

# 专题报告： 焦化行业利润率波动特征及规律研究

日期：2020年3月22

陈敏华 研究主管

投资咨询号：Z0012670

电话：0571-28132578

邮箱：chenminhua@cindasc.com

李涛（黑色研究员）

执业编号：F3064172

电话：0571-28132591、

18307211494（微信）

邮箱：litao@cindasc.com

金成（黑色研究员）

执业编号：F3061509

电话：0571-28132639

邮箱：jincheng@cindasc.com

方家驹

黑色研究员

执业编号：F3066474

联系电话：0571-28132639

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

地址：杭州市萧山区宁围街道利一

路188号天人大厦19-20层

邮编：310004

电话：0571-28132578

网址：[www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com)

信达期货网址：[www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com)

## 核心要点

### 中长期影响因素：行业利润中枢变动

经济体的全产业链在调节供需时所固有的传导路径及时间周期所引起的整个经济体供需的周期性波动，钢铁产业链在随整个经济体供需调整所带来行业利润中枢的变动；行业自身产能周期决定中长期行业利润的变化趋势。

### 短期利润传导逻辑：

**钢铁产业链自身调节特征：**钢厂下游需求好转，带动钢厂利润率提升，利润率提升带动高炉开工率回升；高炉开工率回升焦化行业需求好转，需求好转带动焦化行业利润率提升。

### 行业外部因素：

去产能政策导致行业供给增速大幅下降，提升整体产业链利润中枢水平；焦化行业环保政策频繁，扰乱行业自身运行节奏，环保政策通过影响焦化行业开工率或产能利用率从而影响行业毛利率。

### 总结：

**利润传导主要通过产量的扩张与收缩：**如果利润集中在产业链中的某一环节，必然会导致利润从该环节向产业链上下游两端转移。主要是通过扩大生产的方式来传导，该产业环节的上升，一方面加大对上游端的需求，上游原料涨价，一方面扩大供应，导致向下游销售的商品降价，短期较好的生产利润会使得企业提高产能利用率。

## 目录索引

1、利润传导规律 .....	4
1.1 钢厂利润领先焦化厂利润 .....	4
1.2 焦化行业利润扩张或收缩时间 .....	4
1.3 利润扩张或收缩的幅度 .....	5
2、中长期因素：行业利润中枢的波动 .....	6
2.1 产业链整体利润的扩张与收缩： .....	6
2.2 产能周期：供需错配下的利润中枢变动 .....	7
3、短期利润传导逻辑 .....	8
3.1 钢厂利润向产量传导 .....	8
3.2 钢厂产量向焦化利润传导 .....	9
4、产业链外的因素：行业政策 .....	10
4.1 去产能政策提升产业链整体利润中枢水平 .....	10
4.2 环保政策打乱行业自身运行节奏 .....	11
5、观察指标： .....	12



## 图表索引

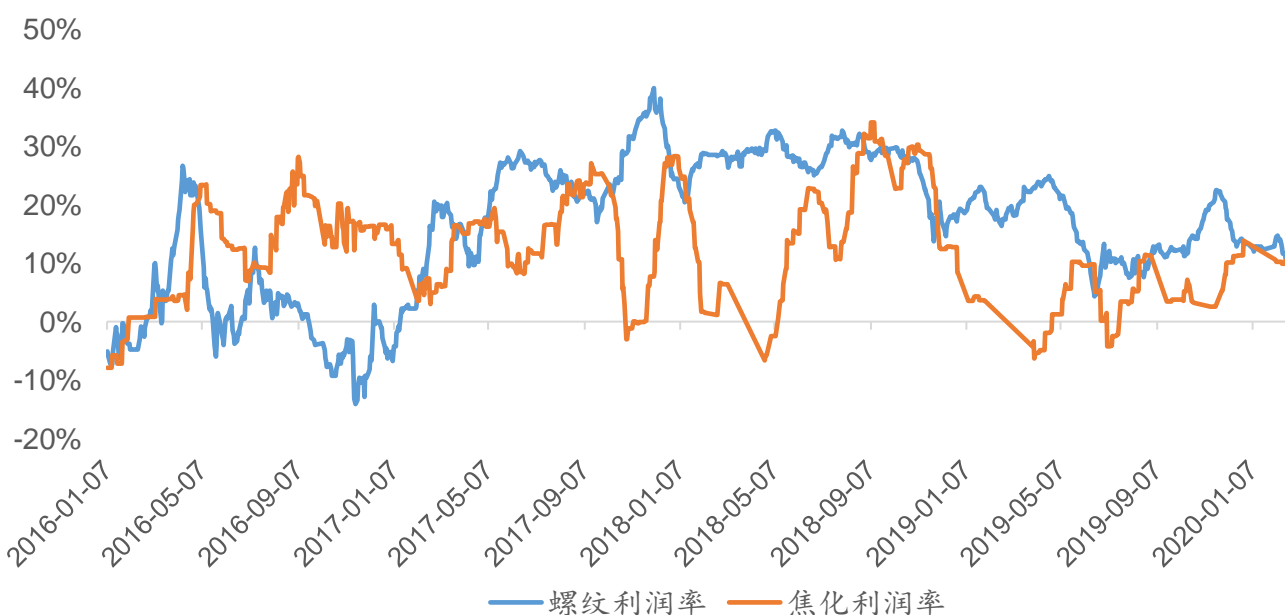
图 1: 钢厂与焦化厂毛利率走势.....	4
图 2: 钢铁产业链的各品种毛利率.....	6
图 3: 钢铁产能及增速.....	7
图 4: 焦炭行业产能及增速.....	8
图 5: 钢厂利润与高炉开工率.....	8
图 6: 高炉开工率与焦化行业利润.....	10
图 7: 焦化行业利润与独立焦化厂开工率.....	10
图 8: 供给侧改革期间焦炭产量低速增长.....	11
图 9: 焦化行业毛利率 (MA365).....	11
图 10: 独立焦化厂焦炭库存.....	12
表 11: 焦煤产业链库存.....	12
表 1 钢厂及焦炭利润扩张及收缩时间.....	4
表 2: 钢厂及焦炭利润扩张及收缩的幅度.....	5

## 1、利润传导规律

### 1.1 钢厂利润领先焦化厂利润

**钢厂利润回升或收缩平均领先焦化厂利润 45 天：**钢厂利润上升（下降）一个半月后，焦化厂利润开始回升（下降），在钢厂利润扩张阶段，钢厂进行的原料补库会推动对原料的需求，将有利于原料利润率的提升，并导致了钢材利润率的回升领先于焦化行业利润的回升，由于产业链固定的传导路径及逻辑，钢厂利润传导到下游一般需要一个半月时间。

图1：钢厂与焦化厂毛利率走势



数据来源：文华财经、信达期货研发中心

### 1.2 焦化行业利润扩张或收缩时间

**焦化行业利润回升或收缩持续的时间在 40-100 天：**由于焦化厂处在钢铁产业链中游，利润受上游及下游同时影响，焦化厂利润持续上升或收缩持续的时间一般较短，持续的时间一般在 40-100 天，各阶段利润扩张或收缩的平均时间为 68 天。

表 1：钢铁及焦化行业利润扩张及收缩时间

阶段	螺纹钢毛利率			焦炭毛利率			领先时间
	起始时间	终止时间	持续时间	起始时间	终止时间	持续时间	
阶段一	2016/4/12	2016/5/24	42	2016/5/16	2016/7/5	50	-34
阶段二	2016/5/24	2016/7/13	50	2016/7/5	2016/9/7	64	-42
阶段三	<b>2016/7/13</b>	<b>2016/11/18</b>	<b>128</b>	<b>2016/9/7</b>	<b>2017/2/7</b>	153	-56
阶段四	<b>2016/11/18</b>	<b>2017/3/15</b>	117	2017/2/7	2017/5/15	97	-81
阶段五	2017/3/15	2017/4/19	35	2017/5/15	2017/6/21	37	-61
阶段六	2017/4/19	2017/6/16	58	2017/6/21	2017/9/15	86	-63
阶段七	2017/6/16	2017/9/22	98	2017/9/15	2017/11/3	49	-91
阶段八	2017/9/22	2017/12/4	73	2017/11/3	2018/1/3	61	-42

阶段九	2017/12/4	2018/1/15	42	2018/1/3	2018/2/14	42	-30
阶段十	2018/1/15	2018/3/9	53	2018/2/14	2018/4/23	68	-30
阶段十一	2018/3/9	2018/5/7	59	2018/4/23	2018/6/22	60	-45
阶段十二	2018/5/7	2018/6/26	50	2018/6/22	2018/7/30	38	-46
阶段十三	2018/6/26	2018/8/23	58	2018/7/30	2018/9/10	42	-34
阶段十四	2018/8/23	2018/11/26	95	<b>2018/9/10</b>	<b>2019/1/11</b>	<b>123</b>	-18
阶段十五	2018/11/26	2019/1/24	59	2019/1/11	2019/4/4	83	-46
阶段十六	2019/1/24	2019/2/20	27	2019/4/4	2019/5/26	52	-70
阶段十七	2019/4/22	2019/6/19	58	2019/5/26	2019/7/11	46	-34
阶段十九	2019/6/19	2019/8/13	55	2019/7/11	2019/8/28	48	-22
阶段二十	2019/8/21	2019/11/22	93	2019/8/28	2019/11/7	71	-7
阶段二十一	2019/11/22	2020/3/6	105	2019/12/27	2020/3/17	81	-35

数据来源：Wind、信达期货研发中心

**焦化行业利润持续扩张或收缩的时间相对较短：**由于焦化企业行业短期生产调节较为灵活,焦化行业利润趋势性上涨持续的时间较短,且在高位震荡的时间也较短,一般表现为尖顶和尖底。

### 1.3 利润扩张或收缩的幅度

**焦化厂利润扩张或收缩的幅度在 10%-30%：**下表统计自 16 年以来,焦化行业利润明显扩张及收缩的 21 个阶段,利润低点与高点的毛利率的差值一般在 10%-30%之间,平均每个阶段毛利率扩张或收缩的幅度为 18.6%;钢厂每个阶段毛利率扩张或收缩的平均幅度为 14.7%,焦化行业利润率扩张或收缩平均幅度比钢厂的高 4pct。

**钢厂利润高位时,焦化厂利润率弹性更大：**在钢厂产能利用率低位的时候,钢厂利润弹性小,在产能利用率高位的时候,钢厂利润弹性大。在下游钢厂利润处于较高水平时,上游焦化行业利润扩张或收缩的平均幅度要大,而在下游钢厂利润处于低位的时候,上升焦化厂利润率平均变化幅度相对较小。

图 2：钢铁及焦化行业利润扩张及收缩的幅度

阶段	螺纹钢毛利率			焦炭毛利率		
	区间下值	区间上值	差值	区间下值	区间上值	差值
阶段一	26.60%	-6.00%	32.60%	23.40%	7.00%	16.40%
阶段二	-6.00%	12.60%	18.60%	7.00%	28.10%	21.10%
阶段三	12.60%	-14.10%	26.70%	28.10%	3.60%	24.50%
阶段四	-14.10%	20.30%	34.40%	3.60%	19.40%	15.80%
阶段五	20.30%	9.70%	10.60%	19.40%	8.10%	11.30%
阶段六	9.70%	29.20%	19.50%	8.10%	27.10%	19.00%
阶段七	29.20%	17.00%	12.20%	27.10%	-1.20%	28.30%
阶段八	17.00%	39.90%	22.90%	-1.20%	28.30%	29.50%
阶段九	39.90%	20.90%	19.00%	28.30%	1.10%	27.20%
阶段十	20.90%	26.30%	5.40%	1.10%	-6.70%	7.80%
阶段十一	26.30%	32.60%	6.30%	-6.70%	22.70%	29.40%

阶段十二	32.60%	25.10%	7.50%	22.70%	10.70%	12.00%
阶段十三	25.10%	32.10%	7.00%	10.70%	34.10%	23.40%
阶段十四	32.10%	13.70%	18.40%	34.10%	3.60%	30.50%
阶段十五	13.70%	23.00%	9.30%	3.60%	-5.60%	9.20%
阶段十六	23.00%	16.30%	6.70%	-5.60%	10.20%	15.80%
阶段十七	16.30%	4.30%	12.00%	10.20%	-4.10%	14.30%
阶段十九	4.30%	11.20%	6.90%	-4.10%	11.30%	15.40%
阶段二十	7.60%	22.50%	14.90%	11.30%	0.80%	10.50%
阶段二十一	11.20%	7.50%	3.70%	13.10%	0.00%	13.10%

数据来源：Wind、信达期货研发中心

### 焦化行业毛利率弹性大于钢铁行业：

一、参与流通的供应占比相对较小：供焦炭的供给主要来源于独立焦化厂和钢厂自有焦化厂。其中约占4成产量的钢厂自有焦化厂供应稳定且不参与市场流通，焦炭市场的定价实际上是由参与流通的独立焦化厂供给量决定。纵观整条产业链，由于焦炭参与定价的流通量小于炼焦煤和钢材，当钢厂需求变动时焦炭会受到更大的冲击。

二、焦化厂短期生产弹性较大：由于焦炭生产企业生产弹性较大，短期利润的下行，可以通过调整结焦时间进行产量调节使得供给更具弹性，降低产量；而钢铁行业生产工艺的特性，短期内产量相对刚性，对下游需求的变动调整的时间的较为缓慢、调整的幅度相对较小。

三、行业分散成本差距大，供给曲线陡峭：由于焦化行业技术门槛低，资本投资规模相对较小，行业进入门槛低，且行业较为分散，各地生产成本差距较大，导致焦化行业的供给曲线相对陡峭，毛利率弹性较大。

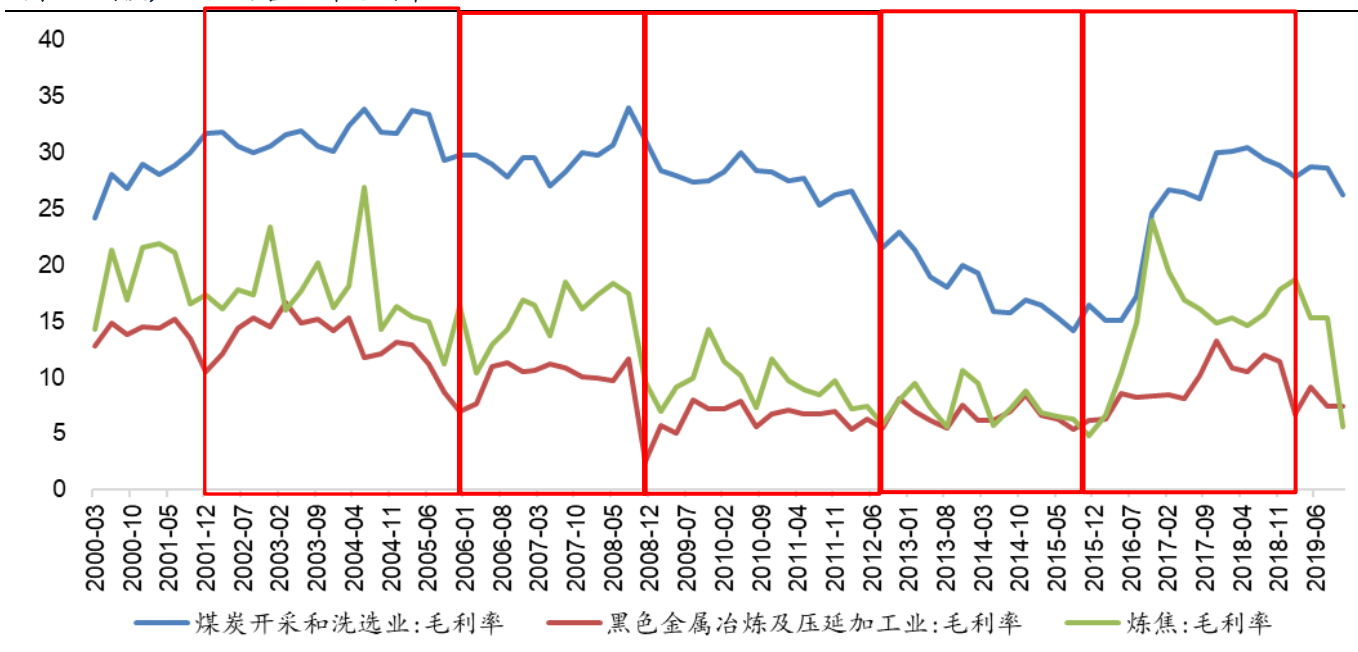
## 2、中长期因素：行业利润中枢的波动

### 2.1 产业链整体利润的扩张与收缩：

经济体的全产业链在调节供需时所固有的传导路径及时间周期所引起的整个经济体供需的周期性波动：生产企业在行业处于较低库存以及较低价格情况下，企业有增加订单的冲动，而生产企业由于订单增加，开始逐渐恢复生产，但需求的恢复快于库存的增加，库存有进一步降低的可能，随着价格的上涨（下跌）、利润的提升（下降），下游有主动补库（去库）需求，从而引发需求的扩张与收缩；由于整个社会的产业链在调节供需时所固有的传导路径及时间周期，形成了较为有规律的波动，经济体全产业链供需的周期性波动的现象，这种2-4年的短期调整称为“存货”周期。

库存周期导致的行业利润率呈现3-4年的周期性波动：经济体全产业链由于主动去库或补库引发需求的波动，从而引发产业链的某些环节在供需缺口扩张与收缩的波动中，导致行业的盈利水平也伴随着周期性的波动。从库存周期角度，钢铁行业作为经济体全产业链的一部分，钢铁产业链整体的利润率也呈现3-4年的周期波动规律。

图2：钢铁产业链的各品种毛利率



数据来源：Wind、信达期货研发中心

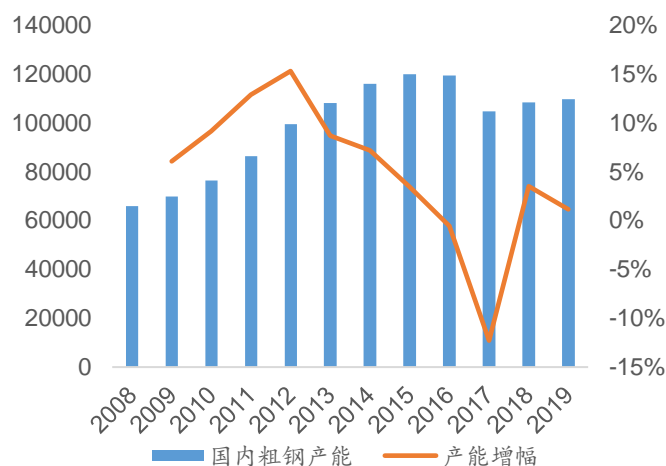
## 2.2 产能周期：供需错配下的利润中枢变动

长期较高的利润会使得企业增加资本支出扩大产能。企业对资本、劳动的投入动力源于下游需求对于产品需求的上升，需求的上升导致产品价格弹性和利润空间的提升，促使企业进行资本投资、扩建产能。行业前期较好的、持续的行业盈利，导致行业企业对未来行业需求的乐观预期，从而进行资本开支。

**资本开支领先产能释放：**由于从资本开支到产能的形成或者投放一般需要2-3年甚至5-6年的时间。当期投入到产出存在明显时滞效应，直接导致了当期投入将在未来某个时间内转换为供给，直接导致了当期需求与当期供给的结构性错配，进而引发产能扩张和减少的波动。产能周期层面的供需错配影响行业长期利润的变动。

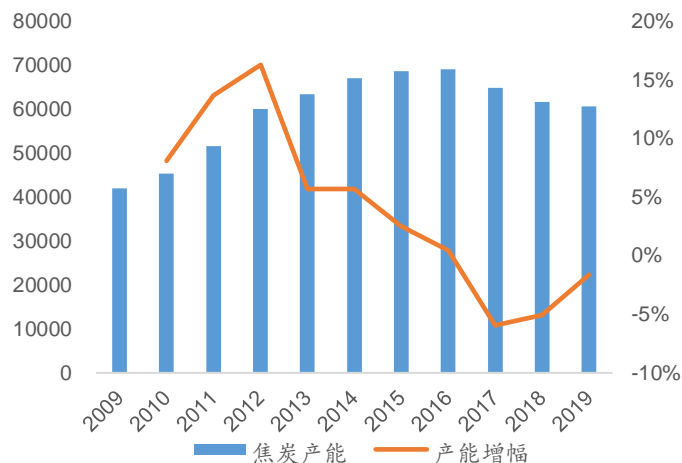
**钢铁产业链产能低速增速：**从产能周期来看，焦炭产能与钢铁行业产能扩张步伐较为一致，2000年-2010年是中国钢铁产业链规模和产量持续高速增长的10年，2011年-2015年进入到需求下滑、产能大幅释放，供需过剩较为严重的阶段，行业毛利率大幅下滑；2016年后钢铁产业链开始去产能，随着去产能的推进，产能处于压缩阶段，产能利用率不断走高，整个钢铁产业链利润重心开始提升。

图3：钢铁产能及增速



数据来源：Wind、信达期货研发中心

图4：焦炭行业产能及增速



数据来源：Wind、信达期货研发中心

**钢铁产业链毛利率开始回落、开始压制上游品种利润率：**从整个钢铁产业链的利润看，行业毛利率演化大致分为五个阶段，2000年-2004年的毛利率持续走高，2005年-2008年的中等毛利率水平，毛利率高位震荡，2009年-2015年的低位毛利率波动，2016-2018年，去产能推动下的毛利率修复水平，毛利率回升至历史较高水平；2019年至今，随着供给侧改革带来行业较高的利润率，钢铁产业链的置换及改扩建的产能释放，整个行业的毛利率开始大幅走低，从而开始压缩产业链上游毛利率。

### 3、短期利润传导逻辑

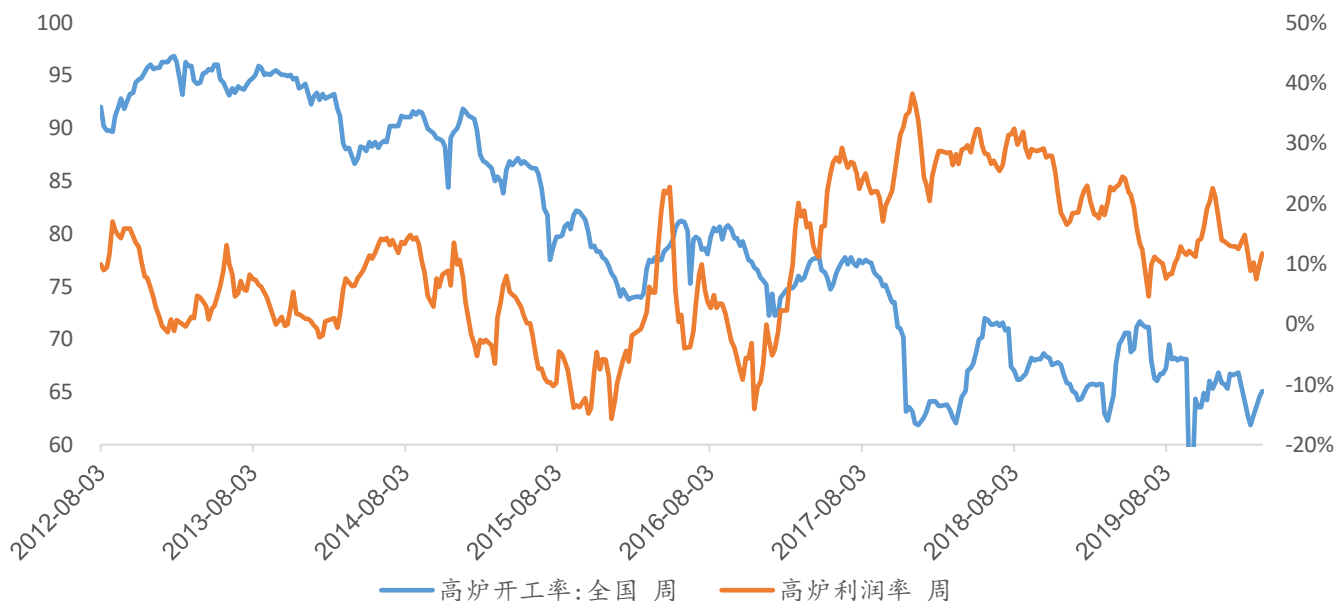
#### 3.1 钢厂利润向产量传导

**利润传导主要通过产量的扩张与收缩：**如果利润集中在产业链中的某一环节，必然会导致利润从该环节向产业链上下游两端转移。主要是通过扩大生产的方式来传导，该产业环节的上升，一方面加大对上游端的需求，上游原料涨价，一方面扩大供应，导致向下游销售的商品降价，短期较好的生产利润会使得企业提高产能利用率。

**钢厂短期利润变动传导至产量变动一般需要一个月左右：**钢材下游需求好转，短期较好的需求导致钢材价格上涨，导致钢材利润上升；钢厂利润的上升，促使生产企业提高产量，从钢厂利润上升传导至短期的提高产量，有一定的时间滞后，主要受产业链自身运行规律的影响，调整的时间包括钢厂对短期利润的回升的确认、调整产量计划、加大原料采购等环节，钢铁生产环节特定的结构导致钢厂产量一般滞后与钢厂利润一个月左右的时间。



图5：钢厂利润与高炉开工率

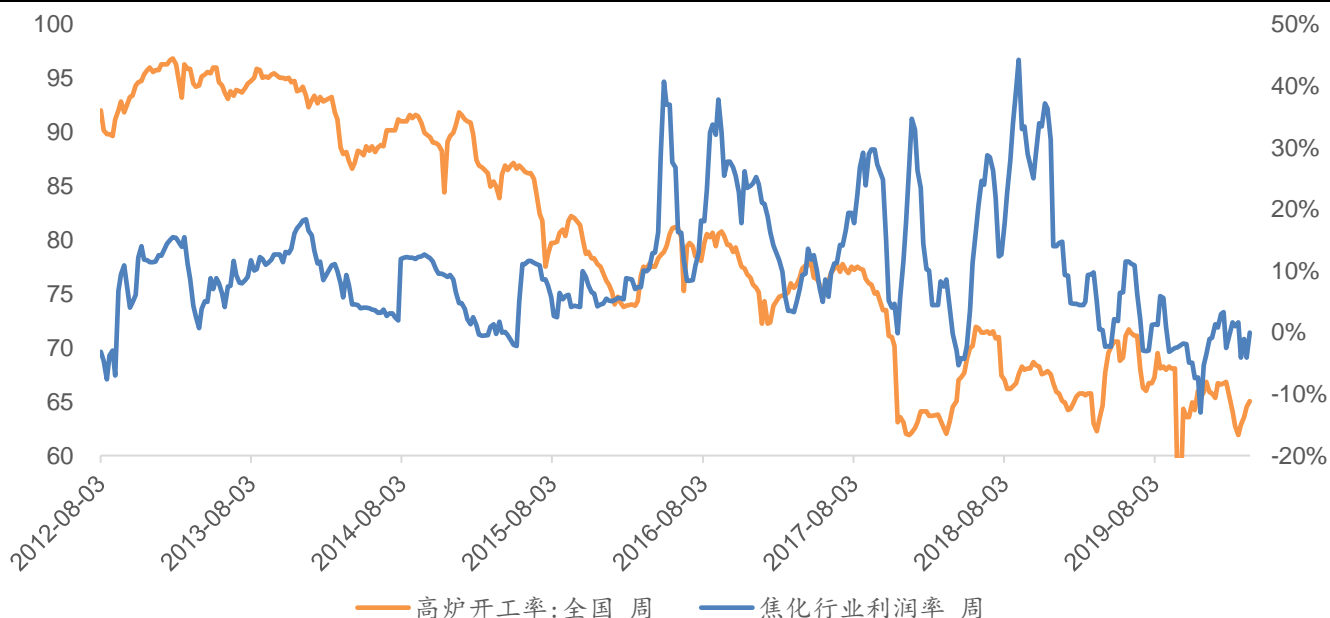


数据来源：Wind、信达期货研发中心

### 3.2 钢厂产量向焦化利润传导

**钢厂产量的提升带动焦炭行业利润回升：**下游粗钢产量是直接决定上游焦化厂的需求，焦化行业需求上升后，焦化行业利润开始回升。通过高炉开工率数据可以明显看出，当高炉开工率上升后焦炭需求回升带动焦炭价格上涨，焦炭价格回升相对较强，一般钢材产量提升传导至下游需求一般耗时20-30天，可能是钢厂在短期提高产量的时候，主要先消耗自身库存为主。

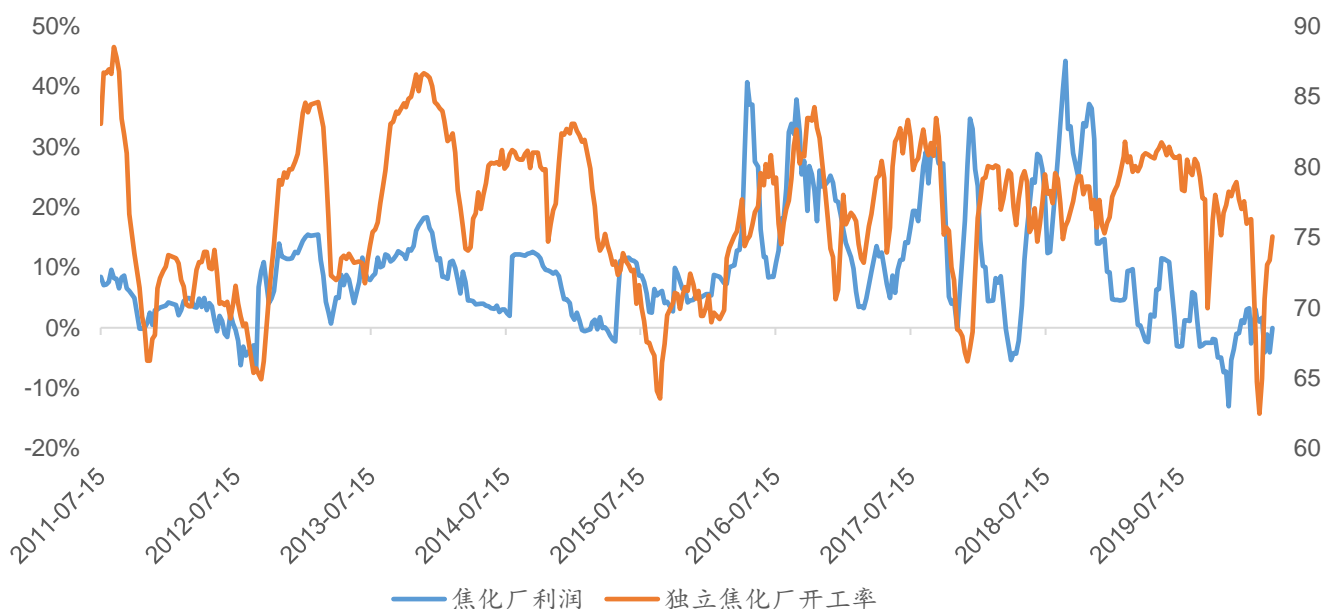
图6：高炉开工率与焦化行业利润



数据来源：Wind、信达期货研发中心

**焦化行业利润提升带动焦化厂开工率上升：**随着焦化行业下游需求好转，焦化行业利润开始回升，焦化企业也开始逐渐调整生产计划，具体调整的生产环节包括对短期需求好转的确定，开始提高短期生产计划，加大原料采购等，而生产中这些环节的调整是需求一定的时间，一般焦化行业利润回升传导至整个行业产量的提升需要一个月左右的时间。

图7：焦化行业利润与独立焦化厂开工率



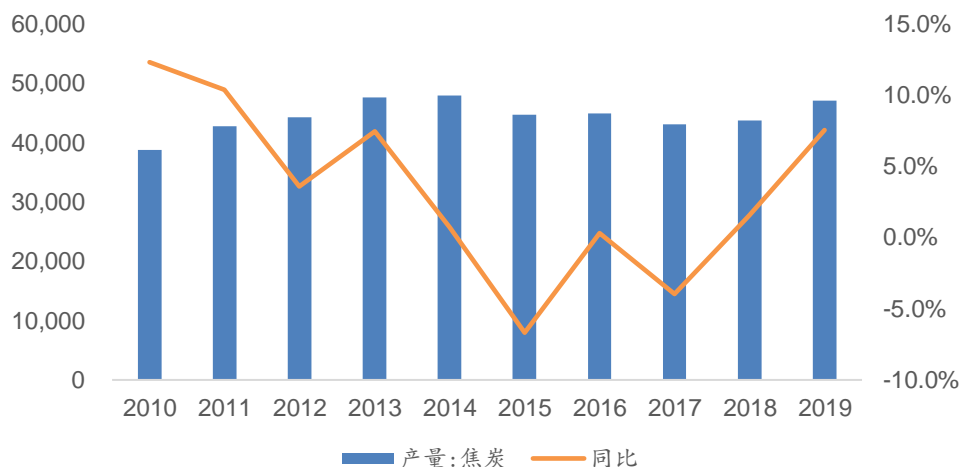
数据来源：Wind、信达期货研发中心

## 4、产业链外的因素：行业政策

### 4.1 去产能政策提升产业链整体利润中枢水平

2016年4月国家出台焦炭行业“十三五”规划，2016年至2020年焦炭行业淘汰产能目标为5000万吨。在供给侧结构性改革的推动下，焦化去产能速度加快，政策性的去产能、行政性的减量化生产导致焦炭产能及产量下滑。2016年-2018年，焦炭产能增速分别为0.3%、-3.9%、1.6%，相较于2011-2014年焦炭产能增速大幅下降。

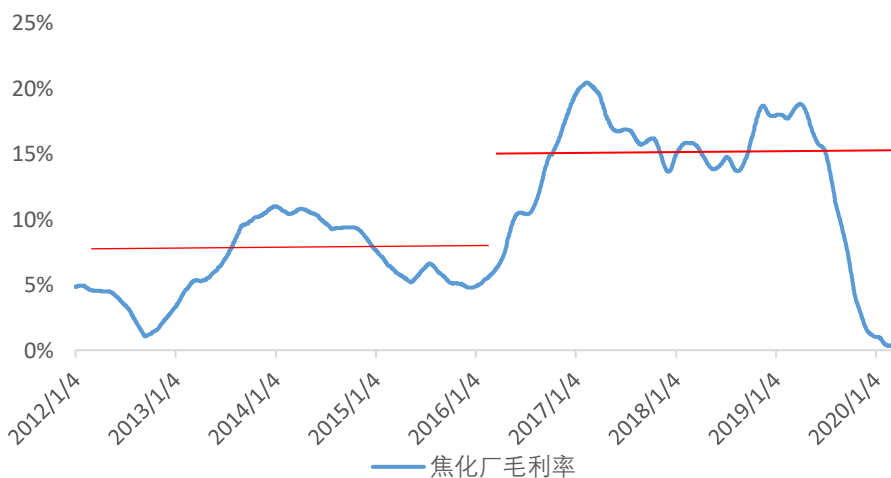
图8：供给侧改革期间焦炭产量低速增长



数据来源：Wind、信达期货研发中心

**行业利润中枢上移、高利润持续时间较长：**自2016年焦化行业供给侧改革以来，焦化行业的产量增速大幅下降，导致焦化行业的利润中枢相较于供给侧改前的2012-2015年中枢显著快速上升；且焦化行业的利润中枢在高位维持的时间相对较长。

图9：焦化行业毛利率 (MA365)



数据来源：Wind、信达期货研发中心

## 4.2 环保政策打乱行业自身运行节奏

**焦化行业环保政策频繁，扰乱行业自身运行节奏：**自2017年以来国家相继出台一系列的环保政策，均涉及焦化行业，其中对焦化行业影响面较大的环保政策也相对较多，2017年出台《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》、《排污许可证申请与核发技术规范炼焦化学工业》等政策；2018年出台了《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》、《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》；2019年生态环境部发布了《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，此次专项整治的时间为2019年

的10月1号到2020年的3月31号，共计6个月。

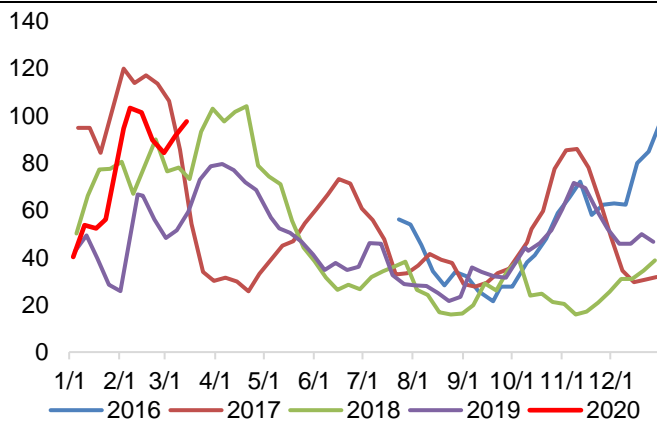
**环保政策通过影响焦化行业开工率或产能利用率从而影响行业毛利率：**由于焦化行业与钢铁行业类似，同属于大气污染防治的重点行业之一，因此当其受环保影响，焦企的结焦时间被动延长导致产能利用率大幅下降后，行业利润率也会因短期供需错配而出现大幅回升。

## 5、观察指标：

**高炉开工率加洗煤厂工率上升幅度大于2倍焦化厂开工率上升幅度：**根据焦化厂利润公式， $I_t = J_t - JM_t$ 焦炭价格受供需影响，较好刻画焦炭需求的指标用高炉开工率，刻画焦炭供应的指标用焦化厂开工率，两者之差能很好的刻画焦炭价格的变动；焦煤的需求用焦化厂开工率刻画，焦煤的供应用洗煤厂开工率刻画，两者之差能很好的刻画焦煤交割的变动； $\frac{\partial I_t}{\partial t} = \frac{\partial J_t}{\partial t} - \frac{\partial JM_t}{\partial t}$ ，由于做多焦化厂利润，是利润的边际变化，那么对应得是观察指标的二阶差分。

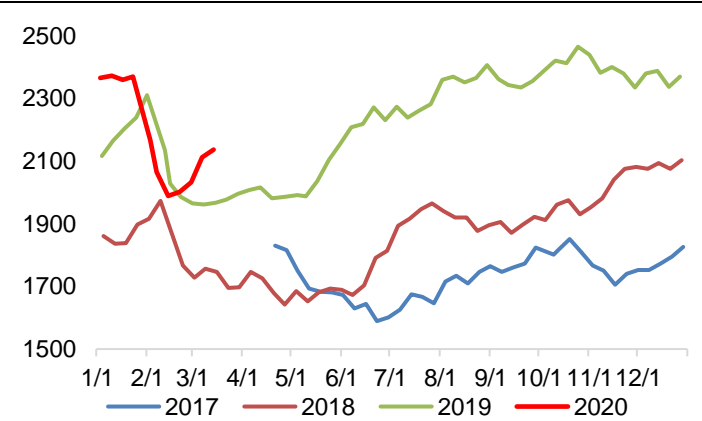
**焦炭去库速度快于焦煤：**焦炭需求大于供应对应价格上涨，价格上涨对应焦化厂的焦炭库存开始下降；焦炭供大于求对应价格上涨，价格上涨对应焦煤去库存。焦化厂利润上升，对应着焦炭价格上涨的幅度要大于焦煤价格上涨的幅度，从而焦化厂利润上升对应着焦化厂库存下降的幅度要快于焦煤库存下降的幅度。

图10：独立焦化厂焦炭库存



数据来源：Wind、信达期货研发中心

图11：焦煤产业链库存



数据来源：Wind、信达期货研发中心

**风险提示：矿难、煤炭安全政策趋严。**

## 公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本5亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 [www.cindaqh.com](http://www.cindaqh.com) 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。

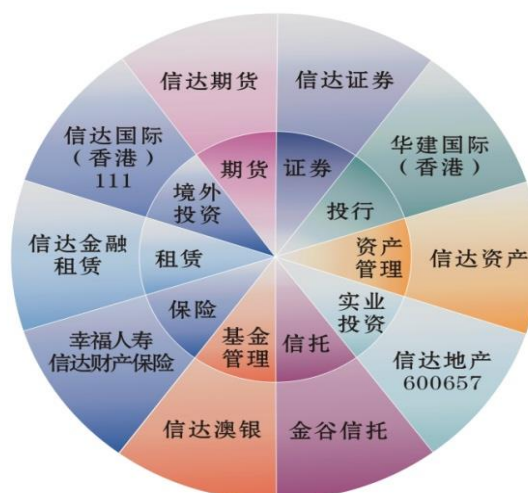
公司总部设在杭州，下设20家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建6家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭14家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

## 雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本362.57亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于1999年4月19日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012年4月，首家引进战略投资者，注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

### 信达资产拥有全牌照金融服务平台



## 全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 福建分公司 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 (咨询电话: 0592-5150160)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨市南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 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 2408 房间 (咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

## 重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。