

受限于产能不减，熊途或未了

本期摘要：

上半年行情回顾：螺纹钢期货市场维持大趋势向下的格局，大致行情分为三段：下跌—弱反弹—再下跌，重心再下一个台阶，历史的价格新低纪录不断被刷新。铁矿石期货走势和螺纹钢相似，上半年呈现“N”型走势，但无论是下跌还是反弹，幅度都比螺纹钢要大，金属组：

6月中旬达到 657 点最低值。

以史为鉴：通过回顾在宏观经济增速呈现下滑的大环境下，钢铁行业出现的两次幅度较大的反弹（2012 年 9 月中旬-11 月中、2013 年 6 月中旬-2013 年 8 月中旬的反弹），我们发现在反弹初期，市场都表现为需求恢复与供给下降，反弹趋势最终都被盈利恢复刺激供给上升过快导致的供需格局恶化所终结。反弹未能持续的核心原因在于产能过剩并未得到根本性解决，而需求增速下降的大环境使得行业在价格和盈利反弹后仍会有创新低的表现。

本次反弹：同样是因为盈利的被动收缩和需求阶段性企稳共同带动的供需格局改善，而后期需求继续维稳是大概率事件，产能过剩并未得到改变，只要相对高位的盈利维持，产量释放只是时间问题，供给压力终将显现。此外，库存还将遵循季节性波动的特征，社会库存后续环比仍存一定的下探空间，今年年底的冬储力度仍较有限，钢厂库存预计下半年维持高位的可能性较大。今年市场上普遍认同铁矿石价格波动中枢在 100-110 美元附近，矿价继续下探空间受限，下半年或维持低位弱势震荡运行。

结论：下半年我们仍维持前期的观点，从基本面看，无论是螺纹还是铁矿石都还未到止跌反转的时候，中长期弱势还将延续。虽然 6 月下旬价格低位止跌反弹，但应谨慎看待反弹的幅度和高度，有限的反弹后还将延续弱势，下半年总体将呈现低位弱势盘整的格局。操作上，建议短期观望，等待逢高抛空的机会

江海汇鑫期货研究部

www.hxqh.com

更多资讯和研究
请关注本司网站

江海汇鑫期货有限公司
量化研究中心

李松

Ls_soso@163.com

目 录

本期摘要:	1
一、上半年行情回顾	4
二、以史为鉴: 产量回升导致反弹结束	6
三、本次反弹: 需求维稳, 谨防供给风险	10
四、2014 年下半年市场展望	12
免责声明	13
深圳总部	13

图表目录

图 1: 螺纹指数走势图	4
图 2: 铁矿石指数走势图	5
图 3: 螺纹钢成交量与持仓量	5
图 4: 铁矿石成交量与持仓量	5
图 5: 螺纹钢价差 (现货-期货)	6
图 6: 铁矿石价差 (现货-期货)	6
图 7: 生铁、粗钢、钢材月产量 万吨	7
图 8: 重点企业粗钢日产量 万吨	7
图 9: 企业钢材库存量 万吨	8
图 10: 五个品种 (螺纹钢、线材、热卷、中板、冷轧) 的总社会库存量 万吨	8
图 11: 螺纹钢库存量 万吨	8
图 12: 热轧库存量 万吨	8
图 13: 全国高炉开工率 %	10
图 14: 河北高炉开工率 %	10
图 15: 澳洲铁矿石发货量 万吨	11
图 16: 国内大中型钢厂平均铁矿石库存可用天数 天	11
表 1: 2012 年 9 月初开始的反弹, 矿价跟随钢价同步反弹, 但焦炭价格反弹滞后于钢价	6
表 2: 2012 年 9 月开始, 钢铁主要下游增速同比均有好转趋势	6
表 3: 2012 年 9 月开始, 钢材社会库存持续下降	7
表 4: 2013 年 6 月底开始的反弹, 螺纹钢、线材及热轧价格反弹幅度相对更大	8
表 5: 2013 年 6 月底开始的反弹, 矿价略领先于钢价, 而焦炭价格反弹则同样明显滞后	8
表 6: 2013 年 7 月开始, 钢铁主要下游增速同比同样有较为明显好转	9
表 7: 2013 年 6 月中旬以后, 除了中板外, 各品种钢材社会库存均处于下降通道中	9
表 8: 两次反弹期间, 各指标变动情况	10
表 9: 供给上升抑制盈利改善, 需求下滑带动盈利回落	10

一、上半年行情回顾

今年上半年，螺纹钢期货市场维持大趋势向下的格局，大致行情分为三段：下跌—弱反弹—再下跌，重心再下一个台阶，历史的价格新低纪录不断被刷新。

第一段行情是从元旦到 3 月中旬，期间市场走势总体承接了去年年底以来的回调行情，螺纹指数从 3600 点以上下跌到了 3100 点附近，跌幅超过 13%；

第二段行情是从 3 月中下旬到 4 月初，在经历了长达 14 周的回调了加速下跌后，价格在 3100 点附近止跌、企稳并弱势反弹，高点突破 3400 点，持续时间约为 4 周；

第三段行情从 4 月中旬一直持续到 6 月末，在 3400 一线反弹受阻后，新一轮跌势再度开启，且直逼 3000 点整数关口，下跌历时 10 周，6 月末止跌企稳。

热卷期货走势类同，4 月初延续反弹，主力合约 hc1410 在 4 月 8 日创下 3488 的新高记录，随后弱势下行，下旬在 3350-3400 间震荡整理。

热卷期货 3 月 21 日上市交易，上市至今呈现高开低走、震荡回落的态势，6 月 17 日主力合约创下历史新低记录，月底低位反弹。

铁矿石期货走势和螺纹钢相似，上半年呈现“N”型走势，但无论是下跌还是反弹，幅度都比螺纹钢要大，6 月中旬达到 657 点最低值。

跟往年不同的是，今年春节前钢材和铁矿石市场并未受冬储等季节性因素的影响而走强，反而在资金紧张、原料钢材库存双高、下游需求疲软等多方重压下持续下跌；今年春节后的行情和去年相似，3 月中价格跌至阶段性低点；在钢厂产量不太高的大环境下，旺季需求如约而至给处于低位的价格反弹创造了充分的条件，但 4 月中旬以后随着增量需求的逐步萎缩，加之产量快速攀升，有限的反弹后价格只能再度下跌，并且跌势一直持续到 6 月份。

图1: 螺纹指数走势图



资料来源: 文华财经

图2: 铁矿石指数走势图



资料来源: 文华财经

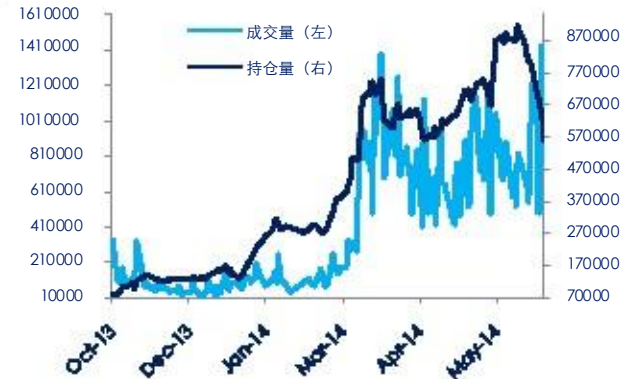
量能方面, 从螺纹指数的成交持仓来看, 今年上半年的特征大致可以归结为两大特征: 1、持仓总体呈现上升的趋势; 2、在价格下跌且创新低的过程, 持仓增加较大, 而价格反弹过程持仓高位回落。可见, 价格的跌跌不休与资金的穷追不舍是密切相关的, 上半年多数资金持看空观点。热卷期货上市至今总持仓量较有限, 初期恰逢价格反弹时间点, 持仓有所上升, 但 4 月中旬后随着价格的持续下跌, 持仓也不断下降, 这一方面反映了资金对热卷的参与度不太高, 另一方面也反映了多数入场资金对热卷走势不太看空。从铁矿石指数的持仓情况来看, 今年资金对铁矿石期货的关注度较去年显著上升, 持仓的波动情况和螺纹钢相近。

图3: 螺纹钢成交量与持仓量



资料来源: 文华财经

图4: 铁矿石成交量与持仓量



上半年钢材现货市场价格的波动趋势和期货市场大致相似。但值得一提的是, 以上海市场三级螺纹钢 HRB400 和螺纹钢期货主力合约收盘价为样本计算出的螺纹钢期现价差 (现货价-期货价) 在 3 月中旬前基本维持在-200 以下, 之后便显著扩大, 4 月-6 月多数时间是维持在-100 到 100 之间, 这说明了前期螺纹钢现货价格跌幅较大, 带动了期货价格的下跌, 而 4 月份之后期现则相互影响轮番下跌的过程。上半年铁矿石现货价格的波动也类同, 从期现价差 (现货价-期货价) 来看, 和螺纹钢不同的是, 铁矿石期现价差总体呈现缩小的趋势, 以京唐港 61%PB 粉矿和铁矿石期货主力合约收盘价为样本计算出的期现价差年初在 90-100 元左右, 6 月末该值降为负数。和螺纹钢正好相反, 年初现货价格较为坚挺, 3、4 月份之后随着自身供给压力的逐步显现和融资矿事件的不断发酵, 现货矿跌幅加速。

当前市场比较关注 6 月底以来的价格反弹会持续多久? 本报告试图将此次反弹和近两年需求增速下滑大环境下的历次反弹进行简单的对比, 看看此次反弹跟过去相比是否有本质差别, 借此判断此次反弹能否持续。

图5: 螺纹钢价差 (现货-期货)

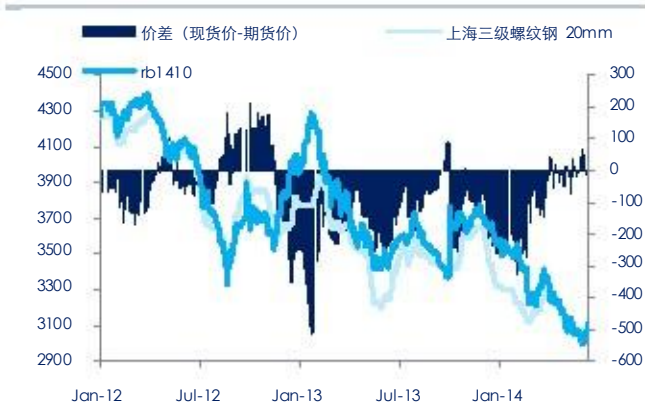
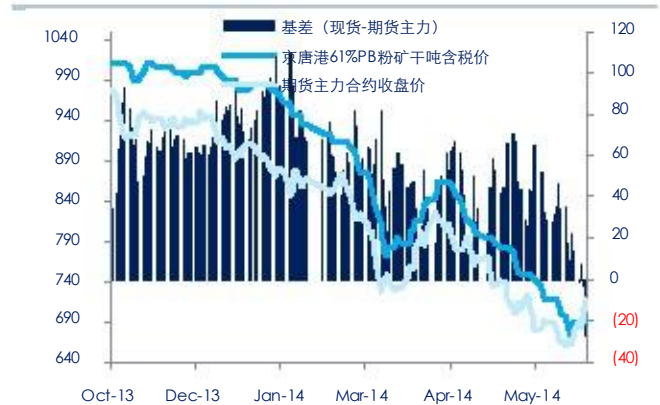


图6: 铁矿石价差 (现货-期货)



资料来源: Wind

二、以史为鉴：产量回升导致反弹结束

2012 年至今, 在宏观经济增速呈现下滑的大环境下, 钢铁行业共出现过两次幅度较大的反弹, 分别是在 2012 年 9 月中旬-11 月中、2013 年 6 月中旬-2013 年 8 月中旬的反弹。

2.1 2012 年 9 月中旬开始的反弹：需求恢复与供给下降

2012 年 9 月初, 钢价在经历了将近 3 个月的下跌之后迎来反弹, 并带动矿价、焦炭等价格也纷纷上涨, 其中矿价与钢价同步反弹但幅度更大, 焦炭反弹滞后于钢价, 反弹步伐出现分化与矿石、焦炭库存等供给状况不同有一定关系。在发弹初期, 由于钢价反弹先于焦炭, 幅度也大于铁矿石, 钢厂盈利显著改善, 但到了反弹后期, 约 10 月底 11 月初, 随着原材料铁矿石反弹幅度超过钢价, 钢厂盈利增幅放缓但依然维持较高水平, 再往后, 随着钢价的下跌盈利再度下滑。

表1:2012 年 9 月初开始的反弹, 矿价跟随钢价同步反弹, 但焦炭价格反弹滞后于钢价

类型	反弹起始时间	反弹起始价格	反弹结束时间	反弹结束价格	持续时间 (天)	反弹幅度
钢价指数	2012/9/7	3600	2012/10/30	3990	53	10.83%
矿石综合指数	2012/9/7	113.5	2012/11/9	132.6	63	16.83%
普氏指数	2012/9/13	97.75	2012/11/12	124.25	60	27.11%
上海二级冶金焦	2012/10/26	1450	2013/4/12	1780	168	22.76%

资料来源: Wind 西本新干线

2012 年 9-10 月份, 钢铁主要下游同比增速均有所上升, 其中交运、仓储及邮政固定资产投资同比增速环比恢复最为明显, 同时行业对于政府刺激政策投放预期较为强烈。

表2:2012 年 9 月开始, 钢铁主要下游增速同比均有好转趋势

时间	地产新开工面	水利、环境和公共设	交运、仓储及邮政业	挖掘机产量当	起重机产量当	混凝土机械当	汽车产量当	造船完工当	洗衣机产量当	空调产量当
积当月	积当月	积当月	积当月	月同比	月同比	月同比	月同比	月同比	月同比	月同比
同比	当月同比	当月同比	同比							

2012/7	-26.72%	17.45%	13.68%	-22.42%	17.51%	12.79%	12.30%	-56.37%	2.37%	-18.00%
2012/8	13.91%	22.51%	4.51%	-48.75%	10.54%	6.34%	8.20%	-50.21%	-1.43%	1.90%
2012/9	-24.03%	24.71%	31.68%	-47.76%	14.12%	6.41%	6.30%	-52.23%	10.02%	13.70%
2012/10	-6.43%	24.81%	32.34%	-48.02%	46.37%	-25.86%	3.80%	21.19%	2.03%	31.00%
2012/11	7.07%	14.70%	19.04%	-20.63%	43.74%	26.35%	3.90%	-40.85%	0.59%	17.90%

资料来源: Wind

前期盈利持续低位,重点企业粗钢日产量 2012 年 9 月份明显下降,随着钢价的反弹,钢厂盈利好转带动产量快速上升,从图 7 和图 8 清晰可见。

图7: 生铁、粗钢、钢材月产量 万吨



图8: 重点企业粗钢日产量 万吨



资料来源: Wind

此外,从表 3 和图 9、10 可见看出,无论是钢厂库存还是社会库存,在反弹中均处于下降通道中。

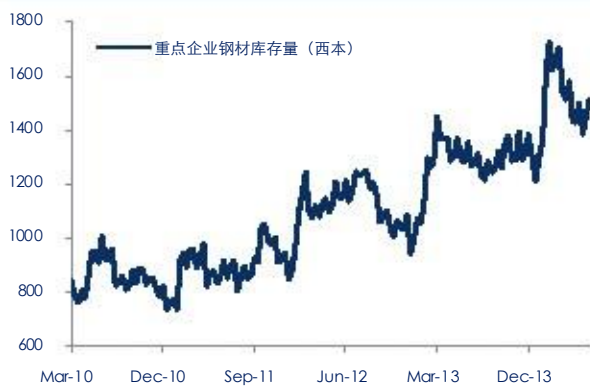
表3:2012 年 9 月开始,钢材社会库存持续下降

钢材社会库存	反弹期间库存变化(2012/9/14-2012/11/9)		
	反弹结束	反弹开始	下降幅度
总量	1208.48	1372.86	-11.97%
长材	604.87	686.57	-11.90%
板材	603.61	686.29	-12.05%
螺纹钢	489.34	558.58	-12.40%
线材	115.53	127.99	-9.74%
热轧	314.83	379.96	-17.14%
冷轧	160.09	163.81	-2.27%
中板	128.69	142.52	-9.70%

资料来源: Wind

图9: 企业钢材库存量

万吨



资料来源: Wind

图10:五个品种(螺纹钢、线材、热卷、中板、冷轧)的总社会库存量万吨

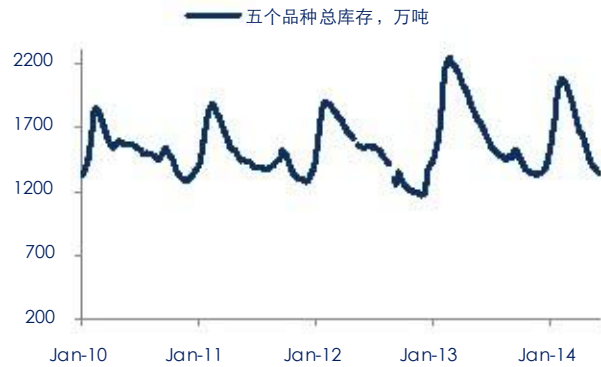
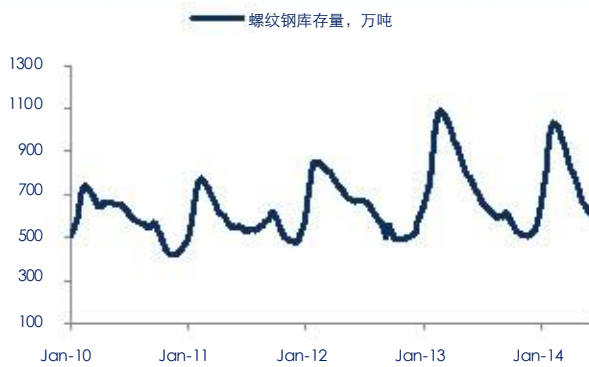


图11:螺纹钢库存量

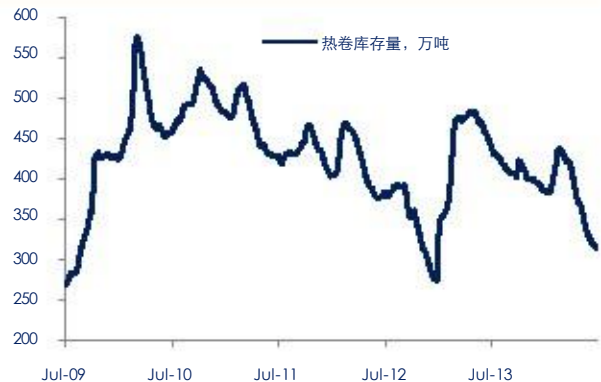
万吨



资料来源: Wind

图12:热轧库存量

万吨



2.2 去年 6 月中旬开始的反弹: 同样是需求恢复与供给下降

与 2012 年 9 月反弹情况相似, 本轮反弹同样是钢价、矿价明显领先于焦炭价格反弹, 在反弹初期也同样是钢厂盈利上升, 而随着反弹的结束, 行业盈利再度出现下滑迹象。在矿石产能制约尚且不大之时, 矿价和钢价同步反弹成为必然, 2013 年 6 月同样上演钢价、矿价同步反弹, 而焦炭价格则一如既往地滞后于前两者。期间钢材指数反弹幅度达到 10.78%, 分品种看, 螺纹钢、线材及热轧价格反弹幅度相对更大。

表4:2013 年 6 月底开始的反弹, 螺纹钢、线材及热轧价格反弹幅度相对更大

品种(上海)	反弹起始时间	反弹起始价格	反弹结束时间	反弹结束价格	持续时间(天)	反弹幅度
螺纹钢	2013/6/17	3220	2013/8/19	3650	63	13.35%
线材	2013/6/14	3260	2013/8/19	3560	66	9.20%
热轧	2013/6/4	3380	2013/8/28	3650	85	7.99%
冷轧	2013/8/14	4380	2013/10/16	4470	63	2.05%
中厚板	2013/6/6	3560	2013/9/5	3680	91	3.37%

资料来源: Wind

表5:2013 年 6 月底开始的反弹, 矿价略领先于钢价, 而焦炭价格反弹则同样明显滞后

类型	反弹起始时间	反弹起始价格	反弹结束时间	反弹结束价格	持续时间(天)	反弹幅度
----	--------	--------	--------	--------	---------	------

钢价指数	2013/6/18	3340	2013/8/20	3700	63	10.78%
矿石综合指数	2013/6/14	128.1	2013/8/16	141.3	63	10.30%
普氏指数	2013/6/14	113.75	2013/8/14	142.5	61	25.27%
上海二级冶金焦	2013/8/30	1330	2014/1/28	1350	151	1.50%

资料来源: Wind

2013 年 7-8 月份, 钢铁主要下游同比增速明显上升, 再往后需求出现调整, 制约了钢价的反弹力度。

表6:2013 年 7 月开始, 钢铁主要下游增速同比同样有较为明显好转

时间	地产新开工面积当月同比	水利、环境和公共设施业固定资产投资当月同比	交运、仓储及邮政业固定资产投资当月同比	挖掘机产量当月同比	起重机产量当月同比	混凝土机械当月同比	汽车产量当月同比	造船完工当月同比	洗衣机产量当月同比	空调产量当月同比
2013/3	-20.23%	36.91%	28.22%	-22.29%	7.49%	0.00%	12.40%	-6.47%	7.60%	24.30%
2013/4	14.54%	22.74%	26.90%	6.86%	7.46%	3.75%	18.30%	-2.48%	4.97%	3.80%
2013/5	-1.54%	36.07%	23.65%	23.74%	13.36%	-1.73%	15.77%	-50.44%	-1.80%	-13.57%
2013/6	14.18%	28.61%	15.57%	-7.18%	14.36%	-12.24%	13.35%	-64.74%	-1.31%	15.92%
2013/7	45.22%	20.00%	25.90%	-13.16%	8.23%	-13.24%	15.44%	31.31%	-0.05%	26.66%
2013/8	-20.14%	33.43%	34.28%	18.86%	16.41%	10.34%	14.58%	-13.25%	10.45%	24.59%
2013/9	41.29%	26.94%	18.90%	41.83%	14.99%	7.01%	17.45%	-2.40%	-3.38%	9.19%

资料来源: Wind

供给方面, 从图 7 和图 8 可以看出, 反弹初期 7 月份重点企业粗钢日产量相比 6 月份有所回落, 但 8 月份之后随着盈利的回暖, 钢厂开工率显著攀升, 产量重回高位, 最终和结果和前面那次反弹一样, 供给回升制约了钢价的反弹。

2013 年 6-8 月反弹阶段, 价格反弹依然带来钢厂和贸易商从主动去库到被动去库, 钢厂库存及社会库存环比持续下降, 从表 7 和图 9、10 可见看出。

表7:2013 年 6 月中旬以后, 除了中板外, 各品种钢材社会库存均处于下降通道中

钢材社会库存	反弹期间库存变化 (2013 年 6 月中旬-2013 年 8 月中旬)		
	反弹结束	反弹开始	变化值
总量	1607.75	1374.7	-14.50%
长材	933.4	726.68	-22.15%
板材	674.35	648.02	-3.90%
螺纹钢	734.37	595.15	-18.96%
线材	199.03	131.53	-33.91%
热轧	386.88	360.56	-6.80%
冷轧	162.99	160.43	-1.57%
中板	124.48	127.03	2.05%

资料来源: Wind

经验总结:

通过回顾以上两次反弹, 我们发现, 需求回暖叠加前期供给调整带动钢价反弹成为两次行业反弹时期的共同特点, 反弹趋势最终都被盈利恢复刺激供给上升过快导致的供需格局恶化所终结。反弹未能持续的核心原因在于产能过剩并未得到根本性解决, 而需求增速下降的大环境使得行业在价格和盈利反弹后仍会有创新低

的表现。

表8:两次反弹期间,各指标变动情况

盈利反弹区间	钢价表现	矿价表现	焦炭表现	供给表现	需求表现	库存表现
2012年9月中旬-11月中旬	反弹	反弹,与钢价同步	反弹,滞后于钢价	反弹时处低位,跟随反弹上升	2012年9-10月,下游同比增速逐步上升	库存处于下降通道
2013年6月中旬-8月中旬	反弹	反弹,与钢价几乎同步	反弹,滞后于钢价	反弹时处低位,跟随反弹上升	2013年7-8月,下游同比增速逐步上升	从主动去库到被动去库

资料来源:江海汇鑫期货研究部

表9:供给上升抑制盈利改善,需求下滑带动盈利回落

反弹结束	钢价表现	矿价表现	供给表现	需求表现
2012年11月中旬	反弹受阻	前期反弹幅度超过钢价后期跟随钢价下跌	高位开工率跟随盈利下降	2012年11月,下游同比增速有所回落
2013年8月中旬	反弹受阻	跟随钢价下跌	高位开工率跟随盈利下降	2013年9-10月,下游同比增速有所回落

资料来源:江海汇鑫期货研究部

三、本次反弹:需求维稳,谨防供给风险

2014年,一方面经济转型的大基调决定了钢铁下游需求大幅增长的概率已经不大,另一方面倾向于维稳的政策倾向将使得下游需求保持相对平稳的态势。从数据上来看,最新公布的2014年1-5月份房地产开发投资30738亿元,同比名义增长14.70%,增速比上个月降低了1.7个百分点,达到了2010年年初至今的最低值。尽管房地产市场增速放缓,销售降温,开工出现负增长,但正因为前期增速下滑速度较快,为后期增速企稳创造了较好的条件。铁路基建投资这块,根据我们前期报告中的分析,随着中铁总调高全年投资计划,预计后期铁路基建投资或稳中有升。从全社会用电量同比增速下滑趋势已有所缓解、汇丰制造业PMI指数回升至扩张区间这些宏观指标的变动也可以看出,下半年需求继续维稳仍是大概率事件。

供给方面,此次价格反弹带来的钢厂盈利好转,但高炉的开工率上升较为缓慢,这一方面是由于信贷融资、环保方面的约束,检修复产相对迟滞;另一方面,由于产能问题相对严重,本轮反弹过程螺纹钢品种盈利恢复力度不足,中小钢厂盈利预期相对谨慎,一定程度影响了复产的进度。我们认为,产能过剩并未得到改变,只要相对高位的盈利维持,产量释放只是时间问题,供给压力终将显现。根据中钢协公布的数据,月上旬全国粗钢日产量达到228.76万吨创下了近年来历史最高水平,6、7月产量环比或继续小幅攀升,后期随着盈利的下降,产量或会有所回落,但总体而言,今年在开工率不太高的情况下,产量回落的空间受限。

图13:全国高炉开工率

%

图14:河北高炉开工率

%



资料来源: Wind

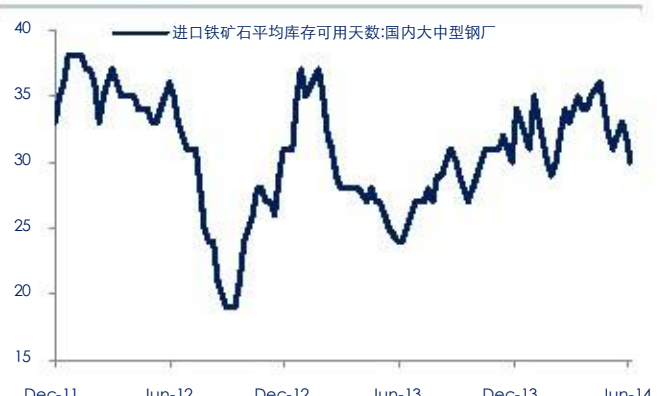
库存方面, 还将遵循季节性波动的特征。对于社会库存, 延续前期报告中的观点, 库存只是需求变化的结果, 库存压力不大或者库存阶段性见底的结论都是针对特定时期下的需求状况而言的, 很难独立于需求对库存压力的高低做出判断。简单就历史数据来看, 社会库存下降并非达到降无可降的地步 (参看图 10、11、12)。过去 7 年的经验表现, 社会库存的年内低点一般出现在第四季度 (除了 2009 年基建需求刺激和信贷扩张导致库存持续上升以外), 而且除 07、09 年以外, 历年同期的社会库存后续环比仍存一定的下探空间, 和去年类似, 今年年底的冬储力度仍较有限。钢厂库存, 前期的报告中我们曾提出关注重点企业钢材库存能否有效跌破 1400-1500 万吨这一区间, 前期钢厂库存也确实下降到了 1385 万吨后再度回升, 预计下半年维持高位的可能性较大。

对于原材料铁矿石价格而言, 今年价格区间已明显下移, 去年普氏指数的价格中枢在 130 美元附近, 今年市场上普遍认同价格波动中枢在 100-110 美元附近, 较去年下移了将近 20% 左右。前期普氏指数下跌到 89 美元后强劲反弹, 这已经处于历史相对较低水平了, 虽然铁矿石从产业链议价能力有所下降, 但边际成本定价和国内高位钢铁产量继续增长使得目前的铁矿石价格可能得到较强的成本支撑, 矿价继续下探空间受限, 下半年或维持低位弱势震荡运行。

图15: 澳洲铁矿石发货量 万吨



图16: 国内大中型钢厂平均铁矿石库存可用天数 天



资料来源: Wind

总之, 我们认为同样是因为盈利的被动收缩和需求阶段性企稳共同带动的供需格局改善, 而后期需求继续维稳是大概率事件, 产能过剩并未得到改变, 只要相对高位的盈利维持, 产量释放只是时间问题, 供给压力终将显现。库存还将遵循季

节性波动的特征，和历年同期一样，社会库存后续环比仍存一定的下探空间，今年年底的冬储力度仍较有限。钢厂库存预计下半年维持高位的可能性较大。今年市场上普遍认同价格波动中枢在 100-110 美元附近，矿价继续下探空间受限，下半年或维持低位弱势震荡运行。

四、2014 年下半年市场展望

通过对比 2012 年至今同样是在宏观经济增速呈现下滑的大环境下，钢铁行业的两次反弹，我们发现，需求回暖和供给调整是带动钢价反弹的共同特点，而有限的反弹后，盈利恢复刺激供给上升过快导致的供需格局恶化所终结，反弹结束后价格仍会有创新低的表现。

对于本次反弹，我们认为同样是因为盈利的被动收缩和需求阶段性企稳共同带动的供需格局改善，而后期需求继续维稳是大概率事件，产能过剩并未得到改变，只要相对高位的盈利维持，产量释放只是时间问题，供给压力终将显现。

下半年我们仍维持前期的观点，从基本面看，无论是螺纹还是铁矿石都还未到止跌反转的时候，中长期弱势还将延续。虽然 6 月下旬价格低位止跌反弹，但应谨慎看待反弹的幅度和高度，有限的反弹后还将延续弱势，下半年总体将呈现低位弱势盘整的格局。操作上，建议短期观望，等待逢高抛空的机会

免责声明

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江海汇鑫期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被江海汇鑫期货有限公司认为可靠，但江海汇鑫期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而江海汇鑫期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。江海汇鑫期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江海汇鑫期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

江海汇鑫期货有限公司2014版权所有。保留一切权利。

沈阳总部

地址：沈阳市沈河区青年大街51号商会总部大厦B12楼

邮编：110000

电话：(024)308888

传真：(024)22941095

网址：<http://www.hxqh.com>