢材消费中最抢眼的一个方面，可用一个“火”字来形容，目前初步预计今年的出口量为 8800 万吨，同比增速为 41.16%，其中含硼钢占比约为 30%，因为含硼钢有出口退税的政策指引所以占比较大。明年对于出口退税政策存在争议，但是我们认为中央政府全面取消退税政策的概率很小，但是为了缓解与东南亚及欧洲等地区的贸易摩擦，顺势取消部分含硼钢的出口退税或有可能，但极有可能取消部分出口关税来保证钢材的出口的通畅，因此对于明年，我们预计钢材出口量较今年或将持平，保持 8800 万吨的出口量。

图表 16：钢材进出口预计图



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

按照下游需钢量 7.499 亿吨及出口钢材量 8800 万吨测算，预计 2015 年共需粗钢 8.38 亿吨，折合生铁产量为 7.29 亿吨。

图表 17: 粗钢产量及生铁产量预计

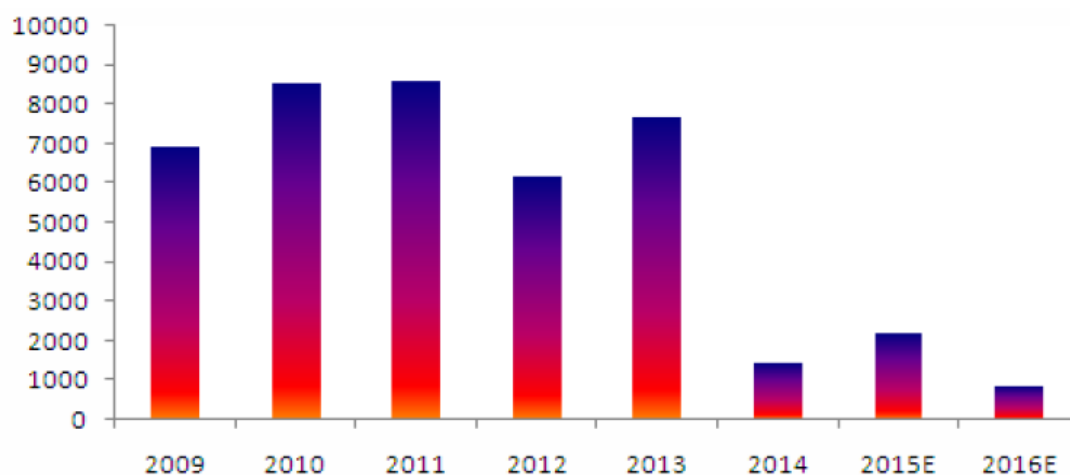
名 称	2014 年	2014 年同比增速		2015 年	2015 年同比增速	
		增速	占比		增速	占比
房地产行业/亿吨	1.7945	2.40%	24.10%	1.8	0.30%	24.00%
基础设施建设/亿吨	1.7494		23.50%	1.81	3.50%	24.13%
机械行业/亿吨	1.2877	5.30%	17.30%	1.31	1.70%	17.47%
汽车行业/万吨	4793	5.90%	6.40%	4850	1.20%	6.47%
家电行业/万吨	1100	5.00%	1.50%	1120	1.80%	1.49%
造船行业/万吨	1313	4.00%	1.80%	1350	2.80%	1.80%
集装箱/万吨	469		0.60%	470	0.20%	0.63%
铁路/万吨	490	10.80%	0.70%	500	2.00%	0.67%
其他/亿吨	1.7308		23.30%	1.75	1.10%	23.34%
合计/亿吨	7.3789		100.00%	7.4997	1.60%	100.00%
钢材出口/万吨	8800	41.16%		8800	0.00%	
钢材进口/万吨	1450	3.13%		1450	0.00%	
钢材净进口/万吨	7350	52.24%		7350	0.00%	
粗钢产量/亿吨	8.2300	2.30%		8.3797	2.00%	
生铁产量/亿吨	7.16			7.29	1.82%	

资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

3.2 黑色供给端分析

2014 年年底将有 7 座高炉具备投产能力，设计总产能 970 万吨，预计将延缓至 2015 年投产，再加上 2015 年预计投产的 5 座高炉，总共有 12 座高炉将在 15 年投产，总容积为 27896 立方米，预计新增总产能 2195 万吨。

图表 18: 新增炼铁产能



资料来源: 恒泰期货研究所, 中联钢数据终端

而通过对 2015 年生铁需求进行分析，得出粗钢折合生铁需求量为 7.29 亿吨，较去年增

加 1300 万吨需求量，在 2014 年已过剩的基础上，供给新增 2195 万吨大于需求新增约 800 万吨的量。分品种方面，2015 年长材新增产能仍然较多，产能过剩将进一步加剧，到 2015 年末螺纹和线材产能将分别达到 2.96 亿吨和 2.2 亿吨，过剩将加剧，板材整体压力产能缓解，热轧基本面偏强。

3.3 黑色产业链原材料分析

3.3.1 矿石供需面分析

2014 年，铁矿石价格出现连续下跌，但尽管是这种情况，主导全球铁矿石贸易市场的四大钢厂，淡水河谷、力拓、必和必拓仍继续扩产。淡水河谷计划到 2018 年将产量从 3.06 亿吨提高到 4.5 亿吨；力拓计划到 2016 年将产量从 2.66 亿吨提高到 3.6 亿吨；必和必拓计划到 2017 年将产量从 2.2 亿吨提高到 2.9 亿吨，并将生产成本再削减 25%。

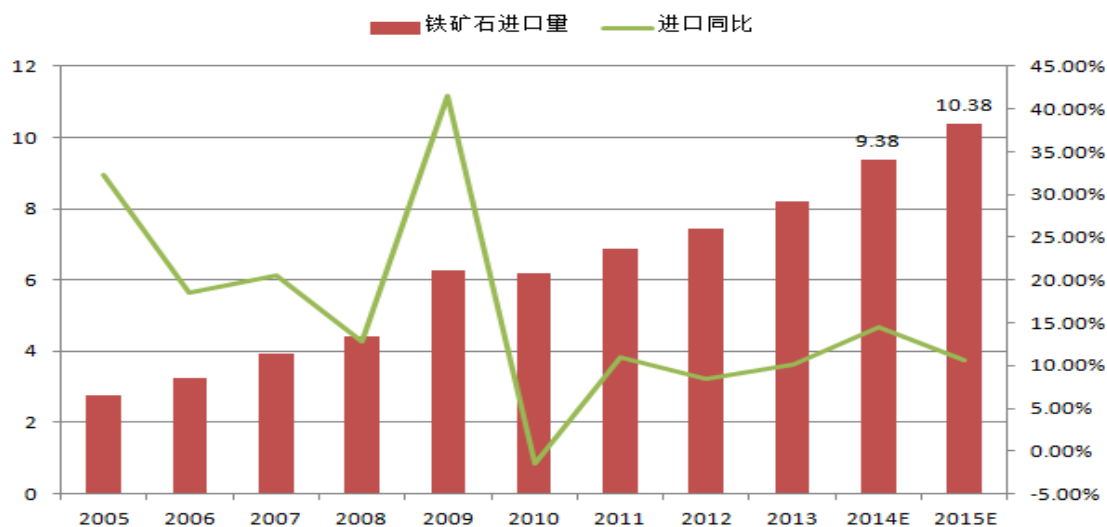
在 2015 年，国际矿山的扩产计划将新增产能 1.5 亿吨，但受成本等因素影响，非主流矿将制约其中的 5000 万吨产能进入中国，因此能够进入中国市场的铁矿石绝对新增量约 1 亿吨，其中四大矿山仍是主角。综合预计 2015 年铁矿石进口量为 10.38 亿吨。

图表 19：国际主要矿山新增产能情况

国际主要矿山新增产能情况（万吨）			
	2014 年	2015 年 E	2016 年 E
Vale	2000	2500	3500
Rio Tinto	2500	2500	3000
BHP Billiton	3000	3000	1000
FMG	3000	2000	1000
英美资源	500	1500	1500
卡拉拉	750	800	400
中信泰富	400	1000	500
Roll Hill	-	800	3000
CSN	500	300	600
非洲	500	500	500
武钢利比亚	220	300	400
合计	13370	15200	15400

资料来源：Wind，恒泰期货研究所

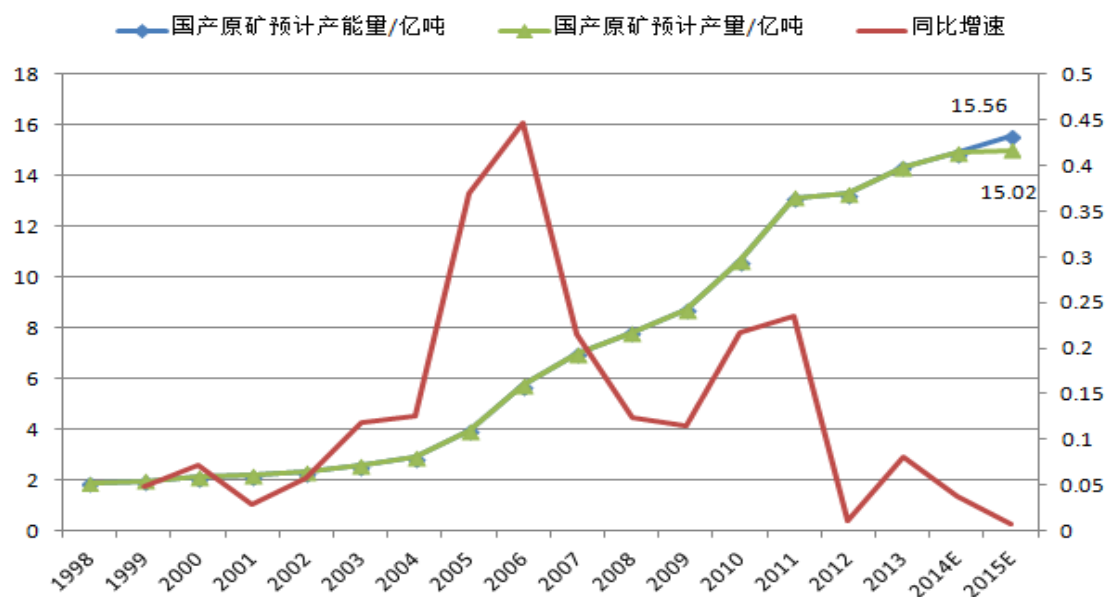
图表 20: 铁矿石进口量及同比



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

国产矿方面, 预计 2015 年新增产能约 6560 万吨, 原矿产量预计达 15.56 亿吨, 但由于铁矿石价格将长时间低位运行, 中国 80 美元以下仅占 40%, 一些高成本国产矿将继续被挤出市场, 预计铁精粉供应量将减少 3000 万吨左右。

图表 21: 国产矿产量预计



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

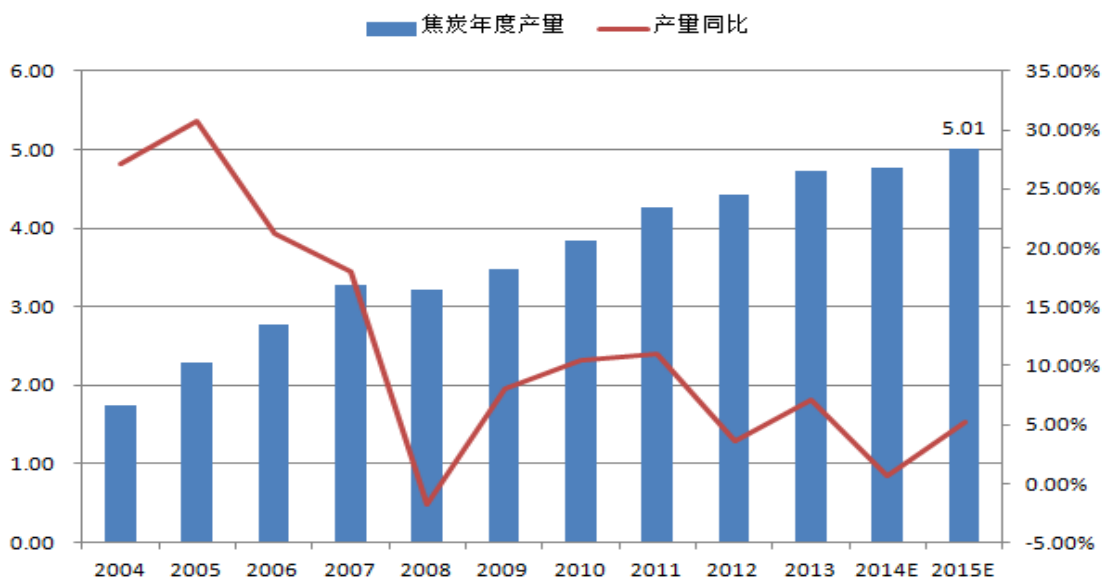
综合来看, 我们预计 2015 年生铁产量为 7.29 亿吨, 相较去年 7.16 亿吨, 增加了 1300 万吨生铁产量, 折合矿石需求增量为 2000 万吨。那么, 进口增加的 1 亿吨矿石, 弥补国内减少的 3000 万吨后, 剩余的 7000 万吨明显超过需求的增量 2000 万吨。因此, 矿石供需缺口仍将在 2015 年压制铁矿石的价格, 铁矿石价格中枢再次下移, 对螺纹的成本支撑难以构成支撑。

3.3.2 焦炭供需面分析

焦炭仍将面临过剩难题, 据不完全统计, 2014 年累计新增焦炉产能 3345 万吨, 在资金

紧张盈利有限、环保力度加大的影响下，部分新增产能未能投产，预计 2014 年产量为 4.76 亿吨，其中钢铁行业消费 4.0 亿吨。

图表 22：焦炭年度产量与增速



资料来源：Wind，恒泰期货研究所

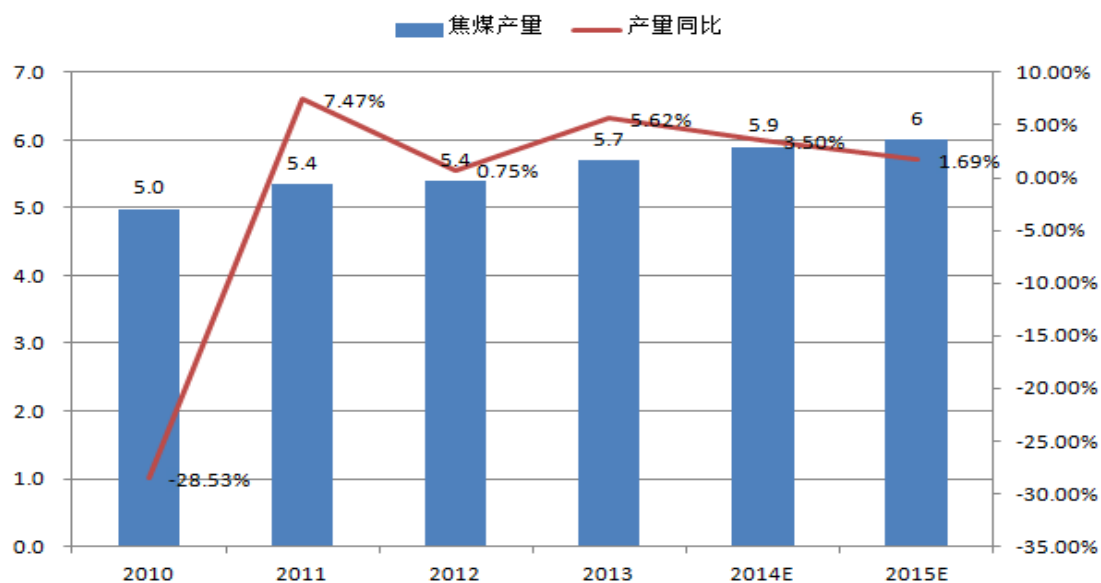
2014 年末投产的产量将在 2015 年体现，统计 2015 年投产的 1370 万吨，正在建设的 1290 万吨，产能仍积极扩张中，2015 年产量将有小幅增加，产量预计为 5.01 亿吨，其中钢铁行业消费 4.22 亿吨，同比增长 2200 万吨。与此同时，焦炭的需求端生铁 2015 年同比增长了 1300 万吨，约需要焦炭量为 600 万吨，因此焦炭在 2015 年产能过剩的情况将继续延续，价格仍看弱势，对钢材价格难构支撑。

3.3.2 焦煤供需面分析

焦煤是生产焦炭的主要原料，其期货走势也和焦炭相关性很高。因此焦煤价格走势也是钢材成本需要分析的关键点。据预测，2014 年炼焦精煤产量为 5.9 亿吨，同比增长 1.75%，进口量 6200 万吨，同比减少 17.79%；2015 年炼焦精煤产量为 6 亿吨，同比增长 1.69%，进口量 6000 万吨，同比减少 3.23%。比较两年发现产量增加了 1000 万吨，进口减少了 200 万吨，因此供给增加量为 800 万吨。

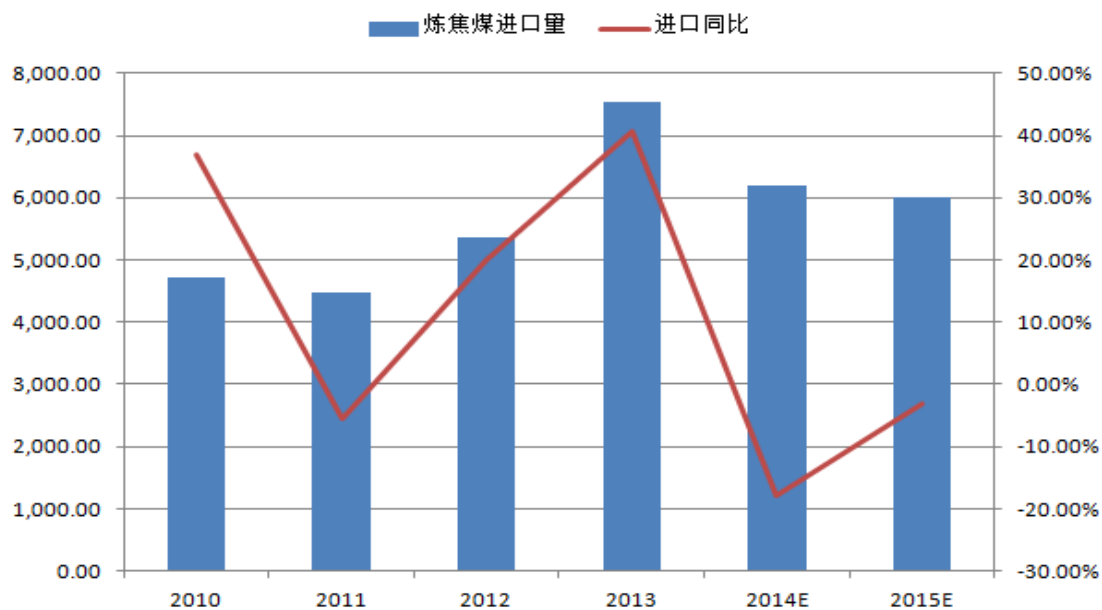
需求方面，通过生铁需要的焦煤量进行测算，焦煤需求量 2015 年 4.59 亿吨较 2014 年的 4.51 亿吨，增加了 800 万吨。因此整体来看，焦煤的供需处于一个弱平衡状态，属于整个黑色链条上基本面尚可的一个品种。但是，针对整个钢材的生产流程来看，其只占成本的 20% 左右，因此尚不构成大的利好因素，只能说影响偏中性。

图表 23: 焦煤年度产量与增速



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

图表 24: 炼焦煤进口量与增速



资料来源: Wind, 恒泰期货研究所

四、 结论

2014 年黑色品种单边下跌，矿石品种下跌幅度最大，跌掉近一半的价格，下跌之路稍显犀利。展望 2015 年，我们宏观、政策及基本面进行了分析，发现这条漫漫熊路或将继续上演，寻底之路何其休。

宏观方面，预计 2015 年将会维持“新常态”这一主基调，经济增速放缓、结构不断优化。行业方面，主要是环保政策的不断发力，对于新增产能进行有效的控制，基本体现了政府的“零容忍”态度，落后产能淘汰可期，行业结构治理不断优化。

供需面来看，在经济增速换挡的过程中，钢材下游需求不断放缓，房地产市场将迎来人口拐点，基建独领风骚但难抵房地产的下滑趋势，造船、汽车、家电等行业也用钢量基本处于持平状态，因此下游整体需求处于一个放缓的态势。供给端，2014 年的新增产能还将不断投放，加之 2015 年本年计划，新增产能仍远超新增需求，且主要集中在长材端，对螺纹的压力仍显沉重，板材稍好。

成本角度来看，矿石、焦炭的供需面均较弱，难以构成成本支撑，焦煤基本面稍好，但占成本比重较小，因此钢材的成本支撑无从谈起，在需求不济的情况下也会使现货价格不断下移向成本端靠拢。

因此在 2015 年，我们继续看空市场。对于投资者来说，延续 2014 年主要思路，以逢高做空为主，套利可考虑多热轧空螺纹操作或者做多钢厂的利润。

免责声明

本报告由恒泰期货研究所编制。

本报告所包含的投资策略或建议并不构成适合接收方的特定情况的投资建议或个人投资建议。本报告仅为提供信息而发表，不构成广告，在任何国家和地区也不应被理解为一项购买或出售任何证券、期货或相关金融工具的要约邀请或要约。除了有关本公司及关联机构的信息外，恒泰期货没有对本报告所含信息的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本报告也无意对文中涉及的期货、市场及发展提供完整的陈述或总结。恒泰期货不承诺投资者一定获利，也不与投资者约定分享投资收益或分担投资损失。市场有风险，投资需谨慎。任何接收方不应认为本报告可以取代自己的判断。本报告所含的任何意见，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因采用不同假设和标准而与恒泰期货其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。研究部门仅基于恒泰期货研究所管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关期货的研究。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本报告的分析师可能为了收集、合成和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。恒泰期货没有义务更新本报告所含任何信息或将该等信息保持在最新状态。本报告中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别期货或衍生品的估值，亦不代表任何交易可以或曾可以在该等价格成交，任何价格并不必然反映公司内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设，基于公司或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

未经恒泰期货事先书面许可，恒泰明确禁止全部或部分地再分发本报告。恒泰对第三方的该等行为不承担任何责任。期货有风险，投资需谨慎！