热轧卷板：需求增速回落 供给端存在支撑

作者：黑色建材组 卜咪咪

执业编号：F3049510(从业) Z0015614(投资咨询)

联系方式：010-68578739/ bumimi@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年7月10日星期六

摘要：

宏观经济方面，国内经济周期年中转向，下半年经济压力将大于上半年。货币政策维持总体中性局部宽松的节奏。外需和国内经济周期影响下，制造业投资对总投资的拉动有望维持，基建投资下半年有改善空间，房地产投资表现暂时稳定，未来需注意风险。外需有较强韧性，但进一步上行空间已不大。

从热卷需求端来看，2021 年下半年乘用车产销有望回升，但商用车增速或将继续下降，汽车行业下半年增速或将放缓；国内家电需求走弱，出口对家电的拉动作用有望持续，下半年家电行业用钢需求有望维持平稳增长；全球航运贸易复苏将继续带动造船行业回暖；下半年基建投资增速有望回升以及海外制造业仍处于主动补库阶段，对机械设备仍有一定拉动作用，但受去年高基数影响，机械行业增速较上半年将有所放缓。总体来看，制造业虽转向被动加库存阶段，但外需仍有一定韧性，热卷下游需求大幅走弱的概率不大。

供给端来看，三季度压减粗钢产量政策落地概率较大，但具体对粗钢产量的影响程度以及落地节奏仍然存在不确定性。从成本端来看，在供给端受到抑制，而需求并未大幅回落的情况下，钢厂利润大概率走扩，将带动原料端的走强，钢材成本易涨难跌。

总体来看，压减粗钢产量政策落地情况将对下半年走势产生较大影响，三季度随着政策逐渐落地以及需求淡季结束，热卷偏强运行，但价格超过前期高点的可能性不大，同时随着需求增速放缓，价格或将进入宽幅震荡走势，下半年运行区间在 4800-6700 元/吨之间，运行重心在 5300-6300 元/吨之间。

风险点：压减粗钢产量政策不及预期；海外需求大幅走弱；

期货策略：对于热卷下游消费企业来说，主要需要防范热卷价格大幅上升，导致成本大幅增加的风险，根据以上分析，建议下游热卷消费企业根据生产节奏关注热卷买入套期保值机会，价格区间在 5000-5200 元/吨左右。

研究报告全部内容不代表公司观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

第一部分　长期走势和上半年行情总结 4
一、　热卷长期走势回顾 4
二、　2021 年上半年热轧卷板走势回顾 6
第二部分　宏观经济与政策环境 7
第三部分　供给端 10
一、全球粗钢产量 10
二、国内粗钢产量 11
三、热轧卷板产量 13
第四部分 热卷进出口 15
第五部分　需求端 17
一、汽车行业 17
二、家电行业 18
三、造船行业 20
四、机械设备行业 21
第六部分　库存与利润 22
一、库存 22
二、利润 23
第七部分 价差分析 24
一、热卷螺纹钢价差 24
二、冷热轧价差 25
第八部分　供需平衡表 26
一、2021 年度供需平衡表预测 26
二、2021 年度供需平衡表解析 26

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

第九部分　期货市场相关分析 27
一、期货价格技术分析 27
二、价格季节性分析 28
第十部分　总结全文与下半年操作建议 28
第十一部分　相关股票： 29

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

第一部分　长期走势和上半年行情总结

一、　热卷长期走势回顾

热轧卷板期货自 2014 年上市以来，期货价格走势大体上跟随螺纹钢期货，热轧卷板现货价格走势大体上可以分为三个时期：从 2007 年到 2011 年,中国经济高速增长，房地产行业的快速发展让钢材消费进入黄金期,钢材价格大幅上涨至近 6000 元/吨，2008 年全球经济危机致使钢材价格快速回落到 3000 元/吨以下，之后随着国家实施一系列政策，经济逐渐恢复钢价逐渐回升。

2013 年至 2015 年，热轧卷板价格一路下行，钢铁行业产能严重过剩，钢材产量不断增加，而需求端房地产和基建投资大幅放缓，钢铁行业供大于求是本轮热卷价格下行的主要原因，同时国外铁矿石产量大幅增加，铁矿石价格急剧下行导致成本支撑减弱加剧了本轮热卷价格下跌速度，热卷现货价格从 4200 元/吨下降至 1800 元/吨，跌幅达 57%。

2016 年钢材市场结束单边下行走势，迎来一剂“强心针”，钢铁行业深入推进供给侧结构性改革，大力化解过剩产能，同时国家“稳增长”政策发力，下游房地产市场转向，制造业回升，汽车行业受购置税减半政策影响大幅超预期，下半年“双焦”受去产能政策影响大幅上涨，成本端推动热卷价格大幅上涨，2016 年全年热卷指数由 1960 上涨至 3300。

2017 年清理“地条钢”产能这一政策贯穿全年，1-2 月份供给端的收缩预期导致贸易商开始大批囤货，热卷指数由 3300 上涨至 3800，3-4 月钢材库存处于高位，楼市出台多项调控政策，汽车产销量环比大幅下降，引发市场对于后市需求的担忧，热卷价格一路下行，6-8 月份下游需求超预期，钢材供应在去“地条钢”产能的影响下阶段性偏紧，供需错配，钢材价格迎来一波上涨，热卷指数由 2900 上涨至 4300，9-10 月份监管层出台一系列调控政策，下游需求不及预期，同时成本端支撑有所减弱，热卷指数下降至 3800 左右，11-12 月份各地开始秋冬季错峰生产，唐山、邯郸等北方地区开始限产，高炉开工率下降，下游需求不及预期，供需两弱钢价震荡运行。

2018 年 1-2 月份春节前期，在环保限产消息的影响下，贸易商对后市普遍看好，投机需求释放，热卷价格震荡上行，3 月份春节过后，钢厂提高废钢比导致钢材产量超预期，而需求

研究报告全部内容不作为会员观点，仅作交流使用，不构成任何投资建议

回升速度较慢，钢贸商托盘资金即将到期，迫于资金压力市场降价抛售，热卷价格大幅回落，4-8 月份需求开始释放，现货成交放量，库存连续下降，热卷价格再次上涨，进入 9 月份，环保限产不及预期，热卷产量持续高位，下游制造业受宏观经济影响开始走弱，热卷一路下行。

2019 年巴西矿难导致铁矿石价格大幅上行，钢材成本抬升，同时国家出台逆周期调节政策，基建回暖，房地产新开工维持韧性，下游需求超预期，热卷现货成交连续好转，市场心态转向乐观，供需好转叠加成本抬升热卷期货价格连续上涨。进入下半年，下游制造业持续低迷，但钢厂限产趋弱，在高利润的驱动下，钢材产量高速增长，同时钢坯、低价热卷资源进口窗口打开，供给端压力增大，热卷库存水平高于去年，叠加铁矿石价格回落至矿难前期水平，成本端支撑减弱，期现价格螺旋式下跌，盘面价格回落 500 点左右。

2020 年热卷整体呈现 V 字型走势。一季度突发的疫情对商品市场产生了巨大影响，节后开盘首日，市场极度悲观的预期反映于盘面，热卷期货价格跳空低开。3 月中旬海外疫情爆发，市场预期再度转向悲观，热卷期货价格连续下跌。二到四季度，热卷整体处于上行趋势中。一方面热卷下游行业逐渐复苏，货币政策释放流动性，基建投资发力带动工程机械需求回升，汽车、家电行业逐渐复苏，制造业进入主动加库存周期。另一方面，原料端铁矿石大幅上行，钢材成本支撑增强，需求复苏叠加成本抬升，热卷连续上行。9 月份热卷经历过短暂的回调，一方面是宏观层面全球金融市场风险增加，海外疫情反复，市场恐慌情绪蔓延。另一方面从产业层面来看，热卷下游旺季需求不及预期，叠加进口热卷资源的涌入，导致热卷库存持续累积，旺季去库的预期落空，热卷盘面价格回落，并带动原料端铁矿石的回落，黑色系板块整体下行。

研究报告全部内容不代表办公观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

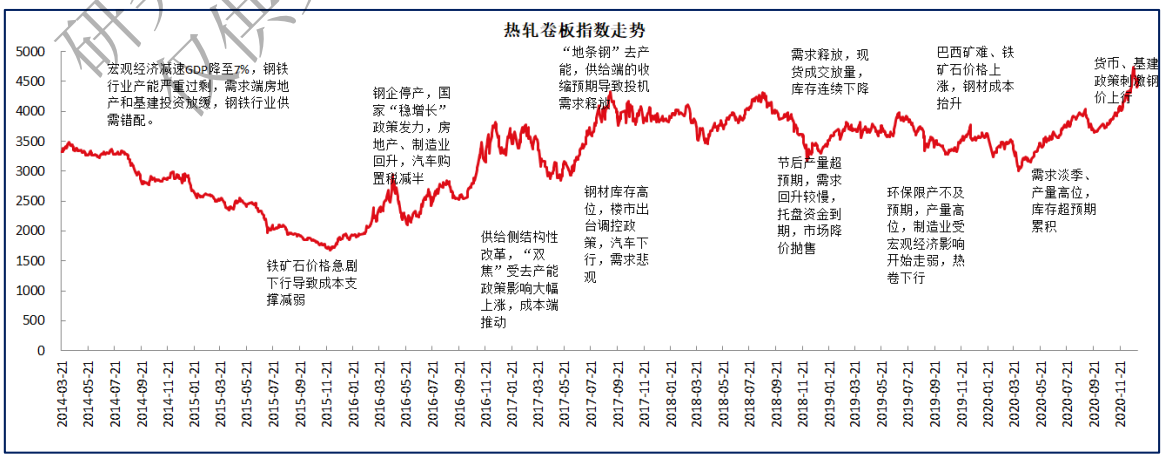

图 1-1：热轧卷板指数走势
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

图 1-2：热轧卷板现货价格走势

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

二、 2021 年上半年热轧卷板走势回顾

2021 年上半年热卷整体呈现冲高回落走势，盘面最低点 4300 元/吨左右，盘面最高点 6700 元/吨，2021 年上半年振幅 2400 点左右，运行重心上移。具体来看，2021 年上半年热轧卷板走势大体可以分为以下几个阶段：

1 月份热卷维持区间震荡走势，一方面是热卷价格涨至高位后，投机需求减弱，同时各地错峰放假，热卷下游进入需求淡季，热卷周度表观消费量持续下降，热卷库存开始累积，供需走弱导致盘面上行乏力。另一方面，市场对于节后热卷需求较为乐观，同时成本端存在支撑，热卷盘面并未大幅下行，整体维持区间震荡走势。

2-4 月份热卷呈现上行走势，市场转向供给收缩这一逻辑，热卷盘面利润大幅上行。对于供给端，在“碳中和、碳达峰”目标背景下，工信部屡次表态要坚决压缩粗钢产量，确保 2021 年粗钢产量同比下降，供给端收缩预期较强。三月份唐山发布了较为严格的环保限产政策，受此影响热卷产量持续下降，供给收缩预期再度增强。对于需求端，制造业延续主动补库存周期，市场对于制造业需求的预期较为乐观，而汽车、家电、机械和船舶等下游行业公布的产销数据维持高速增长，国内需求超预期；同时海外制造业开始复苏，热卷及其下游产品出口同样超预期。供需两端利好，导致热卷期货价格连续上行。

5 月上旬热卷加速上行。海外热卷价格大幅上行，五一前后下游集中补库，热卷现货价格大幅上涨，在供给收缩预期影响以及现货价格带动下，热卷上涨至 6700 元/吨左右。钢材价格等大宗商品价格连续大幅上涨后引发监管层关注，连续的政策调控影响下，市场投机热情降温，

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

多头获利了结。同时公布的 4 月份社融数据不及预期，美国 CPI 远超预期，通胀预期再起，市场对于货币政策收紧的预期增强，受此影响前期大幅上涨的工业品普遍回调。

6 月份上中旬热卷维持 5100-5600 之间震荡走势，一方面是供需层面的季节性走弱，5 月份汽车、家电、机械等产销数据环比下降，同时热卷产量处于高位，热卷库存累积，供需阶段性错配导致热卷上行动力不足；另一方面是原料端受环保限产政策影响，焦炭和铁矿石价格大幅上涨，钢材成本走高，对盘面存在支撑。6 月末安徽、山东、甘肃等地召开压减粗钢产量相关会议，供给端收缩预期再度主导盘面走势，叠加央行宣布降低存款准备金率 0.5 个百分点，宏观与预期利好，热卷重回涨势。

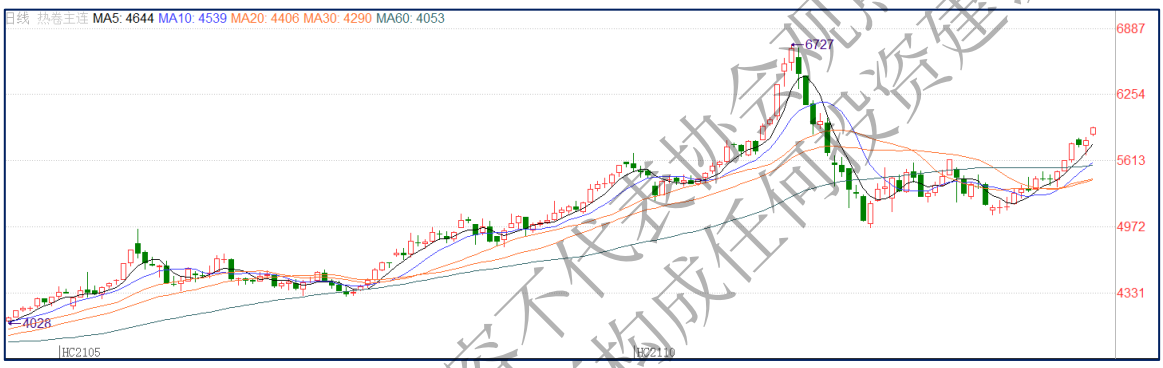

图 1-3：2021 年上半年热轧卷板主力合约走势
数据来源：同花顺 iFinD、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

第二部分　宏观经济与政策环境

上半年实体经济整体表现强劲，但主要数据在基数影响下失真，一季度 GDP 增速高达 18.3%。具体来看，产出端继续加速，主要工业品产量持续上升，尤其中上游原材料行业。中下游制造业在外需的带动下也表现优异。从一季度到二季度，产出端拉动力从原材料切换到制造业，库存周期维持主动加库存阶段，但二季度后期开始显示转向迹象。企业利润从产量带动转向价格带动，预计下半年进入持稳阶段。需求方面，外需和国内经济周期影响下，制造业投资表现最佳，成为带动投资的主要力量，且仍能够维持。基建投资受限于资金端而表现偏弱，预计下半年有改善空间。房地产投资表现暂时稳定，销售开始松动后，未来需注意风险，目前风险尚可控。外需有较强韧性，但进一步上行空间已不大。消费需求从加速复苏转向平稳。年初以来通胀明显回升。CPI 上升是国际油价和核心 CPI 对冲肉价下行的结果。PPI 对总体通胀贡献更大，大宗商品价格上行拉动明显。此外低基数影响二者同比。PPI 表现明显强于 CPI，二者剪刀差明显上升，助力企业利润的修复。GDP 平减指数明显回升，二季度或升至 4%以上高位。我们认

为，去年流动性冲击叠加经济快速修复导致的通胀加速已经结束，无论是 CPI 还是 PPI 都正在进入稳定期。下半年猪肉价格大概率持续位于低位无明显反弹。国际油价持续上涨和核心 CPI 修复值得关注，预计总体消费通胀小幅回升。PPI 也将维持稳定，叠加风险因素上升等影响，其边际表现可能不及 CPI。CPI 和 PPI 的高位在四季度。稳定的通胀对货币政策的扰动也将进一步下降。

货币政策方面，上半年央行货币政策呈现整体中性、局部偏紧、态度观望的特点，流动性没有出现超额或短缺的迹象。央行对货币政策态度从“不转急弯”转向完全中性观望，并以防控信用风险和边际上稳定流动性为主，难以支持信用扩张。信用收缩在二季度更明显，也是广义社融收紧从政府融资传导至表内融资，尤其是居民中长期贷款，反应房地产市场面临更紧迫的流动性问题。财政政策较去年明显收紧，叠加政策后置因素，对经济产生不利影响。宏观杠杆率出现回落，尤其是居民部门出现多年来首次下降。总体上看，下半年较上半年政策边际宽松的可能性大，但仍没有大幅宽松或收紧的条件。财政政策相对上半年将有所改善，尤其是基建持续走弱之下，存在短期稳定基建资金的举措。而在地方债集中发行期间，央行可能增加流动性投放进行对冲。货币政策仍以流动性操作为主，包括 7 月初决策层提到的降准。年内对 MLF 利率以及 LPR 等价格进行调控可能极小。三季度广义社融增速继续下降，四季度趋于稳定，边际上看下半年持续位于低位。后期还需要重点关注的是，居民部门购房流动性受到抑制后，房地产行业面临更大的调整风险。

综合来看，我们认为内生经济周期年中转向，下半年经济压力将大于上半年，主线逻辑仍是房地产和外需。预计四季度 GDP 增速将回归潜在增速附近，全年 GDP 增速为 9.5%左右。长期方向仍向上至 2023 年，经济承压阶段将在明年上半年结束，因此不必过于悲观。通胀越过年内高峰，开始进入持稳阶。货币政策维持总体中性局部宽松的节奏，流动性政策可能性仍大于价格政策。财政政策强于上半年，对基建支持力度上升。此外疫情应该向将继续减小，但地缘政治博弈仍需要关注。商品期货焦点在工业品价格方面，预计震荡走势为主，同时警惕出现调整。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议

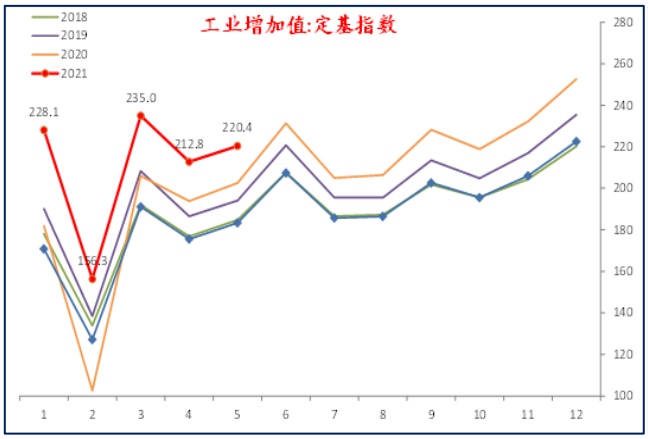

图 2-1：工业增加值

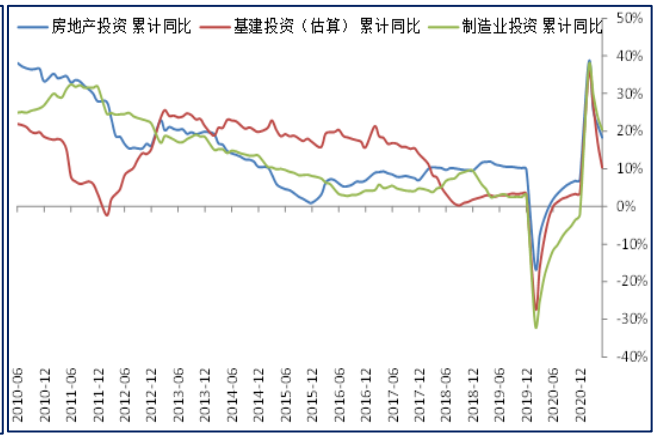

图 2-2：房地产、基建、制造业投资增速

数据来源：同花顺 iFinD 、Wind、方正中期研究院整理

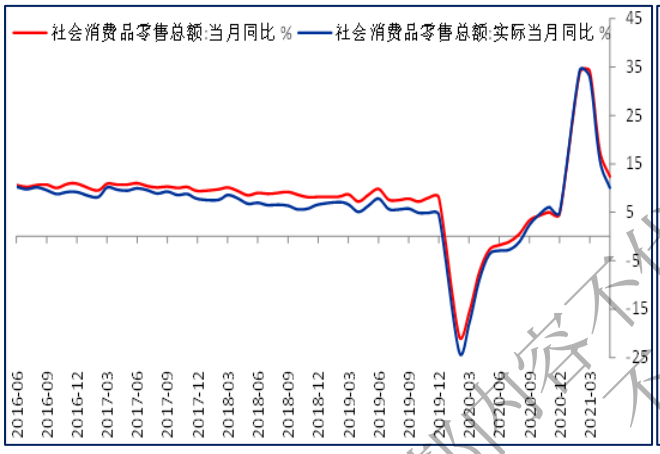

图 2-3：社会消费品增速

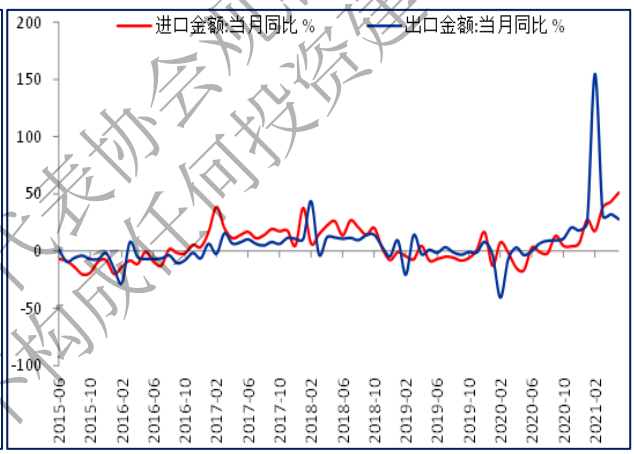

图 2-4：进出口增速

数据来源：同花顺 iFinD 、Wind、方正中期研究院整理

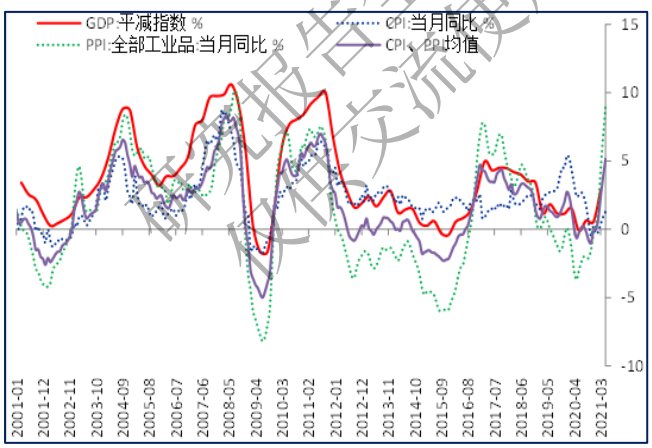

图 2-5：GDP、CPI、PPI 走势

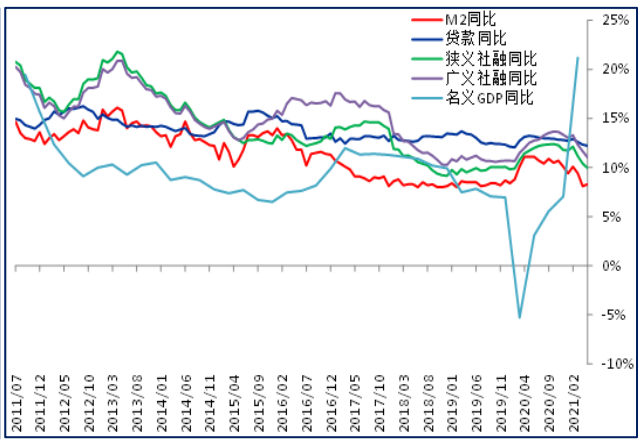

图 2-6：M2 同比增速

数据来源：同花顺 iFinD 、Wind、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议
仅供交流使用，

第三部分　供给端

一、全球粗钢产量

根据国际钢铁协会的统计，2021 年 1-5 月全球累计粗钢产量 8.3 亿吨，累计同比 2020 年增长 13.72%，同比 2019 年增长 7.9%。2020 年全球累计生产粗钢约 18.31 亿吨，同比 2019 年下降 0.72%左右，2019 年全年全球粗钢产量累积同比增长 3.5%，2018 年全年全球粗钢产量累积同比增长 4.5%。全球粗钢产量从 2000 年到 2007 年一直保持快速增长，2008 年经济危机后产量环比回落，2009 年迅速回升，2017、2018 年全球粗钢产量大幅增长，主要原因是占全球粗钢产量一半的中国 2017、2018 年粗钢产量增幅较大，钢铁行业与宏观经济具有较高的相关性，2019 年全球经济下行压力较大，除中国外日本、俄罗斯、独联体等国家粗钢产量负增长，全球粗钢产量增速明显放缓。2020 年受疫情影响，全球主要产钢国家中只有中国粗钢产量实现正增长，日本、印度、美国、俄罗斯等国家粗钢累计产量同比均处于负增长。2021 年 1-5 月全球粗钢产量高速增长，印度、俄罗斯、日本、美国等国家粗钢产量同比 2020 年正增长，同比 2019 年仍是负增长。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

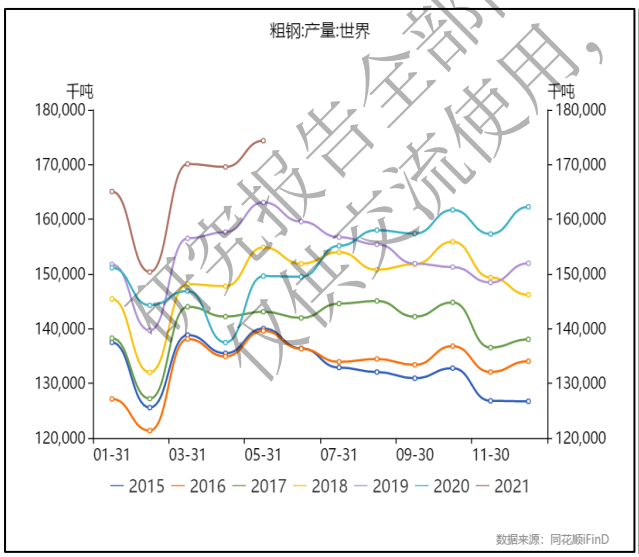

图 3-1：全球粗钢产量

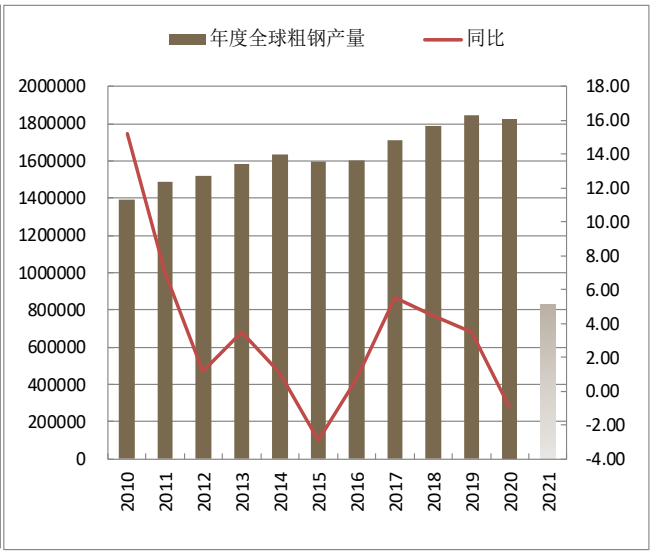

图 3-2：全球粗钢年产量及同比

数据来源：同花顺 iFinD、国际钢铁协会、方正中期研究院整理

主要产钢国家	1-5 月粗钢累计产量	同比 2020 年(%)	同比 2019 年(%)
中国	466,311.00	12.77	15.46
日本	39,950.89	9.12	-5.54
印度	47,444.00	30.36	-0.21
美国	34,773.20	10.56	-6.19
俄罗斯	31,865.00	7.90	5.40
韩国	29,297.16	6.91	-2.58
德国	17,013.14	13.56	-1.73
土耳其	16,349.92	21.19	14.36
巴西	14,941.93	20.31	3.46
乌克兰	8,986.58	8.34	-3.08

表 3-1：全球主要产钢国家粗钢产量

数据来源：同花顺 iFinD、国际钢铁协会、方正中期研究院整理

二、国内粗钢产量

在“碳达峰、碳中和”目标背景，以及工信部提出的“确保 2021 年粗钢产量环比下降”的影响下，整个上半年环保限产政策发布得较频繁。3 月 18 日唐山发布《关于报送钢铁行业企业限产减排措施的通知》要求：唐山松汀钢铁有限公司、唐山中厚板材有限公司、河北鑫。达钢铁集团有限公司、唐山不锈钢有限责任公司、唐山市春兴特种钢有限公司、唐山金马钢铁集团有限公司、唐山东华钢铁企业集团有限公司（含凯恒）等 7 家钢铁企业，3 月 20 日至 6 月 30 日执行限产 50%的减排措施；7 月 1 日至 12 月 31 日执行限产 30%的减排措施；其余 16 家钢铁企业，3 月 20 日至 12 月 31 日执行限产 30%的减排措施。

受环保限产政策影响，全国高炉开工率自年初开始一直处于环比走弱趋势，唐山高炉开工率在 3 月份下降至历史低点，河北地区粗钢产量增速确实明显低于其他省份粗钢产量。2021 年上半年，全国高炉开工率整体在 60%-67%之间波动，整体开工水平低于 2020 年。

从月度粗钢、生铁产量来看，虽然高炉开工受到抑制，但在利润驱动下，钢厂通过增加废钢配比、提升冶炼效率方式，增加粗钢产量，上半年全国粗钢产量大幅增长。分地区来看，河北地区粗钢产量仍处于全国首位，但是由于唐山地区的环保限产较为严格，河北地区粗钢产量增速明显小于江苏、山东等地区。

国家统计局数据显示，截止 2021-05 月，全国粗钢累计产量 47310.30 万吨，同比变化 13.90 %，其中 5 月份粗钢产量 9945.40 万吨，同比变化 6.60 %，5 月份粗钢日均产量 320.81 万吨，同比去年变化 7.78 %；全国生铁累计产量 37989.70 万吨，同比变化 5.40 %，其中 5

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

月份生铁产量 7815.00 万吨，同比变化-0.20 %；5 月份全国钢材累计产量 57657.20 万吨，同比变化 16.80 %，其中 15 月份钢材产量 12469.40 万吨，同比变化 7.90 %。

据称 6 月份安徽、甘肃、江苏、山东等地均召开压减粗钢产量相关会议，要求当地钢企对比 2020 年上报的产量数据，制定粗钢产量压减任务分解表，同时提出 2021 年实际产量不得超过 2020 年，上述四个省份粗钢产量同比 2020 年共增加 1870.3 万吨。目前来看，粗钢去产量政策在三季度落地的概率较大，同时从历史季节性走势来看，三、四季度粗钢产量往往呈现环比下降的趋势。对于 2021 年下半年，受政策影响预计粗钢产量增速将下降。

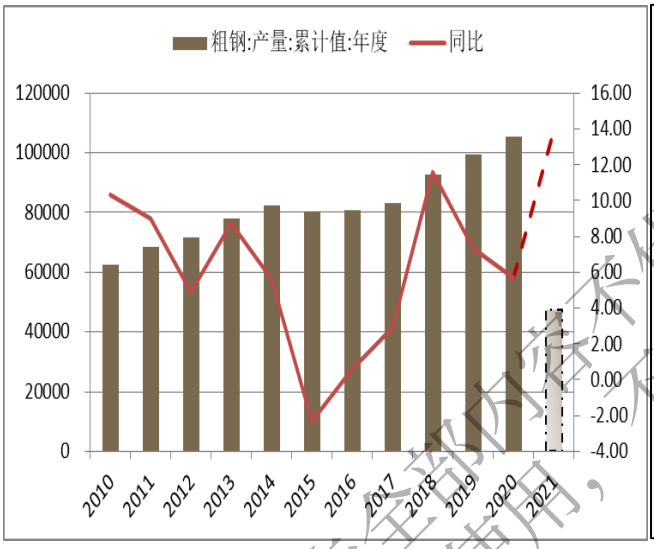

图 3-3：中国粗钢产量累计值及同比

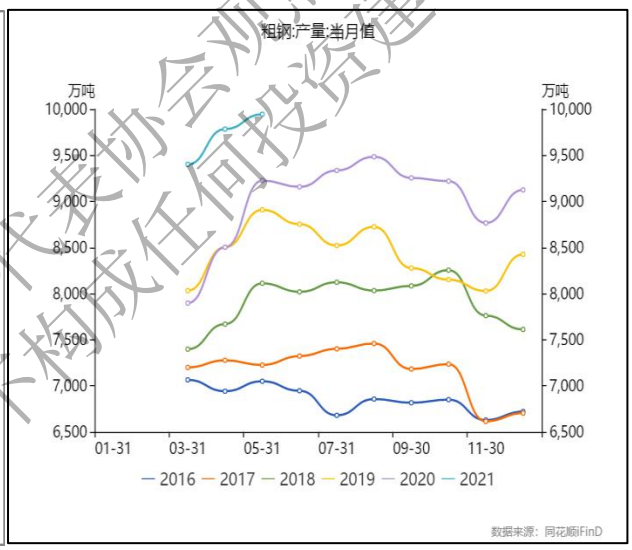

图 3-4：中国粗钢产量当月值

数据来源：同花顺 iFinD 、Wind、方正中期研究院整理

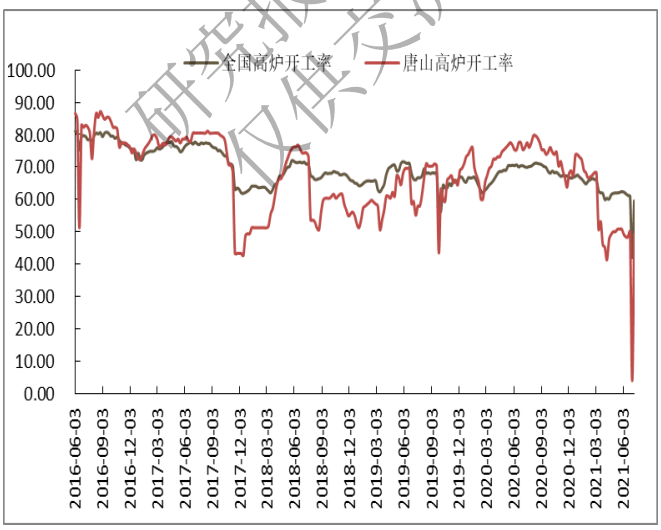

图 3-5：高炉开工率

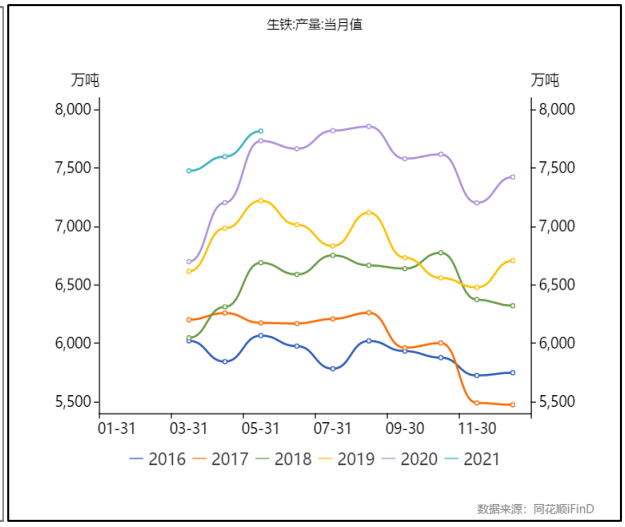

图 3-6：生铁产量

数据来源：同花顺 iFinD 、Wind、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

地区	前 5 月累计粗钢产量	同比增量（万吨）	地区	前 5 月累计粗钢产量	同比增量（万吨）
河北	10,306.93	265.10	云南	1,088.22	250.48
江苏	5,471.53	862.37	江西	1,082.57	26.20
山东	3,762.57	566.91	天津	763.72	-61.03
辽宁	3,353.06	312.56	上海	735.14	63.60
山西	2,958.97	413.84	浙江	688.04	165.73
安徽	1,757.86	294.20	陕西	667.76	93.19
湖北	1,683.10	411.49	吉林	657.26	86.03
广西	1,633.74	343.88	新疆	549.61	126.08
广东	1,619.36	357.39	甘肃	508.28	146.82
河南	1,610.38	304.95	重庆	496.66	154.84
内蒙古	1,256.23	126.43	黑龙江	398.86	30.70
四川	1,234.87	182.66	贵州	311.3	118.15
湖南	1,199.48	156.36	宁夏	242.83	107.44
福建	1,190.55	219.54	青海	81.39	9.32
合计	47,310.27	6135.25			

表 3-2 各地区粗钢产量
数据来源：国家统计局、方正中期研究院整理

研究报告全部内容代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

三、热轧卷板产量

根据中国钢铁工业协会的统计数据，热轧卷板年产量在 2003-2007 年一直保持着高速增长，增速在 25%以上；2008 年受全球经济危机影响，我国粗钢产量增速快速下滑 2.6%，热轧卷板产量增速下滑到 15.55%，一直到 2010 年热轧卷板产量增速维持在 15%-20%之间；2011-2015 年受下游需求放缓影响产量增速下滑到 10%以下，2016 年热轧卷板受下游汽车行业购置税减半政策影响需求逐渐向好，产量增速开始回升，同比增长 8.53%。2017 年热卷产量增速下滑，同比增长 0.75%。2018 年热卷新增产能投产，热卷产量同比增长 15.06%，2019 年热卷产量 2.37 亿吨左右，同比增长 1.48%。

热轧卷板一般包括中厚宽钢带、热轧薄宽钢带和热轧薄板。中厚宽钢带是其中最具代表性的品种，其产量占比约为热轧卷板总产量的三分之二。根据国家统计局数据，截止到 2021 年 5 月份，中厚宽钢带累计产量 7771.2 万吨，累计同比增长 18%，据此推算 1-5 月份热轧卷板累计产量在 1.16 亿吨左右。从热轧卷板的周度产量来看，一季度受唐山地区环保限产影响，热卷周婵量大幅下降，二季度钢材生产利润大幅回升，未限产区域钢厂加紧生产，热卷产量逐渐

回升，6 月份热卷周产量到达 340 万得高位。对于下半年，若各地区落实压减粗钢产量政策，预计热卷供应也将受到影响，热卷产量或将环比下降。

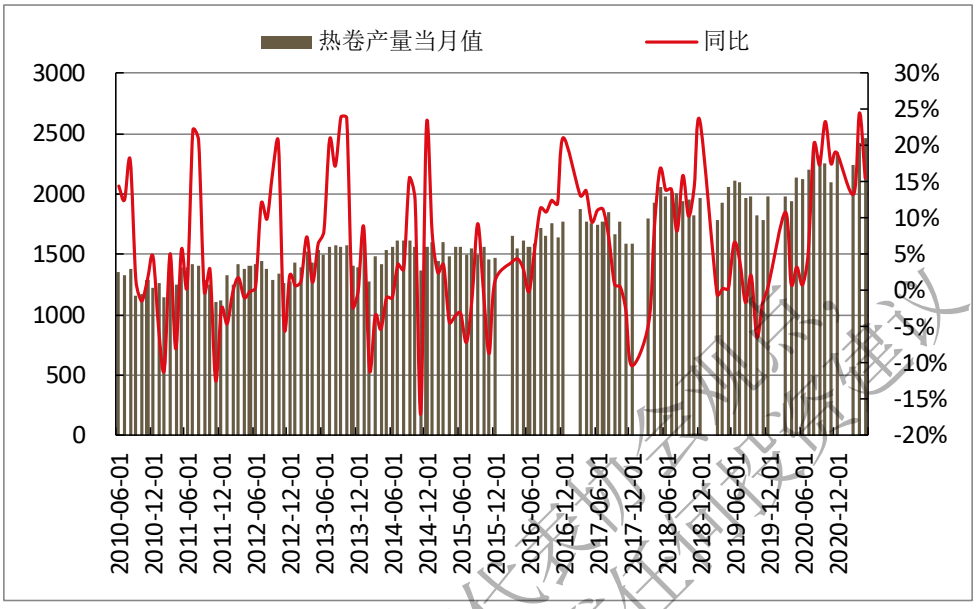

图 3-6：热轧卷板产量当月值及同比

数据来源：钢联数据、方正中期研究院整理

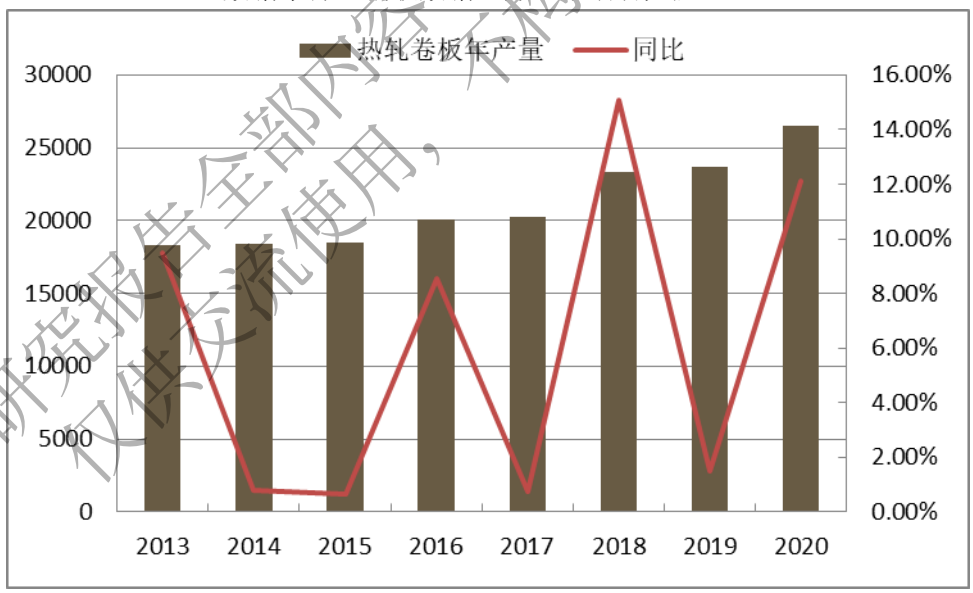

图 3-7：热轧卷板年产量及同比

数据来源：钢联数据、方正中期研究院整理

研究报告全部内容仅代表个人观点建议
仅供交流使用，不构成任何投资建议

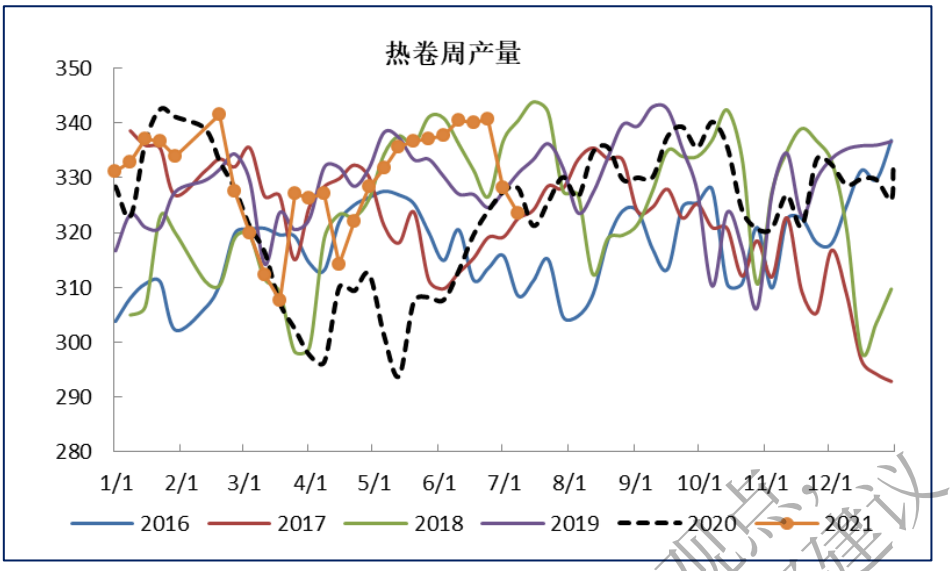

图 3-8：热轧卷板周产量

数据来源：钢联数据、方正中期研究院整理

第四部分 热卷进出口

从 2006 年开始我国热轧卷板实现净出口，2006 年国内钢铁产能快速扩张，热轧卷板出口量同比增长 111.77%，随后出口量增速略微放缓，但出口量均占国内产量的 10%以上。2009 年受全球经济危机影响，国际市场需求放缓同时我国热轧卷板取消出口退税，出口量同比下降 64.28%，2010 年后热轧卷板出口虽有所恢复，但出口量占国内产量比例较低，2011-2013 年基本维持在 3.3%-3.7%。2014 年末虽然出台了取消含硼钢出口退税的政策，但也未能抑制我国热轧卷板的出口量，2014 年热轧卷板出口量同比增长 97.06%，2014-2016 年热轧卷板出口量占国内产量 7%-9%之间。2017 年钢铁行业去产能，国内外价差迅速收窄，价格优势削弱，部分出口转为国内消费，同时各国施行反倾销政策，导致出口同比下降 13.53%。2018 年热轧卷板出口 1078.14 万吨，同比下降 20%，进口 320.31 万吨，同比增长 13.83%，累积净出口 757.83 万吨，同比下降 28.69%。

2021 年一季度以来，热卷出口逐渐好转，主要是海外制造业进入主动补库存周期，海外需求强劲，美国、欧盟、独联体国家热卷价格大幅上行，国内热卷出口量逐渐增加。根据中国海关总署的统计数据，截止到 2021-05 月，热轧卷板累计出口量 612.00 万吨，累计同比变化 77.84%。截止到 2021-05 月，热轧卷板累计进口量 100.48 万吨，同比变化-15.67%。5 月份之后，热卷出口退税政策取消，国内热卷价格优势减弱，热卷出口量大幅下降，下半年预计热卷直接出口较上半年将有所下降。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供会员使用，不构成任何投资建议

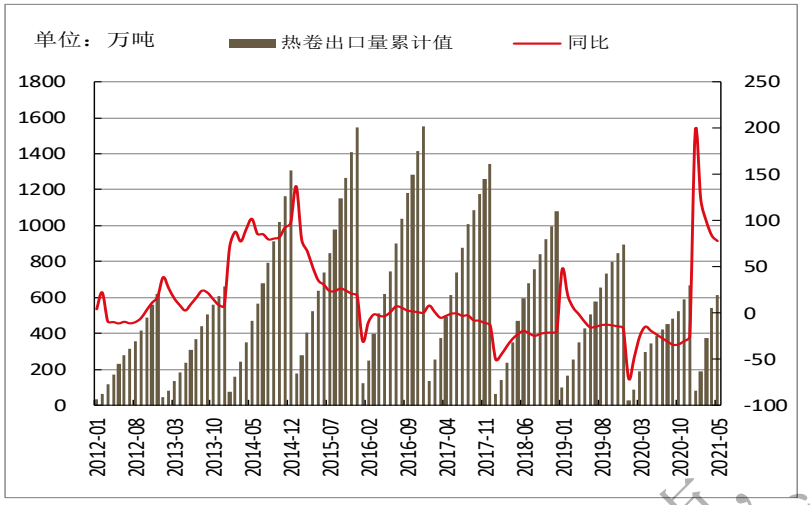

图 4-1：热轧卷板出口量及同比

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

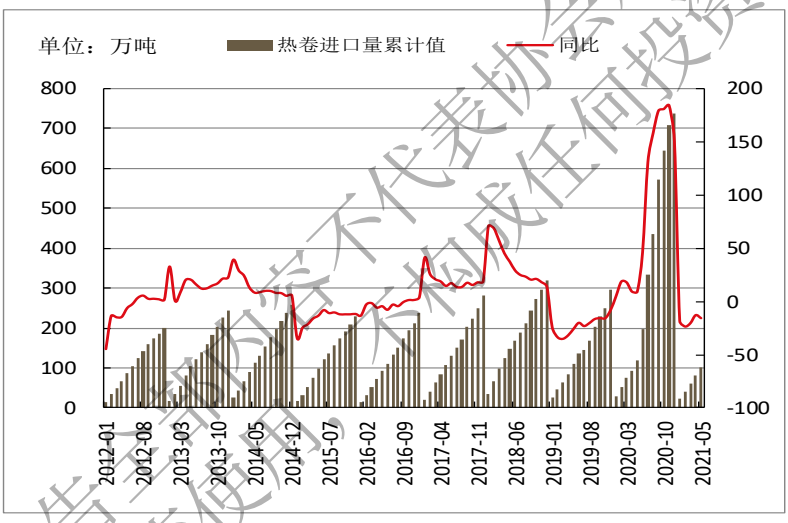

图 4-2：热轧卷板进口量及同比

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

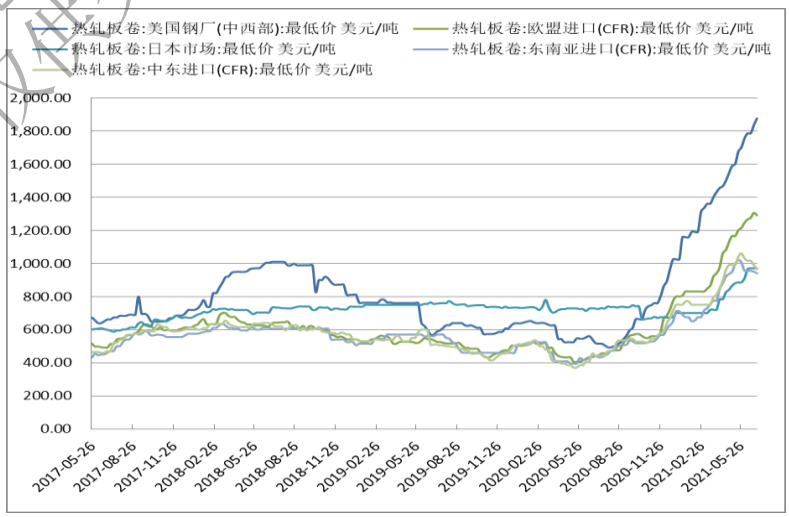

图 4-3：热轧卷板国内外价差

数据来源：钢联、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

第五部分　需求端

热轧卷板下游对应的主要是制造业，被广泛应用于家电、船舶、汽车、桥梁、机械、输油管线、压力容器等制造行业。2021 年上半年国内制造业 PMI 一直位于荣枯线上方运行，制造业延续去年以来的主动补库存周期，进入二季度制造业 PMI 走弱，生产指数回落，原材料和产品库存上升，库存周期转向被动加库存阶段。从海外各个国家的制造业 PMI 走势来看，欧美国家制造业仍处于持续复苏阶段，且复苏力度未有减弱，生产、订单和库存指数依然强劲。

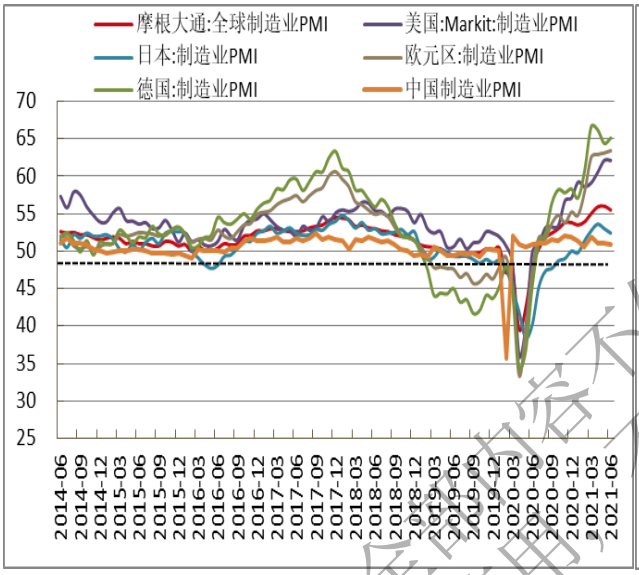

图 5-1：全球制造业 PMI 走势
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

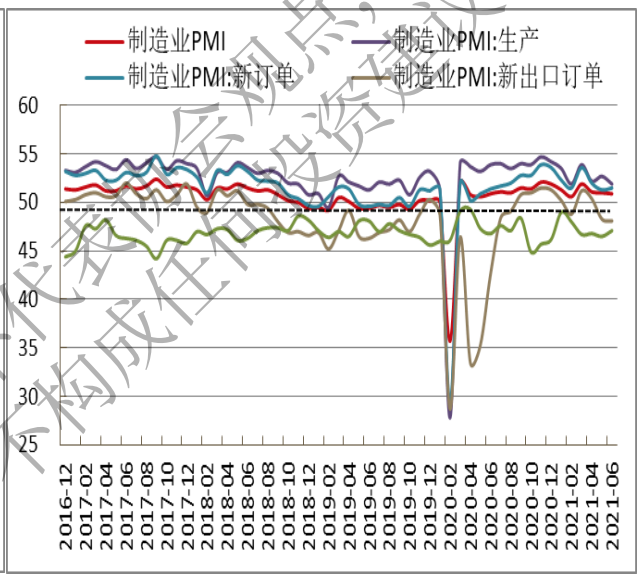

图 5-2：国内制造业 PMI 走势
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

一、汽车行业

截止到 2021-06 月，汽车累计产量 1256.90 万辆，同比 2020 年增长 24.20 %，同比 2019 年增长 3.6%；截止 6 月累计销量 1289.10 万辆，同比 2020 年增长 25.60 %，同比 2019 年增长 4.5%。其中乘用车累计产量 828.5 万辆，同比 2020 年增长 26.8%，同比 2019 年下降 1.3%，商用车累计产量 234.1 万辆，同比 2020 年增长 15.7%，同比 2019 年 26.72%。以 2019 年的同比增速来看，汽车行业小幅增长，并且乘用车产量维持负增长，而商用车在基建政策、超载治理以及国三提前淘汰等利好因素影响下，实现大幅增长。进入二季度之后，商用车产销大幅回落，乘用车走弱幅度相对较小。从月度汽车产量走势来看，4 月份往往汽车产量逐渐走弱，9 月份汽车产量开始回升。后期来看，乘用车生产受芯片短缺的影响或将持续到三季度，芯片问

题得到缓解后，产销有望回升；商用车经过去年下半年以来的需求透支，增速或将继续下降，总体来看，汽车行业下半年增速或将放缓。

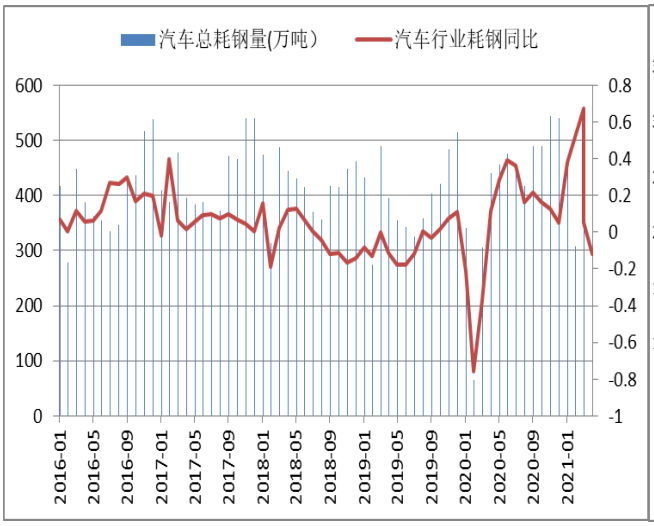

图 5-3：汽车年产量及同比
数据来源：中汽协、方正中期研究院整理

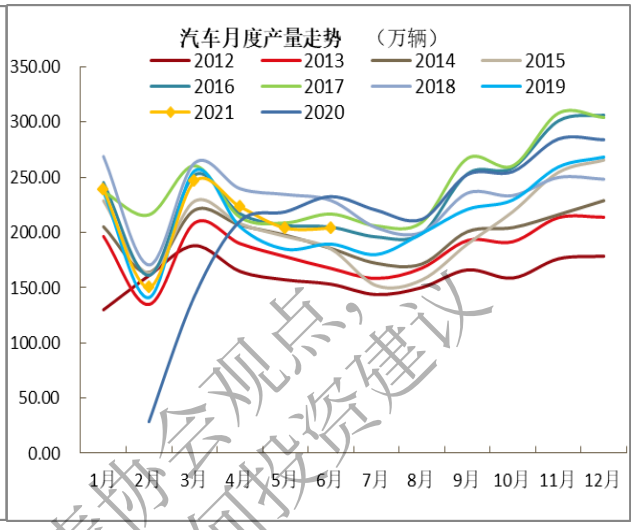

图 5-4：汽车产量季节图
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

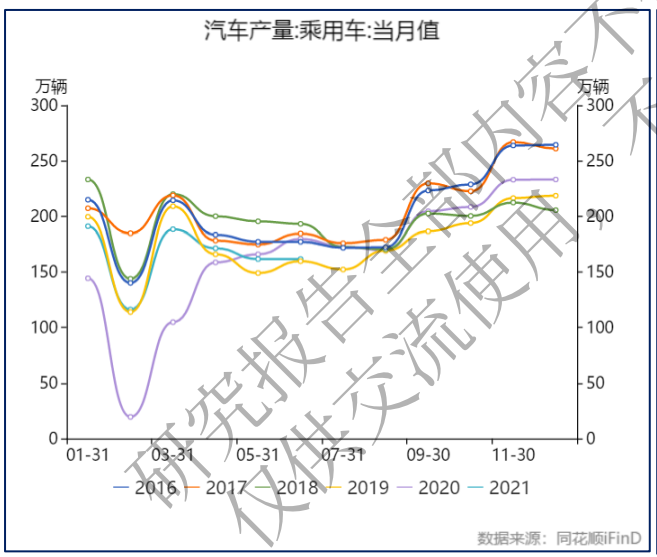

图 5-5：乘用车产量及同比
数据来源：中汽协、方正中期研究院整理

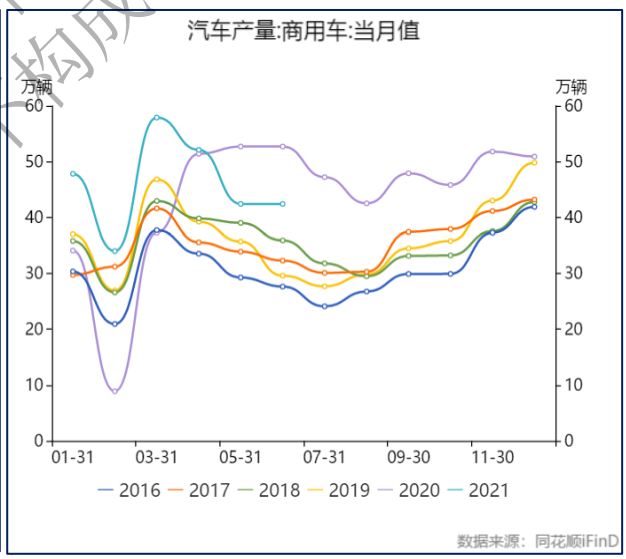

图 5-6：商用车产量
数据来源：中汽协、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议
仅供交流使用

二、家电行业

2021 年一季度，随着需求好转家电行业产销同比维持高速增长，同时海外疫情反复，部分海外订单转移至国内，洗衣机、冰箱出口同比高速增长，二季度家电产销环比走弱，其中内销同比增速大幅下降，但出口同比维持正增长。截止 2021-05 月，空调当月产量 2205.80 万

台，同比变化 14.00 %，1-5 月累计产量 10175.90 万台，累计同比变化 33.40 %；家用冰箱当月产量 748.70 万台，同比变化-4.20 %，1-5 月累计产量 3,711.60 万台，累计同比变化 29.20 %；家用洗衣机当月产量 703.20 万台，同比变化 12.10 %，1-5 月累计产量 3618.40 万台，累计同比变化 37.30 %。目前来看，国内家电需求走弱，但欧美国家消费持续回暖叠加海外订单转移至国内，出口对家电的拉动作用有望持续，下半年家电行业用钢需求有望维持平稳增长。

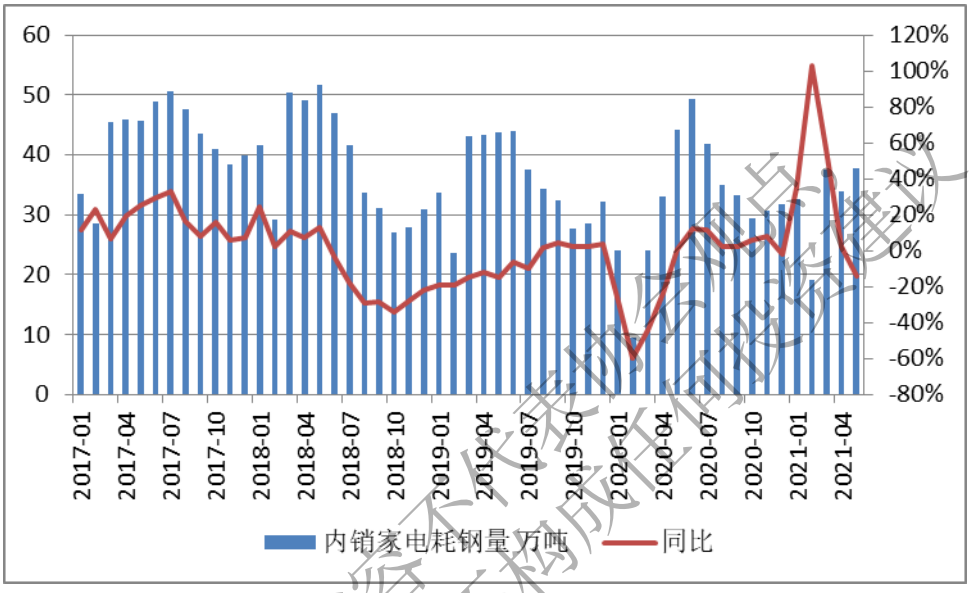

图 5-7：内销家电耗钢量及同比

数据来源：同花顺 iFinD、Wind、方正中期研究院整理

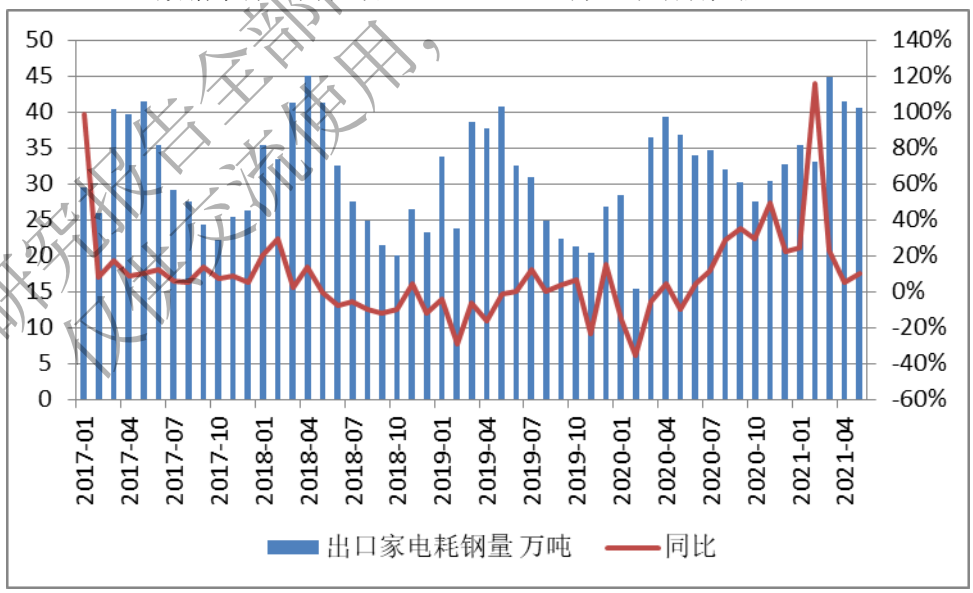

图 5-8：出口家电耗钢量及同比

数据来源：同花顺 iFinD、Wind、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

三、造船行业

2021 年上半年，我国造船完工量、新承接订单量和手持订单量三大指标实现正增长，截止到 2021 年 5 月，我国新接船舶订单量 3,273.80 万载重吨，累计同比增长 182.60％， 5 月底中国手持船舶订单 8500.4 万载重吨，同比变化 6.4%，2021 年 1-5 月中国造船完工量累计 1686.4 万载重吨，同比变化 26.61％。1-5 月，我国造船完工量、新接订单量、手持订单量分别占世界市场份额的 43.9%、53.9%和 46.8%。2021 年上半年，全球航运贸易复苏，进出口贸易活跃，BDI 指数由年初的 1400 点大幅上涨至 3285 点，需求的复苏导致全球造船行业触底回升，3、4 月份新承接船舶订单量大幅增长，对于下半年，预计海外需求的复苏将继续带动造船行业回暖，船舶行业对钢材需求有望维持正增长。

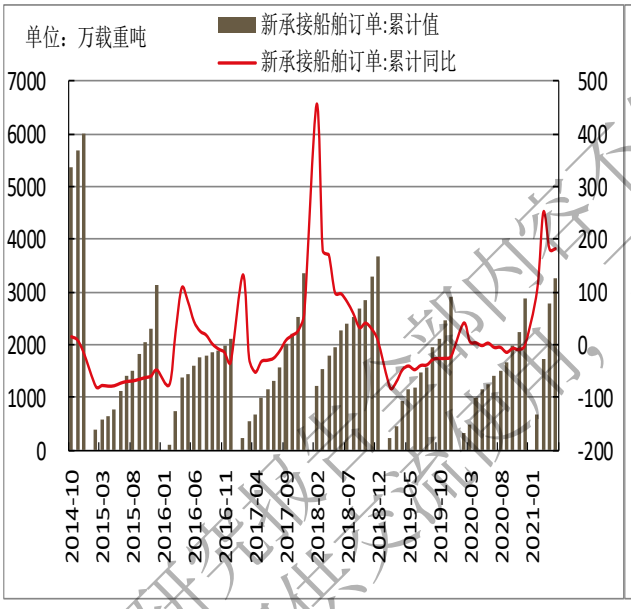

图 5-9：新接船舶订单量累计值及同比
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

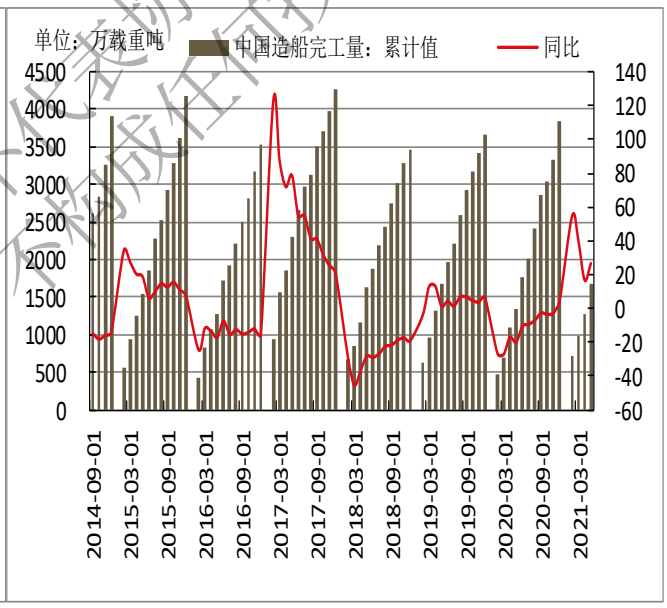

图 5-10：造船完工量累计值及同比
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

研究报告部内容不代表协会观点，不构成任何投资建议
仅供交流使用，不得用于商业用途

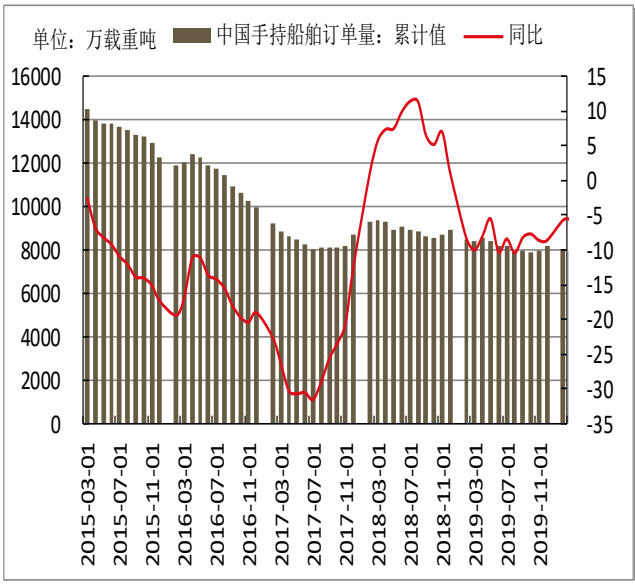

图 5-11：手持船舶订单量累计值
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

图 5-12：波罗的海干散货指数（BDI）
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

四、机械设备行业

2021 年上半年各类机械产销实现高速增长。一季度制造业投资增速回升，同时受基建政策利好以及国三国四排放标准切换带来的更新换代需求增加，各工程类机械产量高速增长，进入二季度，机械产销环比走弱，但出口增速维持高位。中国工程机械工业协会统计，截止到 2021 年 6 月各类挖掘机销量 23100 台，同比下降 6.19%；内销 16965 台，同比下降 21.9%；出口 6135 台，同比增长 111%。1-6 月挖掘机累积销量 223833 台，同比增长 31.3%；其中内销 193700 台，同比增长 24.3%；出口 30133 台，同比增长 107%。后期来看，房地产新开工增速下行，或将继续拖累工程机械需求，下半年基建投资增速有望回升以及海外制造业仍处于主动补库阶段，对机械设备仍有一定拉动作用，但受去年高基数影响，机械行业增速较上半年将有所放缓。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

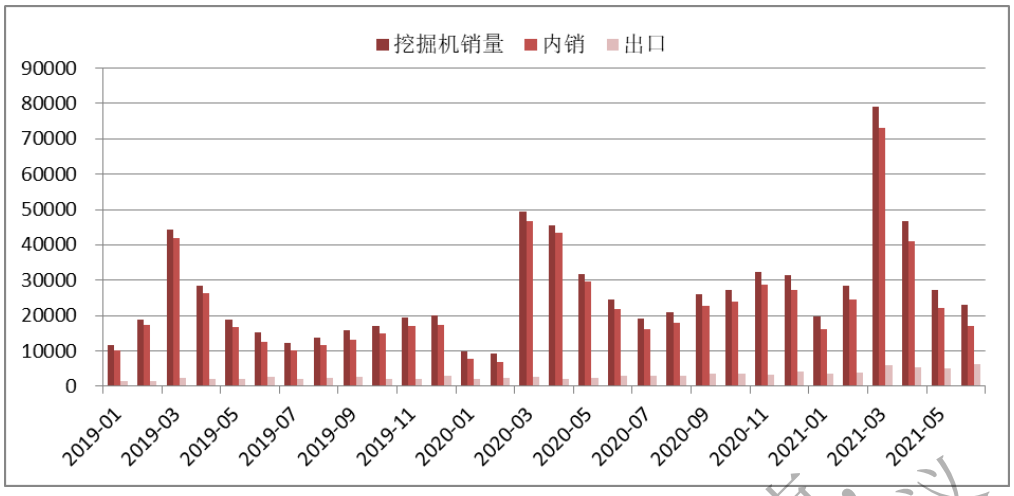

图 5-13：挖掘机销量及出口

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

机械设备产量增速			
分类	1-5月增速	分类	1-5月增速
金属切削机床	48.80	电动手提式工具	42.3
金属成形机床	19.70	交流电动机	35.5
泵	6.36	电工仪器仪表	24.9
阀门	-9.91	工业锅炉	27.4
风机	6.95	发电设备	32.1
气体压缩机	3.02	民用钢质船舶	21.4
石油钻井设备	-8.53	工业机器人	73.2
印刷专用设备	-12.45	发动机	29
塑料加工专用设备	-19.17	铁路机车	-6.4
金属冶炼设备	23.00	水泥专用设备	37
挖掘机	37.10	动车组	3.4
挖掘、铲土运输机械	37.10	饲料加工机械	18.10
大中型拖拉机	42.94	集装箱	169.10
小型拖拉机	29.00		

图 5-16：各类机械产量增速

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

第六部分　库存与利润

一、库存

2021 年一季度热卷持续累库，库存高点达到 440 万吨左右，高于 2019 年库存高点 70 万吨左右，热卷库存从 3 月份开始下降，一方面热卷主产区唐山 3 月份实行了较为严格的环保限产政策，钢厂生产受限，热卷供给大幅下降。另一方面 3 月份下游需求释放，热卷周度表观消

费量持续回升，供需阶段性错配导致热卷库存大幅下降。5 月下旬开始，下游需求季节性走弱，同时供给维持高位，供强需弱热卷开始累库。目前来看，热卷总库存 400 万吨左右，同比高于 2021 年 50 万吨左右，同比高于 2019 年 80 万吨左右。从历年走势来看，8 月上旬热卷或将结束累库，10 月份之后库存开始去化。

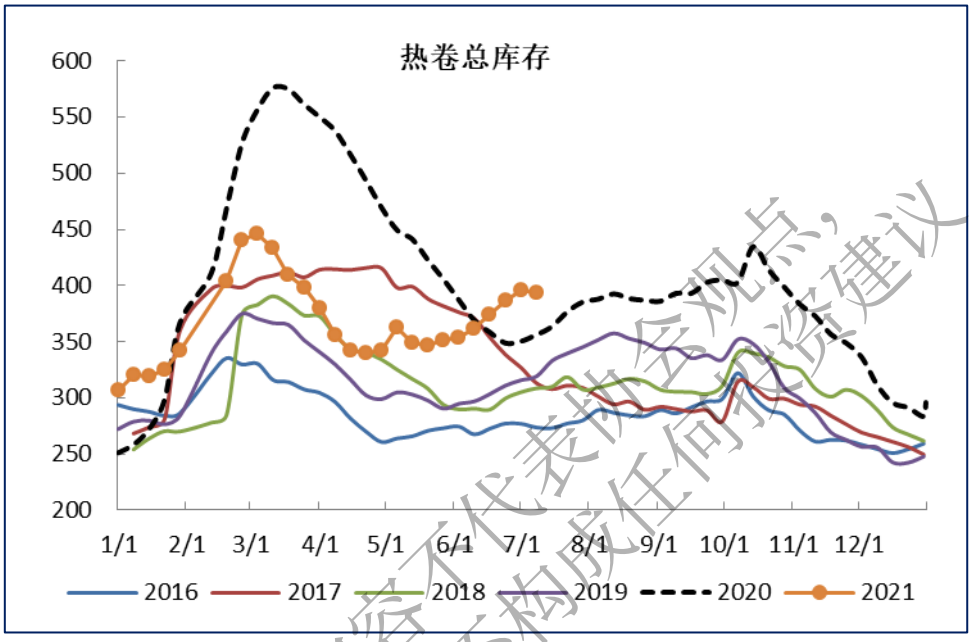

图 6-1：热轧卷板库存季节性变化
数据来源：钢联数据、方正中期研究院整理

二、利润

2021 年一季度，在工信部提出的“确保 2021 年粗钢产量环比下降”的影响下，成材价格大幅上涨，热卷生产利润大幅走扩，4 月份热卷生产利润达到 2017 年的高点 1400 元/吨左右，5 月份在政策调控影响下，钢材价格大幅回落，同时市场对于供给收缩的预期有所转弱，热卷利润再度下降至 200 附近。对于下半年，去粗钢产量政策落地情况将直接影响热卷生产利润走势，目前来看，安徽、江苏、甘肃等地均召开相关会议，要求所有粗钢生产企业均确保 2021 年粗钢产量同比不增加，但目前尚未有正式文件发布，各别钢厂也发布了检修计划，在市场对于政策落地的预期影响下，下半年热卷利润或将再度走强。

研究报告全部内容不代表我公司观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

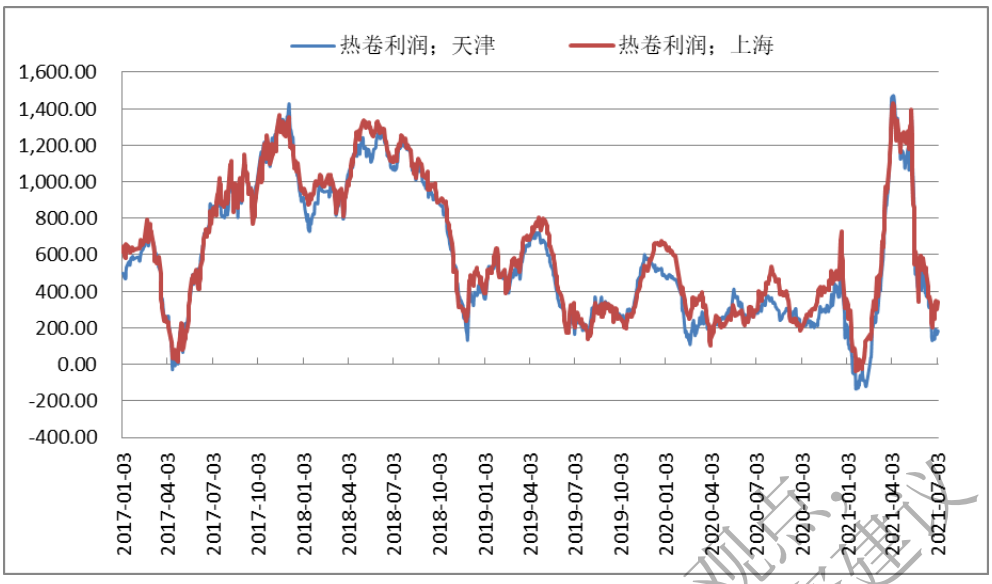

图 6-2：热轧卷板利润变化

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

第七部分 价差分析

一、热卷螺纹钢价差

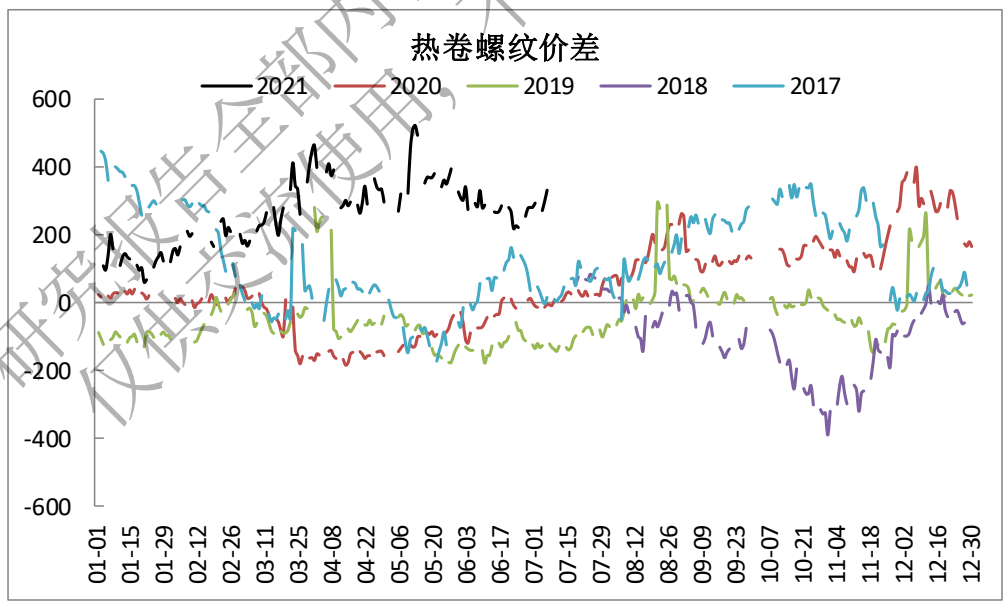

图 7-1：热卷螺纹指数价差走势

数据来源：Wind、方正中期研究院整理

热轧卷板和螺纹钢作为黑色产业链下游产品，两者走势大体一致，但下游需求行业略有不同，热轧卷板下游主要对应制造业而螺纹钢下游主要是建筑业，所以两者走势在部分时间段略

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

有分化。从近五年卷螺差走势来看，热卷螺纹价差大部分时间在-200 到 200 之间波动。2016 年四季度至 2017 年制造业需求强势，PMI 显著上行，同时四季度属于热卷需求旺季，建筑业需求环比减弱，热卷需求强于螺纹，卷螺差达到 400 元/吨的历史高位。2018 年下半年到 2019 年，制造业低迷，房地产行业强势，热卷走势一直弱于螺纹，卷螺差持续低位。

2021 年二季度开始卷螺差一直处于 200 以上，国内制造业延续强势，同时海外制造业复苏，海外热卷价格大幅上涨，热卷走势明显强于螺纹，卷螺差在二季度大幅走扩。下半年国内制造业边际走弱但海外制造业仍处于主动补库阶段，热卷下游需求仍有一定韧性，而螺纹钢下游房地产行业受政策影响或将继续走弱。两者差或将再度上行，关注做多卷螺套利机会。

二、冷热轧价差

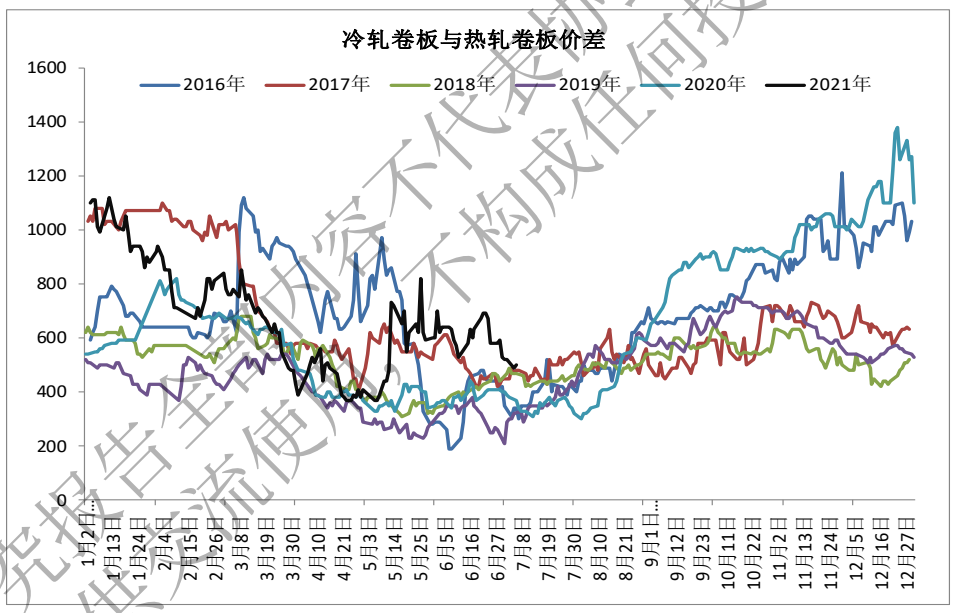

图 7-2：上海地区 1.0mm 冷轧与上海 4.75mm 热轧板卷价差走势图
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

冷轧产品直接下游是汽车、家电制造业，冷热轧价差可以作为判断热卷下游需求强度的指标，部分热轧卷板需要通过冷轧流入下游终端。2015 年之前，冷轧卷板产线稀缺，热轧卷板到冷轧卷板的成本较高，冷热轧价差重心在 800 元/吨上下，2015 年之后冷轧产线增加，生产加工成本下降，冷热轧重心下移至 400 元/吨左右，2016 年汽车、家电行业高速增长，冷轧卷板需求较强，冷热轧价差一度达到 1000 元/吨左右。2020 年下半年，海外需求回暖，带动冷轧下游产品出口好转，汽车行业快速回暖、家电行业需求回升，冷轧需求触底反弹价格迅速走

高，冷热轧价差一度上升至 900 元/吨以上。

从两者价格的季节性走势图来看，两者价差在年内往往呈现“v 字型”走势，上半年价差逐渐回落，6、7 月份两者价差往往处于低位，从 8 月份开始，两者价差开始走扩，这和汽车生产的季节性类似。2021 年上半年冷热轧价差逐渐缩窄，6 月末冷热轧价差下降至 500 元/吨左右，下半年冷热轧价差或将再度走扩。

第八部分　供需平衡表

一、2021 年度供需平衡表预测

表 8-1：热轧卷板供需平衡表

时间	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
热卷产量	18270.70	18413.40	18529.90	20110.59	20261.54	23,313.76	23658.80	26497.86	27557.77
增幅	9.47%	0.78%	0.63%	8.53%	0.75%	15.06%	1.48%	12.00%	4.00%
热卷净出口	418.54	1048.01	1319.13	1317.16	1062.71	757.8	602.5	-70.00	800.00
增幅	-0.02%	150.40%	25.87%	-0.15%	-19.32%	-28.69%	-20.49%		
热卷表观消费	17742.26	17513.44	17241.12	18826.37	19201.37	22551.52	23068.57	26522.86	26797.77
增幅	8.19%	-1.29%	-1.55%	9.19%	1.99%	17.45%	2.29%	14.97%	1.04%
库存变化	109.90	-148.05	-30.35	-32.94	-2.54	4.41	-12.28	45.00	-40.00

数据来源：Wind、钢联数据、方正中期研究院整理

二、2021 年度供需平衡表解析

2021 年上半年，钢厂生产利润大幅走扩，虽然环保限产政策较为频繁，3 月份唐山执行了较为严格的限产措施，热卷产量受到阶段性的影响，但钢厂通过增加废钢配比等方式增产，二季度热卷产量处于高位。一季度制造业需求延续 2020 年的强势，汽车、家电、机械产销大幅增长，二季度下游各行业环比走弱，但同比依旧维持正增长。上半年海外需求复苏，海外热卷价格高企，3、4 月份热卷出口大幅超预期。全年来看，压减粗钢产量政策在三季度落地概率较大，粗钢生产受限必将影响热卷供给，热卷产量增速或将下降，而热卷需求端在二季度末有所走弱，但外需增速仍处于高位，整体需求仍有一定韧性，考虑到去年下半年高基数的影响，热卷需求增速将有所下降。进出口方面，随着国内热卷价格的回升以及出口退税政策的取消，国内热卷价格优势减弱，预计热卷直接出口较上半年将有所下降。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议

第九部分　期货市场相关分析

一、期货价格技术分析

图 9-1：热轧卷板主力合约走势
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

从 2014 年热轧卷板上市以来，大体可以分为两段趋势，2014 年至 2015 年整体处于下跌趋势，2016 年国内钢铁行业去产能致使钢价大幅上涨，2017 年热卷价格延续了 2016 年的强势，2018 年 8 月份开始进入下跌通道。2020 年 4 月份开始，热卷开启上行趋势，目前来看热卷上行趋势并未结束，预计 2021 年下半年将继续上行，下方第一支撑位为 5000，下方第二支撑位为 4400，上方压力位 6700。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

二、价格季节性分析

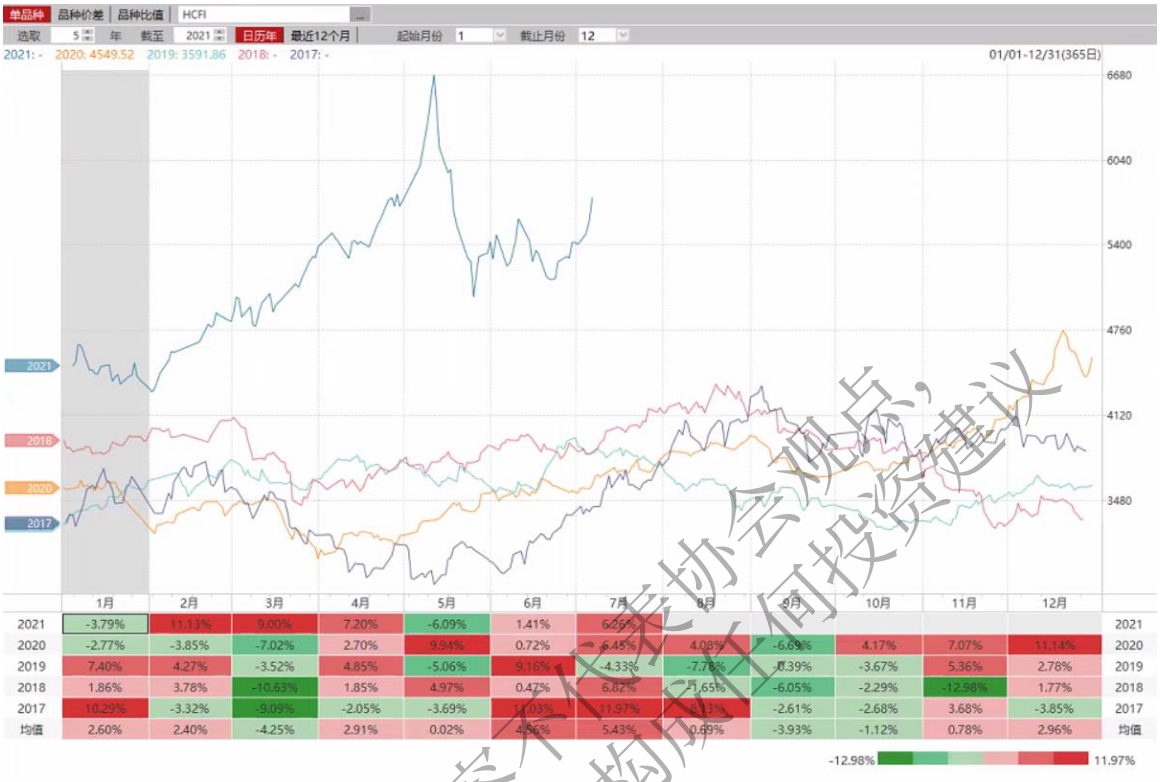

图 9-2：热轧卷板指数季节性走势
数据来源：Wind、方正中期研究院整理

热轧卷板的季节性走势主要和制造业相关，1、2 月份属于春节前期贸易商冬储时期，这一时期经历过 12 月份的连续下跌后，投机需求开始恢复，价格通常上涨，历史数据来看，1、2 月份普遍上涨，3 月份通常是春节过后，需求的恢复延迟导致多数处于下跌趋势中，4 月份下游制造业阶段性补库，价格通常上行，5 月份合约换成 10 月合约，对于远期需求的悲观通常导致价格的回落，近几年需求强劲，6、7 月份呈现“淡季不淡”现象，叠加旺季预期炒作，价格大部分处于上涨阶段，9、10 月份热卷多数处于下跌趋势，四季度是热卷需求旺季，11、12 月份热卷多数处于上涨趋势中。

研究报告全部内容不作为协会观点，仅供交流使用，不构成个别投资建议

第十部分　总结全文与下半年操作建议

宏观经济方面，国内经济周期年中转向，下半年经济压力将大于上半年。货币政策维持总体中性局部宽松的节奏。外需和国内经济周期影响下，制造业投资对总投资的拉动有望维持，

基建投资下半年有改善空间，房地产投资表现暂时稳定，未来需注意风险。外需有较强韧性，但进一步上行空间已不大。

从热卷需求端来看，2021 年下半年乘用车产销有望回升，但商用车增速或将继续下降，汽车行业下半年增速或将放缓；国内家电需求走弱，出口对家电的拉动作用有望持续，下半年家电行业用钢需求有望维持平稳增长；全球航运贸易复苏将继续带动造船行业回暖；下半年基建投资增速有望回升以及海外制造业仍处于主动补库阶段，对机械设备仍有一定拉动作用，但受去年高基数影响，机械行业增速较上半年将有所放缓。总体来看，制造业虽转向被动加库存阶段，但外需仍有一定韧性，热卷下游需求大幅走弱的概率不大。

供给端来看，三季度压减粗钢产量政策落地概率较大，但具体对粗钢产量的影响程度以及落地节奏仍然存在不确定性。从成本端来看，在供给端受到抑制，而需求并未大幅回落的情况下，钢厂利润大概率走扩，将带动原料端的走强，钢材成本易涨难跌。

总体来看，压减粗钢产量政策落地情况将对下半年走势产生较大影响，三季度随着政策逐渐落地以及需求淡季结束，热卷偏强运行，但价格超过前期高点的可能性不大，同时随着需求增速放缓，价格或将进入宽幅震荡走势，下半年运行区间在 4800-6700 元/吨之间，运行重心在 5300-6300 元/吨之间。

第十一部分　相关股票：

表 11-1：行业相关证券

代码	名称	相关行业	年度涨跌幅	目前价格
600104.SH	上汽集团	汽车制造	-10.27%	21.93
002594.SZ	比亚迪	汽车制造	28.06%	248.82
601238.SH	广汽集团	汽车制造	19.19%	15.84
600031.SH	三一重工	机械制造	-26.53%	25.7
601989.SH	中国重工	船舶制造	-2.39%	4.09
000333.SZ	美的集团	家用电器制造	-29.7%	69.2
002508.SZ	老板电器	家用电器制造	16.31	47.43

资料来源：Wind、方正中期研究院整理

研究报告全部内容个人表述观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层 上海市浦东新区福山路450号新天国际大厦11层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦1606室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东南路360号2307室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年华中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路二段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路53号楷林商务中心C座2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦B座12层8-9号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区中华大街89号大连友谊时代广场B座1105室	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市市南区香港中路61号阳光大厦21楼EH单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号909室、906室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
上海南泉北路营业部	上海市浦东新区南泉北路429号1703	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦5幢1010室	0571-86690056
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路359号1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路999号中央商业广场(王府井A座11楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
广州营业部	广州市天河区林和西路3-15号35层07,35层08,35层09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路450 号新天国际大厦24 楼	021-20778922

重要事项：

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。

研究报告全部内容不代表协会观点，
仅供交流使用，不构成任何投资建议