



研究院 黑色建材组

研究员

王英武

☎ 010-64405663

✉ wangyingwu@htfc.com

从业资格号: F3054463

投资咨询号: Z0017855

王海涛

✉ wanghaitao@htfc.com

从业资格号: F3057899

投资咨询号: Z0016256

邝志鹏

✉ kuangzhipeng@htfc.com

从业资格号: F3056360

投资咨询号: Z0016171

余彩云

✉ yucaiyun@htfc.com

从业资格号: F03096767

投资咨询号: Z0020310

刘国梁

✉ liuguolaing@htfc.com

从业资格号: F03108558

投资咨询号: Z0021505

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

钢铁行业作为典型的周期型产业，供需错配呈现周期波动。伴随产能的快速释放，行业总是需要经历不同程度的行业底部期。在行业底部期间，需要适合的供给约束或供给出清政策，来协助行业走出谷底。上一轮供给侧改革前，我国钢铁行业产能偏宽松、竞争无序，资源浪费与环境污染问题突出。自 2015 年开启改革，历经去产能、调结构、降成本等举措，取得显著成效，产能利用率回升，市场供需趋向平衡，产业结构得以优化，高附加值产品增多，企业成本有效控制，环保意识增强。然而，经过一段时间发展，钢铁行业再次面临一定困难，考虑到供给侧改革并非常规政策，如果后续再有执行，其实实施的途径以及实施的效果是市场关注热点，本文回顾此前供给侧改革经验和效果以加深对这一政策的理解。

核心观点

■ 市场分析

2015 年供给侧改革成效显著，产能实现有效压缩。2015 年，中国经济面临增速放缓、结构性矛盾突出的挑战。钢铁、煤炭等传统行业产能宽松，库存积压；另一方面，高端制造业和现代服务业供给不足，难以满足消费升级需求。企业利润下滑，亏损面扩大，部分企业面临生存危机。在此背景下，2015 年 11 月，中央财经领导小组首次提出“供给侧结构性改革”，旨在通过改革解决经济结构性问题，推动经济转型升级。改革的核心是“三去一降一补”，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。供给侧改革成效显著，超额完成“十三五”期间煤炭去产能 5 亿吨、钢铁去产能 1.5 亿吨的目标任务。煤炭和钢铁行业扭亏为盈，企业利润大幅增长。产业集中度提高，落后产能得到有效淘汰，先进产能比重上升。

2015 年开启的供给侧改革，从结果来看，到 2017 年盈利能力回升明显。2016 年黑色金属冶炼业销售利润率均值 1.5%，到 2017 年回升至 4.3%。产能利用率方面，黑色金属冶炼及压延加工业回升至 2017 年四季度的 77%。

改革目标明确，有系统规划和执行过程。上一轮供给侧改革设定去产能总目标及年度目标，并将目标分解到各省。有着清晰且系统的规划与执行过程。在执行过程中，为了确保目标如期完成，建立了化解钢铁煤炭过剩产能和脱困发展工作部际联席会议制度，统筹推进化解过剩产能各项工作。

当前中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，钢材需求面临一定挑战。尽管 2015 年开启的供给侧改革取得了显著成效，但当前中国钢铁行业仍面临着一些困境和挑战，主要是房地产行业调整，对钢铁需求造成较大影响。环保要求日益严格，钢铁企业需要

加大环保投入，增加了运营成本，企业利润率下降。国际贸易环境复杂，全球经济增长乏力，贸易保护主义抬头，钢铁出口面临压力和挑战。当前我国钢铁产能规模庞大，而钢铁核心需求中的房地产行业大幅回落，新开工面积、施工面积较高位下跌明显。钢铁价格已回落至较低水平，钢铁行业利润总额、毛利率均处于历史低位，行业亏损企业数量增加，经营形势严峻，通过供给侧改革可以平衡供需，提升行业效益。

虽然我们经历了连续的地产行业下滑所带来的钢材消费减量，但我们也同步看到了中国制造业在全球市占率的显著提升所形成的钢材消费增量，从而维持了钢材总量的高位。一旦行业再有相关政策的启动，对提升、改善行业利润，甚至于对产业链商品价格都有相应的提振效果。

■ 策略

环顾全球，对于钢铁等重资产，周期性的行业来讲，合适的供给调节，是保障行业平稳运行的关键构成，重视可能在 2025 年发生的供给端变化，以及行业利润改善的潜力。

■ 风险

国际贸易挑战、全球经济形势、地产等下游消费行业的变化等。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
一、 钢铁行业供给侧改革回顾	4
二、 当前钢铁行业面临的困难	6
三、 新一轮供给端变化的可能方向	10
四、 措施落地后的行业利润改善机会	12
五、 总结	14

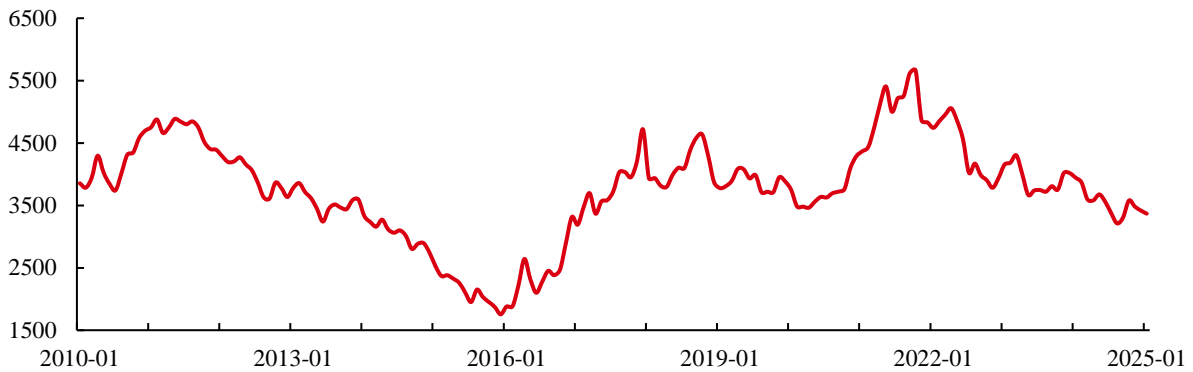
图表

图 1: 螺纹钢月均价连续走势 单位: 元/吨	4
图 2: 中国 GDP 增速同比: 不变价 单位: %	5
图 3: 黑色金属冶炼和压延加工业资产负债率: 单位: %	5
图 4: 中国 PMI 和钢铁行业采购经理人指数 单位: %	5
图 5: 固定资产投资和基础建设投资同比 单位: %	6
图 6: 房地产开发投资完成额: 当月同比: %	6
图 7: 房屋新开工面积当月同比 单位: %	7
图 8: 中国粗钢月度净出口量 单位: 万吨	7
图 9: 全国粗钢年度产量及同比 单位: 万吨	7
图 10: 国内粗钢年度消费及同比 单位: 万吨	8
图 11: 普氏 62%铁矿指数周均价走势 单位: 美元/吨	8
图 12: 普氏 62%铁矿指数月均价走势 单位: 美元/吨	8
图 13: 唐山螺纹即期毛利润月度 单位: 元/吨	9
图 14: 唐山热卷即期毛利润月度 单位: 元/吨	9
图 15: 247 家钢铁企业盈利率 单位: %	9
图 16: 国际热卷价格图 单位: 美元/吨	10
图 17: 国际螺纹价格图 单位: 美元/吨	10
图 18: 中国进出口金额同比增速 单位: %	10
图 19: 中国占全球出口比例 单位: %	10
图 20: 黑色金属冶炼业销售利润率均值 单位: %	13
图 21: 钢铁行业利润 单位: 亿元	13
图 22: 黑色金属冶炼及压延加工业:利润总额 单位: 亿元	13
图 23: 工业产能利用率:黑色金属冶炼及压延加工业:当季值 单位: %	13
图 24: 工业产能利用率:煤炭开采和洗选业:当季值 单位: %	13
图 25: 上海地区螺纹钢和热卷价格 单位: 元/吨	14
表 1: 供给侧改革分年度目标	11
表 2: 供给侧改革进度	12

一、钢铁行业供给侧改革回顾

钢铁行业作为典型的周期型产业，供需错配呈现周期波动。伴随产能的快速释放，行业总是需要经历不同程度的行业底部期。在行业底部期间，仍需要适合的供给约束或供给出清政策，来协助行业走出谷底，2015年为明显的行业底部期，成材价格处于低点。

图 1：螺纹钢月均价连续走势 | 单位：元/吨



数据来源：钢联、华泰期货研究院

2015年，中国经济面临增速放缓、结构性矛盾突出的挑战。具体表现为：经济增速持续下滑，GDP增速从2010年的10.6%降至2015年的7%左右，传统增长动力减弱。供需错配严重，钢铁、煤炭等传统行业产能过剩，库存积压；另一方面，高端制造业和现代服务业供给不足，难以满足消费升级需求。企业效益下降，产能过剩导致价格下跌，企业利润下滑，亏损面扩大，部分企业面临生存危机。金融风险积聚，企业债务高企，银行不良贷款率上升，地方政府债务风险加大，金融体系稳定性受到威胁。在此背景下，2015年11月，中央财经领导小组首次提出“供给侧结构性改革”，旨在通过改革解决经济结构性问题，推动经济转型升级。改革的核心是“三去一降一补”，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。

相关历程如下：

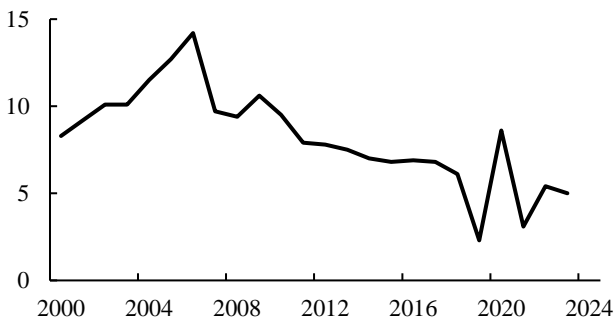
2015年——改革提出：2015年11月10日，在中央财经领导小组第十一次会议上首次提出“供给侧结构性改革”，强调在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，提高体系质量与效率，提高生产力水平。2015年12月18日至21日的中央经济工作会议，进一步明确推进供给侧结构性改革，是引领经济发展的重大创新，是综合国力竞争的主动选择，是适应中国经济发展新常态的必然要求。

2016-2017年——推进与内涵提升：2016年1月18日，指出供给侧结构性改革重点是

解放和发展社会生产力。要通过改革调整经济结构，减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给，增强适应性和灵活性，提高生产率。2016年5月16日，中央财经领导小组第十三次会议指出这一阶段的重点是实施好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板“三去一降一补”五大任务。

2017年之后——成为主线：2017年10月18日，中共十九大的报告强调供给侧结构性改革的重要性，明确新时期经济发展的方向，坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量、效率、动力变革。此后供给侧结构性改革持续推进，不断深化。2023年3月5日，第十四届全国人大一次会议强调高质量发展的重要性，提出加快构建新发展格局，结合扩大内需战略和深化供给侧结构性改革，着力发展实体经济。

图 2：中国 GDP 增速同比：不变价 | 单位：%



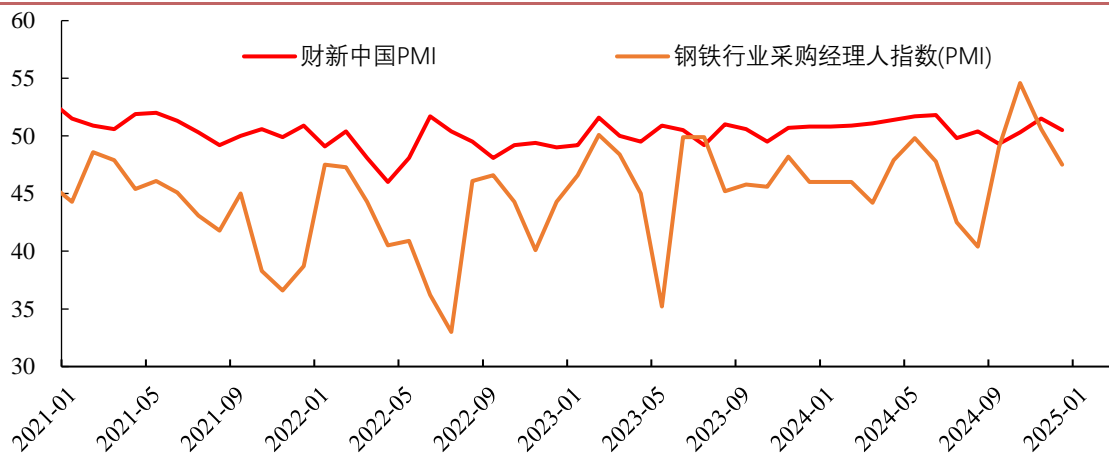
数据来源：国家统计局、wind、华泰期货研究院

图 3：黑色金属冶炼和压延加工业资产负债率： | 单位：%



数据来源：国家统计局、wind、华泰期货研究院

图 4：中国 PMI 和钢铁行业采购经理人指数 | 单位：%



数据来源：wind、华泰期货研究院

2015 年开启的供给侧改革，核心抓手是煤炭、钢铁，同时对有色金属冶炼、石化化工也进行了一定程度的产能调整。供给侧改革具体进程方面：1) 煤炭：去产能持续三年左右（2016-2018 年）。2016 年年初订的目标是，“用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右”。2016 年当年目标是去产能 2.5 亿吨，实际去产能超过 2.9 亿吨。2017 年目标是“退出煤炭产能 1.5 亿吨以上。”2018 年目标是，“今年再退出煤炭产能 1.5 亿吨左右”。2) 钢铁：去产能持续三年左右（2016-2018 年）。2016 年年初订的目标是。“从 2016 年开始，用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿-1.5 亿吨。

供给侧改革成效显著，超额完成“十三五”期间煤炭去产能 5 亿吨、钢铁去产能 1.5 亿吨的目标任务。煤炭和钢铁行业扭亏为盈，企业利润大幅增长。产业集中度提高，落后产能得到有效淘汰，先进产能比重上升。煤炭消费比重下降，污染物排放减少，环境质量得到改善。

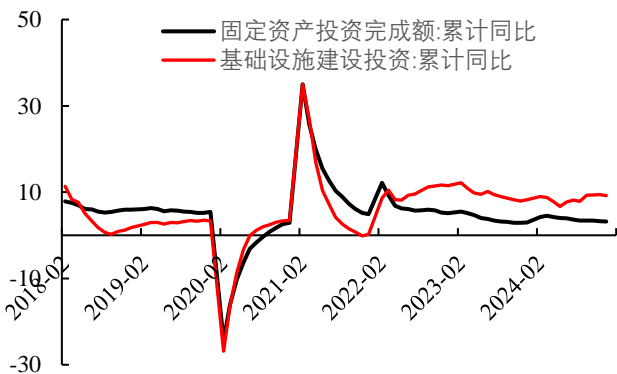
二、当前钢铁行业面临的困难

尽管 2015 年开启的供给侧改革取得了显著成效，但当前中国钢铁行业仍面临着一些困境和挑战，主要体现在以下几个方面：

(1) 需求疲软，产能压力依然存在

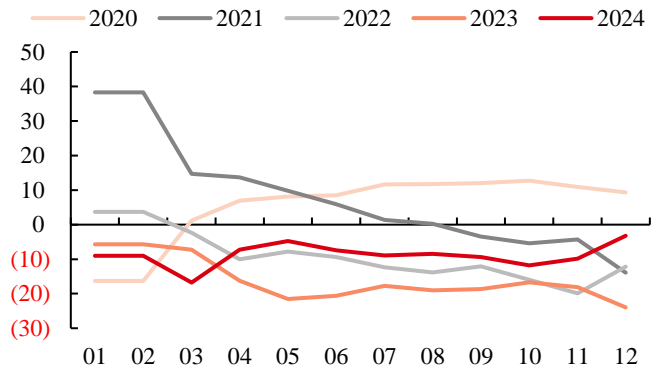
经济增速放缓，中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，固定资产投资增速放缓，对钢铁的需求增长动力减弱。房地产行业调整，房地产行业是钢铁消费的重要领域，近年来房地产行业深度调整，对钢铁需求造成较大影响。

图 5：固定资产投资和基础建设投资同比 | 单位：%



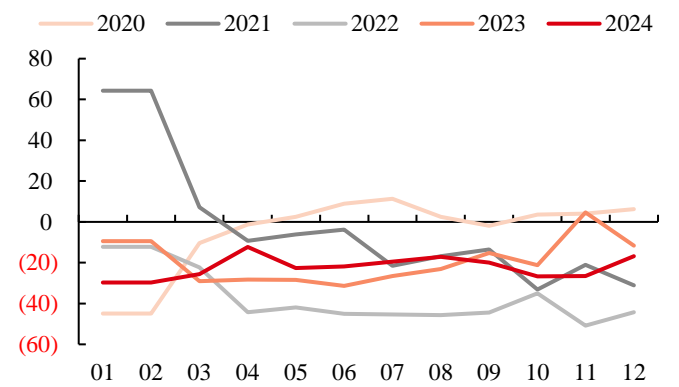
数据来源：国家统计局、wind、华泰期货研究院

图 6：房地产开发投资完成额：当月同比：%



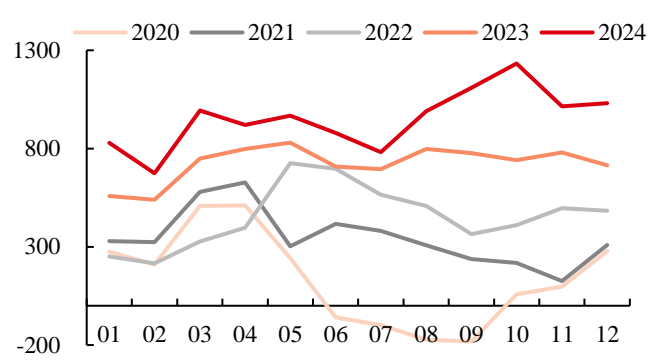
数据来源：国家统计局、wind、华泰期货研究院

图 7：房屋新开工面积当月同比 | 单位：%



数据来源：国家统计局、wind、华泰期货研究院

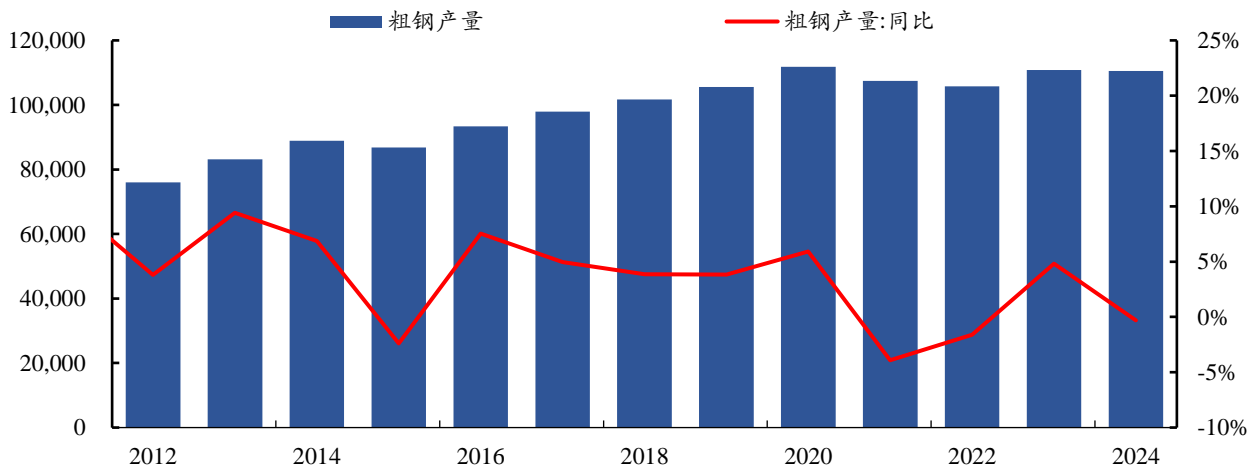
图 8：中国粗钢月度净出口量 | 单位：万吨



数据来源：中国海关、钢联、华泰期货研究院

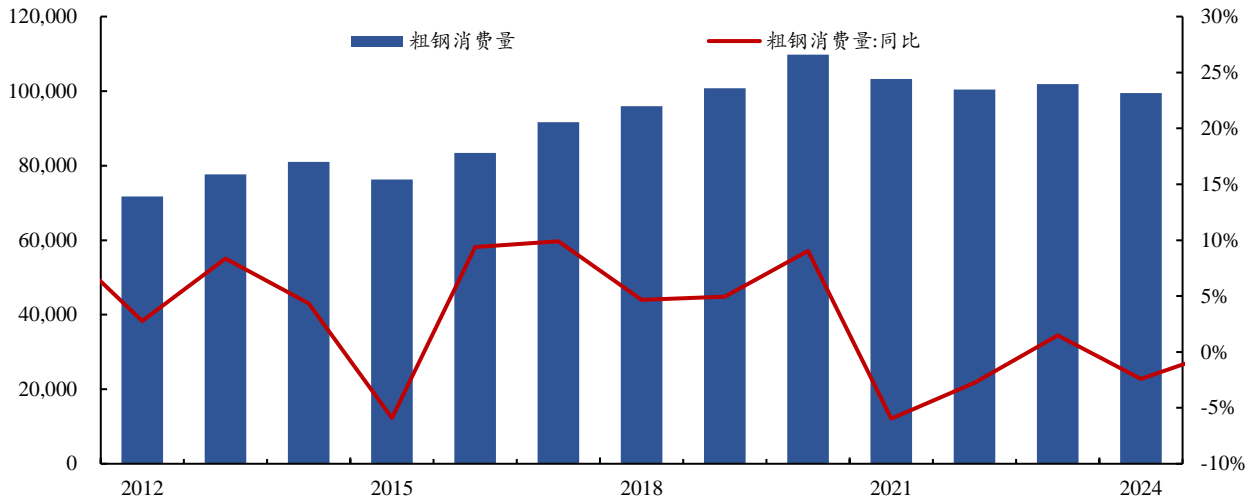
国内经济活动数据显示国内生产及消费增长动力仍偏弱，工业增加值同比增速偏低，内外需呈分化态势。2024 年，随着制造业等非建筑行业的复苏，这些行业的需求支撑国内经济，但是根据华泰期货研究院测算，2024 年粗钢消费出现同比下降。

图 9：全国粗钢年度产量及同比 | 单位：万吨



数据来源：华泰期货研究院

图 10: 国内粗钢年度消费及同比 | 单位: 万吨

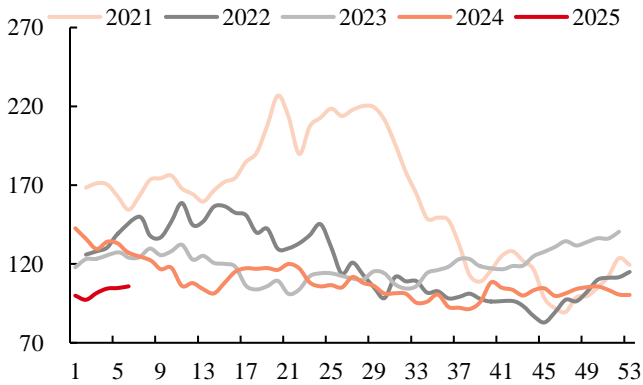


数据来源: 华泰期货研究院

(2) 成本上升, 企业盈利空间受到挤压

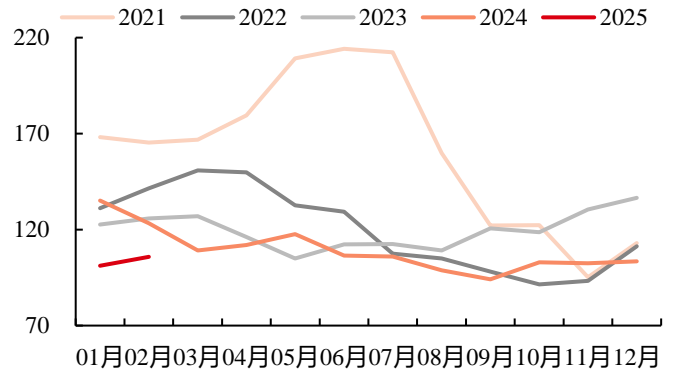
铁矿石、焦炭等原材料价格受国际市场影响较大, 价格波动频繁, 增加了钢铁企业的生产成本。随着环保要求日益严格, 钢铁企业需要加大环保投入, 增加了运营成本。

图 11: 普氏 62%铁矿指数周均价走势 | 单位: 美元/吨



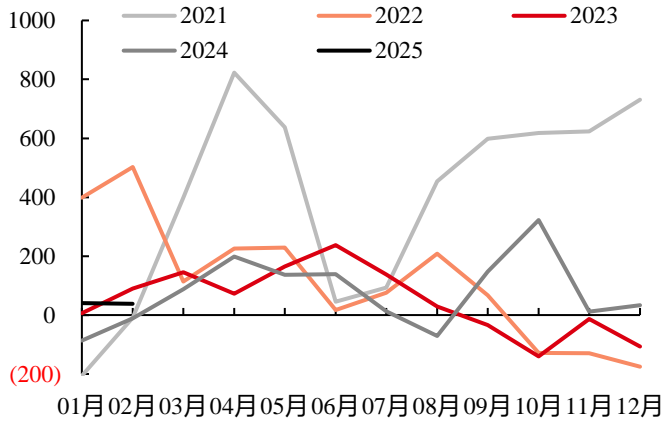
数据来源: 钢联、华泰期货研究院

图 12: 普氏 62%铁矿指数月均价走势 | 单位: 美元/吨



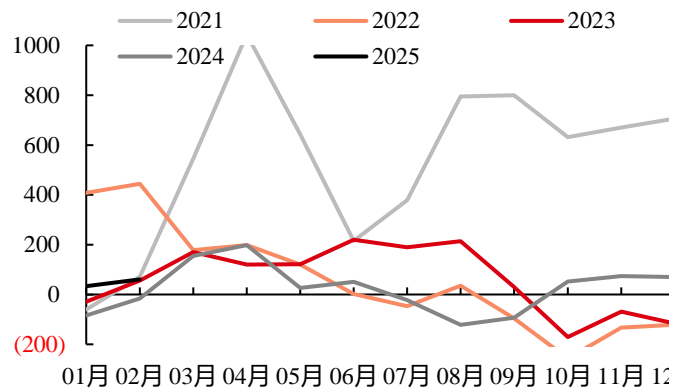
数据来源: 钢联、华泰期货研究院

图 13: 唐山螺纹即期毛利润月度 | 单位: 元/吨



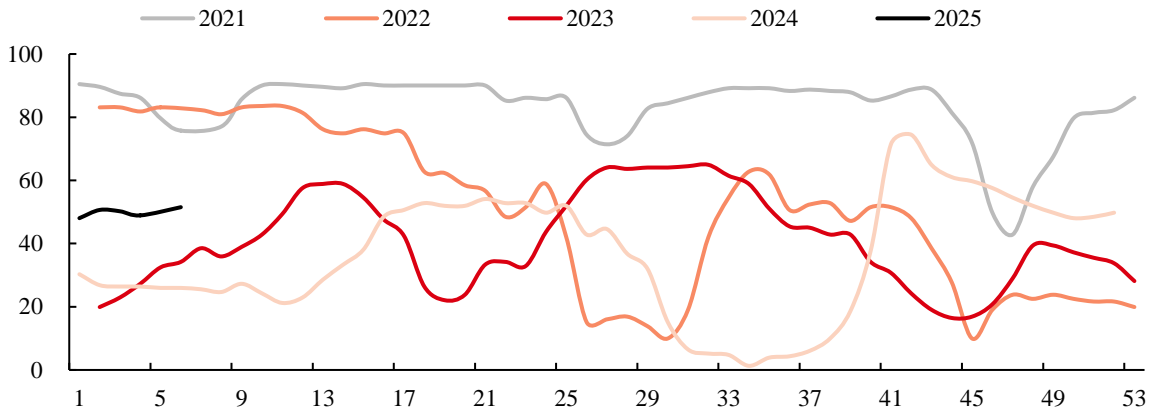
数据来源: 华泰期货研究院

图 14: 唐山热卷即期毛利润月度 | 单位: 元/吨



数据来源: 华泰期货研究院

图 15: 247 家钢铁企业盈利率 | 单位: %



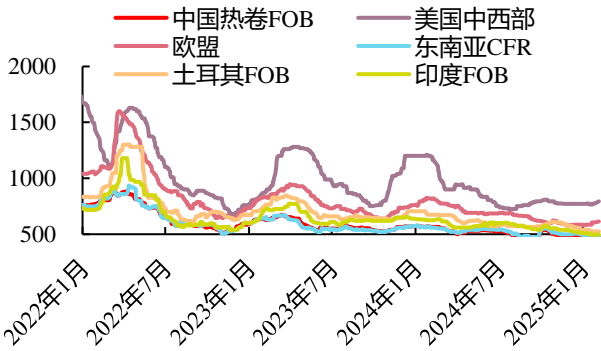
数据来源: 钢联、华泰期货研究院

(3) 产业结构不合理, 同质化竞争严重

产业集中度偏低, 虽然经过兼并重组, 但中国钢铁行业集中度仍然偏低, 企业数量众多, 规模偏小, 竞争力不强。高端产品供给不足, 部分关键钢材品种仍需进口。同时, 钢铁行业是碳排放的重点行业, 实现碳达峰、碳中和目标面临巨大压力。钢铁生产以煤为主要能源, 清洁能源使用比例较低, 能源结构调整任务艰巨。

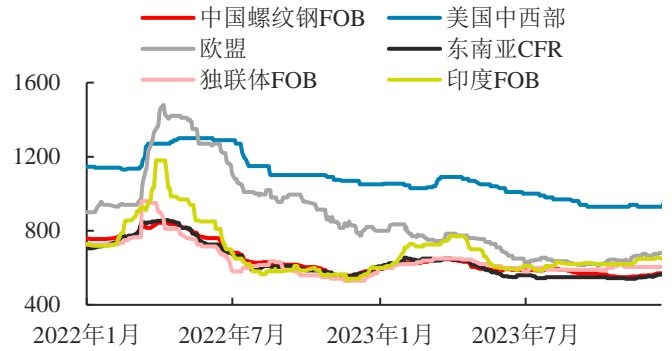
中国钢铁工业凭借完整且高效的产业链优势, 在全球钢铁市场中占据重要地位, 出口量持续增长。大型钢铁企业依托先进技术与设备, 实现高炉大型化、生产自动化与智能化, 提高生产效率和产品质量, 且产业集群内企业紧密协作, 优化资源配置, 进一步提升整体竞争力, 中国出口金额和中国出口占全球比例都有所增长。但是, 近些年国际贸易环境复杂, 全球经济增长乏力, 贸易保护主义抬头, 钢铁出口面临压力和挑战。

图 16: 国际热卷价格图 | 单位: 美元/吨



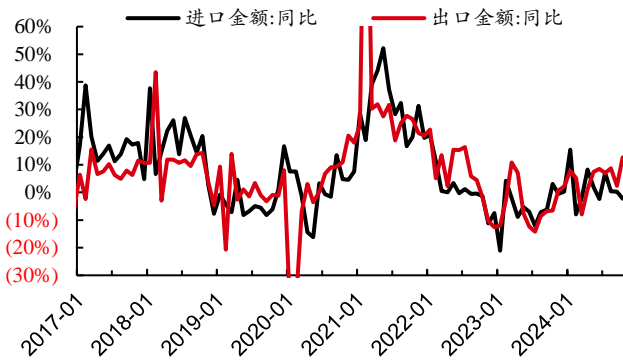
数据来源: 钢联, 华泰期货研究院

图 17: 国际螺纹钢价格图 | 单位: 美元/吨



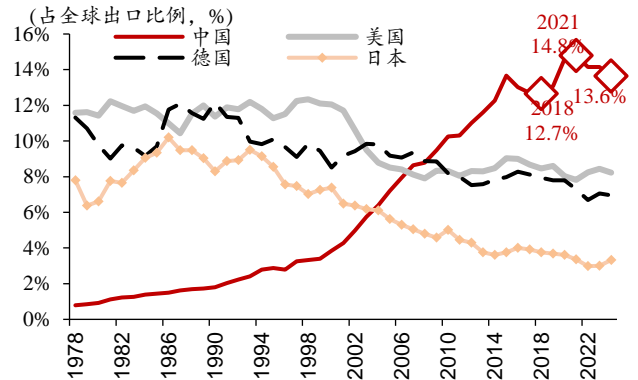
数据来源: 钢联, 华泰期货研究院

图 18: 中国进出口金额同比增速 | 单位: %



数据来源: 中国海关, 华泰期货研究院

图 19: 中国占全球出口比例 | 单位: %



数据来源: Haver, 华泰研究, 华泰期货研究院

当前中国钢铁行业仍面临着需求疲软、成本上升、产业结构不合理、绿色低碳发展任务艰巨等困境。要破解这些难题，推动钢铁行业高质量发展，继续深化供给侧结构性改革依然十分必要。

三、新一轮供给端变化的可能方向

上一轮供给侧改革设定去产能总目标及年度目标，并将目标分解到各省。有着清晰且系统的规划与执行过程。

(1) 供给侧改革回顾

在目标设定环节，基于对当时煤炭、钢铁等行业产能严重过剩，盈利水平降至冰点的精准研判，确定了具有针对性的去产能总目标。以钢铁行业为例，2011~2015 年，黑色金

属冶炼及压延加工业利润率趋于下行，到 2015 年降至很低水平，达到 2000 年以来最低盈利水平。在此背景下，为了让行业回归健康发展轨道，明确了去产能总目标。同时，考虑到去产能工作的复杂性和长期性，将总目标细化到年度目标，为每一年的工作制定了清晰的任务框架。

目标分解到各省是整个去产能工作得以有效落实的关键环节。2016 年，28 个省级人民政府及新疆生产建设兵团签订了钢铁、煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展目标责任书。通过签订责任书这种具有强约束性的方式，明确了各省在去产能工作中的具体任务和责任。每个省份根据自身的产业结构、产能规模等实际情况，领到了契合自身的去产能任务量。这一举措充分调动了地方政府的积极性和主动性，各地纷纷结合本地实际，制定详细的去产能实施方案，确保目标任务能够层层落实，直达市县和企业。

表 1：供给侧改革分年度目标

时间	文件名	重点内容
2016 年 2 月 4 日	国务院关于钢铁行业化解过剩产能实施脱困发展的意见	2016 年开始，5 年时间再压减粗钢产能 1 亿~1.5 亿吨
2016 年 2 月 5 日	国务院关于煤炭行业化解过剩产能实施脱困发展的意见	2016 年开始，3~5 年时间，再退出产能 5 亿吨左右
2017 年 1 月 10 日	国新办举行引领经济发展新常态和供给侧改革有关情况发布会	确定的钢铁去产能目标是 4500 万吨，煤炭去产能目标是 2.5 亿吨
2017 年 3 月 5 日	政府工作报告	今年再压减钢铁产能 5000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿以上
2018 年 3 月 5 日	政府工作报告	今年再压减钢铁产能 3000 万吨左右，退出煤炭产能 1.5 亿左右

资料来源：官方网站、华泰期货研究院

在执行过程中，为了确保目标如期完成，建立了化解钢铁煤炭过剩产能和脱困发展工作部际联席会议制度，统筹推进化解过剩产能各项工作。2016 年全年，多次督促各省加快进度。通过多次督促举措，有力地保障了去产能工作按计划稳步推进，最终使得上一轮供给侧改革在去产能方面取得了显著成效，煤炭与钢铁行业均在 2016~2018 年这三年左右的时间里，产能得到有效压降，行业盈利水平回升，为经济的高质量发展奠定了坚实基础。

表 2：供给侧改革进度

时间	文件名/资料来源	重点内容
2016 年 6 月 15 日	国家发展改革委举行 6 月份定时定主题新闻发布会介绍宏观经济情况并回应热点问题	建立由 25 个成员单位组成的化解钢铁煤炭过剩产能和脱困发展工作部际联席会议制度
2016 年 7 月 7 日	发展改革委同有关部门召开全国电视电话会议加快推进钢铁煤炭行业去产能工作	各地要在 7 月 15 日前将目标任务分解到市县和企业，在此基础上，将 2016 年压减数量落实到每条生产线、每个矿井并排出具体的完成时间
2016 年 8 月 11 日	关于煤炭去产能和专项执法行动开展情况的通报	前 7 个月只完成了目标任务的 1/3 多一点。地区之间、企业之间严重不平衡，全年完不成任务的风险很大
2017 年 1 月 10 日	新办举行引领经济发展新常态和供给侧改革有关情况发布会	去产能的年度任务已经提前超额完成

资料来源：官方网站、华泰期货研究院

(2) 新一轮供给端变化可能方向

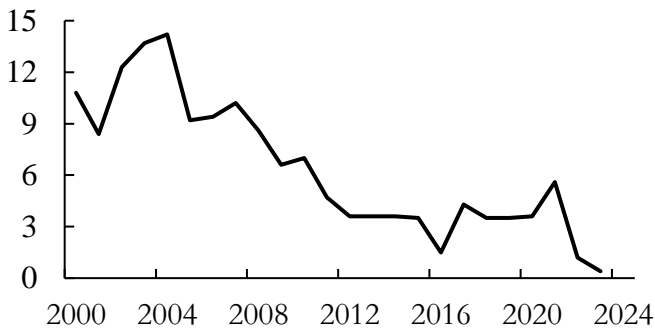
当前我国钢铁产能规模庞大，而钢铁核心需求中的房地产行业大幅回落，新开工面积、施工面积较高位下跌明显，供需矛盾较为突出。在供需失衡的背景下，钢铁价格已回落至前期低点，钢铁行业利润总额、毛利率均处于历史低位，行业亏损企业数量大幅增加，经营形势严峻，急需通过供给端调整来平衡供需，提升行业效益。

淘汰落后产能：高耗能高污染行业，依据能耗、环保、质量、安全等标准，淘汰达不到要求的落后产能。限制新增产能：对传统高耗能行业以及部分出现产能过剩的高技术行业。推动产能合作：鼓励企业开展国际产能合作，将部分过剩产能向有需求的国家和地区转移，拓展国际市场，优化全球产能布局。对于国内一些产能过剩但具有技术和成本优势的产业，如钢铁、水泥等，支持企业到海外投资建厂。

四、措施落地后的行业利润改善机会

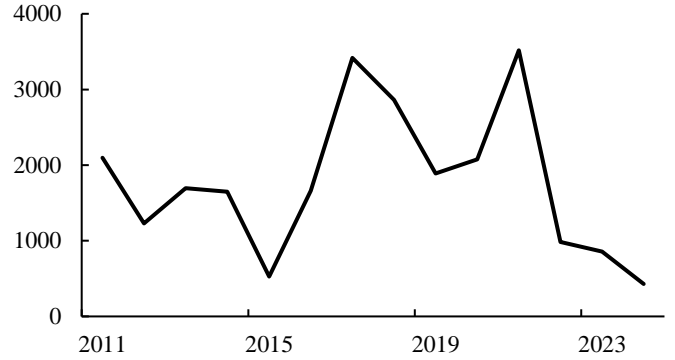
2016 年的供给侧改革，从结果来看，到 2017 年盈利能力回升明显。观察产能利用率，煤炭与钢铁在 2016 年开始产能利用率快速回升。2016 年黑色金属冶炼业销售利润率均值 1.5%，到 2017 年回升至 4.3%。产能利用率方面，黑色金属冶炼及压延加工业回升至 2017 年四季度的 77%。

图 20: 黑色金属冶炼业销售利润率均值 | 单位: %



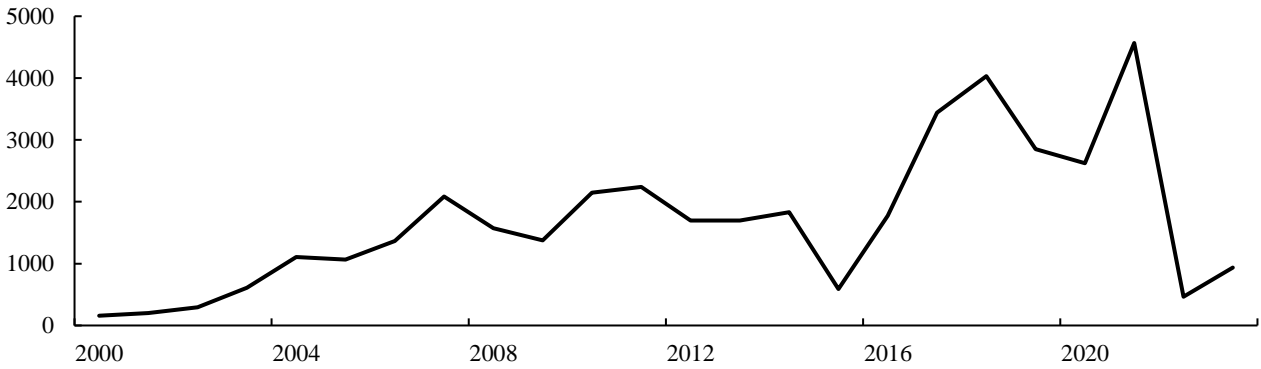
数据来源: 国务院国有资产监督管理委员会、wind、华泰期货研究院

图 21: 钢铁行业利润 | 单位: 亿元



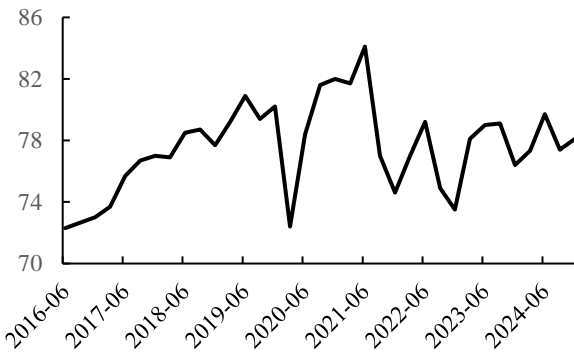
数据来源: 中国钢铁工业协会、华泰期货研究院

图 22: 黑色金属冶炼及压延加工业:利润总额 | 单位: 亿元



数据来源: 国家统计局、wind、华泰期货研究院

图 23: 工业产能利用率:黑色金属冶炼及压延加工业:当季值 | 单位: %



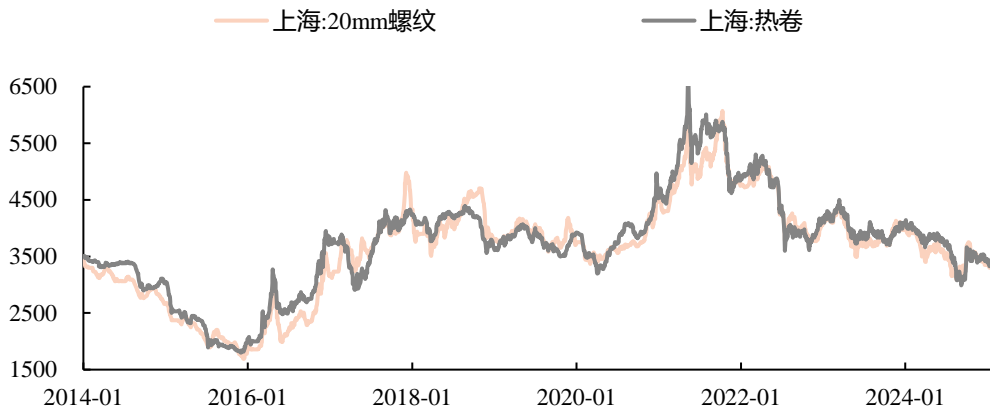
数据来源: 国家统计局、wind、华泰期货研究院

图 24: 工业产能利用率:煤炭开采和洗选业:当季值 | 单位: %



数据来源: 国家统计局、wind、华泰期货研究院

图 25:上海地区螺纹钢和热卷价格 | 单位: 元/吨



数据来源: 钢联、华泰期货研究院

五、总结

2016 年供给侧改革成效显著，产能实现明显去化。2015 年，中国经济面临增速放缓、结构性矛盾突出的挑战。钢铁、煤炭等传统行业产能过剩，库存积压；另一方面，高端制造业和现代服务业供给不足，难以满足消费升级需求。企业效益下降，产能过剩导致价格下跌，企业利润下滑，亏损面扩大，部分企业面临生存危机。在此背景下，2015 年 11 月，中央财经领导小组首次提出“供给侧结构性改革”，旨在通过改革解决经济结构性问题，推动经济转型升级。改革的核心是“三去一降一补”，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。供给侧改革成效显著，超额完成“十三五”期间煤炭去产能 5 亿吨、钢铁去产能 1.5 亿吨的目标任务。煤炭和钢铁行业扭亏为盈，企业利润大幅增长。产业集中度提高，落后产能得到有效淘汰，先进产能比重上升。从结果来看，到 2017 年盈利能力回升明显。2016 年黑色金属冶炼业销售利润率均值 1.5%，到 2017 年回升至 4.3%。产能利用率方面，黑色金属冶炼及压延加工业回升至 2017 年四季度的 77%。

2016 供给侧改革目标明确，有系统规划和执行过程。供给侧改革设定去产能总目标及年度目标，并将目标分解到各省。有着清晰且系统的规划与执行过程。在执行过程中，为了确保目标如期完成，建立了化解钢铁煤炭过剩产能和脱困发展工作部际联席会议制度，统筹推进化解过剩产能各项工作。

当前中国经济从高速增长阶段转向高质量发展阶段，钢材需求面临一定挑战。尽管 2016 年开启的供给侧改革取得了显著成效，但当前中国钢铁行业仍面临着一些困境和挑战，主要是房地产行业调整，对钢铁需求造成较大影响。环保要求日益严格，钢铁企业需要加大环保投入，增加了运营成本，企业利润率下降。国际贸易环境复杂，全球经济增长乏力，贸易保护主义抬头，钢铁出口面临压力和挑战。

当前我国钢铁产能规模庞大，而钢铁核心需求中的房地产行业大幅回落，新开工面积、施工面积较高位下跌明显，供需矛盾较为突出。钢铁价格已回落至较低水平，钢铁行业利润总额、毛利率均处于历史低位，行业亏损企业数量大幅增加，通过供给端调整可以平衡供需，提升行业效益。

钢铁行业作为典型的周期型产业，供需错配呈现周期波动。伴随产能的快速释放，行业总是需要经历不同程度过剩状态的行业底部期。在行业底部期间，仍需要适合的供给约束或供给出清政策，来协助行业走出谷底。

■ 策略

环顾全球，对于钢铁等重资产，周期性的行业来讲，合适的供给调节，是保障行业平稳运行的关键构成，重视可能在 2025 年发生的供给端变化，以及行业利润改善的潜力。

风险

国际贸易挑战、全球经济形势、地产等下游消费行业的变化等。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com