

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

产业利润压缩有限 中期反弹仍可期

李金涛/封帆

一德研究院

李金涛

有色金属分析师
期货从业资格号：
F3015806
投资咨询从业证书号：
Z0013195
lgt00@163.com

封帆

有色金属分析师
期货从业资格号：
F3036024

一德研究院 有色金属研究中心

电话：(022) 28130235
网址：www.ydqh.com.cn
地址：天津市和平区徐州道12号万通中心802-804
邮编：300051

■ 内容摘要

- 截止6月底，全国电解铝加权平均生产成本在13600元/吨左右，估算国内铝冶炼行业平均盈利在400元/吨左右，企业盈利情况可观。目前电解铝生产原料中阳极价格接近成本，氧化铝利润空间已经大幅下降，预计三季度氧化铝和电解铝板块还有少部分的利润压缩空间，但空间已不大。
- 国内延续打击非法采矿行动，导致国内铝土矿供应紧张，但还没有影响到氧化铝企业正常生产的地步。也有部分国内企业将目标转向海外投资矿山，海外建厂。
- 上半年氧化铝已投产产能180万吨，后期依托港口使用进口铝土矿的氧化铝新项目正在建设，锦州盖州等地区规划产能1300万吨，但项目规划投产期在2019-2020年。在国内电解铝供应封顶的情况下，若氧化铝新项目的投产得不到抑制，氧化铝供应将逐步走向供应过剩，所以北方这些港口项目是否为加工转口性质有待观察。
- 2018年1-5月份中国电解铝产量1482万吨，同比减少46万吨。受利润因素等影响，今年电解铝投复产增速不及预期，但仍在稳步推进过程中，短期产量增加仍为大趋势。
- 目前铝需求端逐渐转淡，铝锭库存下滑速度有所放缓，预计在第三季度库存会出现止跌，从全年供需看今年供应增量略低于消费增量，去库存仍为大概率。LME铝库存整体保持下滑态势，但受美国制裁俄铝事件影响，在制裁日期前大量俄铝牌号交仓，导致LME铝库存激增，不过这并不影响海外市场供应短缺的事实。
- 从铝下游行业需求来看，主要行业均面临着放缓，需求增速亮点不够或者未形成气候，铝需求起色不大，全年或保持在4%-5%增长，中期仍能提供足够支撑。

■ 核心观点

基于行业面看我们对下半年铝市并不悲观。上半年电解铝产量压制效果开始体现，需求端中期内仍有足够支撑，今年有望实现全年小幅去库存，能够扭转铝绝对过剩的预期。国内的环保政策会长期驱动产业成本逐渐提升，推动铝价值走高。

三季度铝市的主要风险来自于不稳定的国际经济环境，中美贸易战造成宏观预期变动，对铝市来说存在较高变数。近期人民币加速贬值是为缓解贸易战冲击的提前布阵。中美两国同是全球最大的两个成熟经济体，我们判断贸易战难以避免但规模可控。

策略上，如果三季度贸易战如期爆发，那么叠加三季度需求相对较弱时，会出现下半年价格方面的阶段性低点，可等待机会低位买入。

目录

1. 行情回顾及主要观点	3
2. 国内铝供需平衡	3
3. 电解铝成本分析	4
4. 产业链分析	6
4.1 铝土矿国内紧张国外平稳.....	6
4.2 氧化铝供应充裕 后期投产压力大.....	6
4.3 电解铝价格受扰动 产能投放不及预期.....	8
4.4 去库存仍为大概率，但趋势转缓.....	10
4.5 铝水铸棒渐成主流.....	11
4.6 下游需求有支撑.....	11
5. 后市观点	14
免责声明	15

1. 行情回顾及主要观点

2018 年上半年国内铝行业政策环境平稳，国内铝价在二季度消费回暖的背景下逐渐摆脱了一季度的弱势，但是海外风云突变，美国制裁俄铝以及海德鲁氧化铝停产事件，催化国外铝锭和氧化铝价格双双走出一波不小的上涨行情，国内被动跟涨，与此同时沪伦比值创下五年来新低。不过随后俄铝事件的平息以及中美贸易战逐渐升温，资本出逃明显，国际国内铝价迅速回落，政治因素主导的行情充分释放后，国内铝价回归基本面主导的合理区间运行。

下半年我们对铝市持谨慎乐观的观点，主要逻辑在于：首先，经过去年供给侧改革后，今年电解铝呈现去库存的总基调，虽然总体上去库存可能不明显，但是初步扭转了电解铝行业绝对过剩的预期。其二是在国内经济转型战略下环保高压具有长期性，这将主导铝原料价格及冶炼成本不可逆转地向上抬升，铝产业上下游板块在经过充分的利润博弈后，最终会将产业成本向终端转移，铝价重心上移是个长期过程。其三，今年下游消费增速整体稳定，上半年新增产能投放不及预期，下半年预计投放项目更少，电解铝总产能规模可控。其四，人民币持续贬值将拉动国内铝材出口，缓解贸易战带来的冲击。不过下半年面临的主要风险来自于不稳定的国际经济环境，中美爆发贸易战可能性极高，以此带来宏观政策多变，对铝市来说存在较高变数。如果三季度贸易战如期爆发，我们姑且认为规模可控，那么仍然对未来铝市呈乐观态度，且认为叠加三季度需求相对较弱时，会出现下半年价格方面的阶段性低点。

2. 国内铝供需平衡

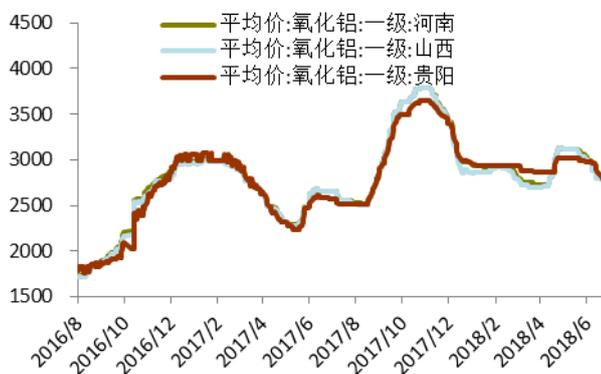
表 2.1 中国铝供需平衡表

中国 (万吨)	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2018Q1	2018Q2E	2018Q3E	2018Q4E
氧化铝产量 (金属量)	2276	2603	2863	3132	3527	3653	843	920	940	950
氧化铝净进口量 (金属量)	182	258	214	144	151	37	9	10	8	10
氧化铝供应量 (金属量)	2458	2861	3077	3276	3678	3690	852	930	948	960
废铝净进口量 (金属量)	250	230	209	210	180	181	43	46	47	45
电解铝产量	2400	2800	3128	3248	3659	3732	884	930	962	956
电解铝净进口量	26	17	12	18	10	2	-3	2	2	1
电解铝供给量	2426	2817	3140	3266	3669	3734	881	932	964	957
电解铝需求量	2390	2660	2720	3280	3450	3751	835	981	970	965
电解铝供需平衡	36	157	420	-14	219	-17	46	-49	-6	-8

数据来源：阿拉丁、国家统计局、一德研究院

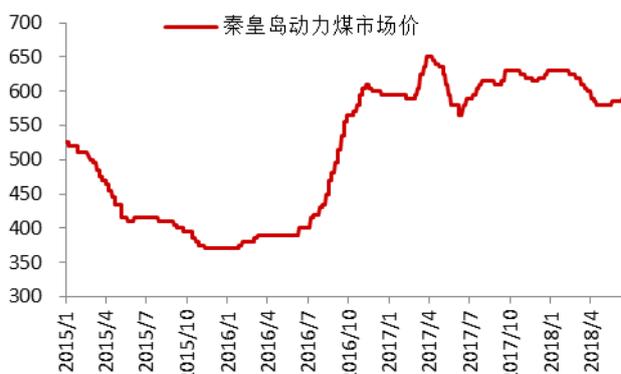
3. 电解铝成本分析

图 3. 1: 国内氧化铝价格



数据来源: wind、一德研究院

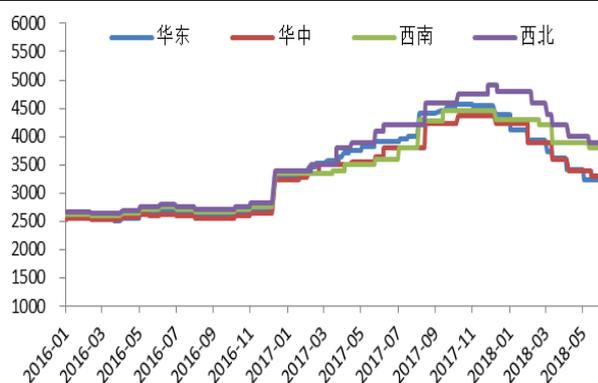
图 3. 2: 动力煤价格走势



数据来源: wind、一德研究院

历过 2017 年底采暖季限产的过分炒作后, 氧化铝价格回归理性价位 2700-3000 元/吨, 2018 年上半年氧化铝企业长期维持低利润生产。2 季度开始, 俄铝受制裁以及海德鲁巴西氧化铝厂因污染被强制停产 300 万吨, 短期造成海外氧化铝供应紧张, 巴西氧化铝成交价格一度达到 800 美元/吨创历史新高, 中国氧化铝出口市场首次打开, 并成功签订出口订单 30 万吨 (其中包含港口库存转口), 国内氧化铝价格受此拉动上涨至 3200-3300 元/吨。好景不长, 进口氧化铝高位回落至 440 美元/吨, 中国氧化铝出口窗口关闭, 使得国内氧化铝价格走低至 2750-2800 元/吨。

图 3. 3: 预焙阳极价格



数据来源: wind、一德研究院

今年阳极从供应紧缺转为供应过剩，变化主要发生在河南地区。河南不同于山东碳素厂规模大而全，河南的碳素厂分工细而且好转化，有的厂商做石油焦有的主做煨后焦，这样以来建厂成本低而且建厂效率高，目前碳素产业已经具备不小规模，但是不好纳入统计。目前已有贸易商将各段碳素加工做资源串联。2018 年二季度随着采暖季结束以及新项目的陆续投产，阳极供应过剩局面持续，阳极价格一落千丈已跌至 3300-3800 元/吨。

图 3.4：电解铝二季度末平均生产成本

原材料	吨铝消耗	单价	金额	备注
氧化铝	1.93	2790	5385	
阳极炭块	0.48	3700	1776	
氟化铝	0.02	9500	190	
冰晶石	0.01	6000	60	
电力成本	13500	0.31	4185	自备电、网电加权
其它经营成本			2000	
综合生产成本			13596	全国成本加权

数据来源：一德研究院

图 3.5：国内铝企加权成本及平均盈利



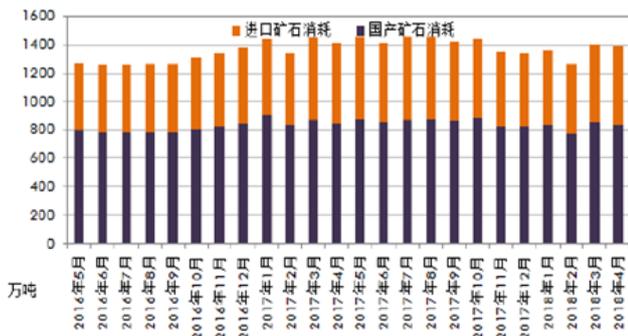
数据来源：一德研究院

根据我们试算截止 6 月底，全国电解铝加权平均生产成本在 13600 元/吨左右，按 6 月现货价 14000 元/吨的价格，估算国内铝冶炼行业平均盈利在 400 元/吨左右，企业盈利情况可观。目前电解铝生产原料中阳极价格接近成本、氧化铝利润空间已经大幅下降，预计三季度氧化铝和电解铝板块还有少部分的利润压缩空间，但空间已不大。

4. 产业链分析

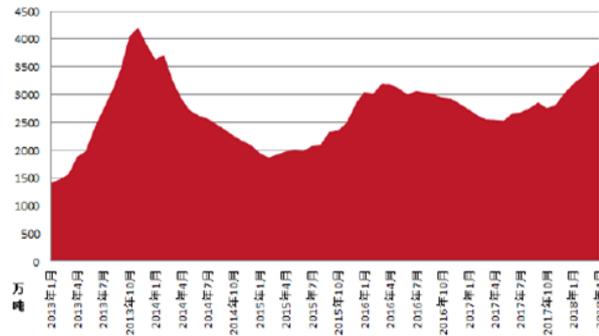
4.1 铝土矿国内紧张国外平稳

图 4.1.1: 铝土矿消耗统计



数据来源: wind、一德研究院

图 4.1.2 主要企业进口铝土矿库存

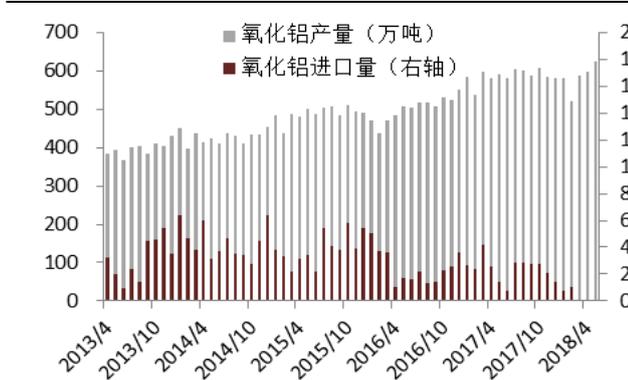


数据来源: 海关总署

国内继续打击非法采矿行动，山西展开两个月的专项整顿行动，导致国内铝土矿供应紧张，尤其是孝义、交口等氧化铝企业较为集中的地区，个别氧化铝企业被迫开始试用进口铝土矿。海外铝土矿供应充足稳定，进口矿订单量增加，据阿拉丁统计进口铝土矿库存 3600 万吨左右，可维持企业正常生产 6.5 个月，后期仍有继续增加的可能性。迫于国产铝土矿开采未来持久性的环保检查，目前国内企业将目标转向海外投资矿山，海外建氧化铝以及中国沿海地区建氧化铝厂，但几内亚澳洲等地的丰富资源，预期近几年国内铝土矿供应并不会影响到氧化铝的正常生产。

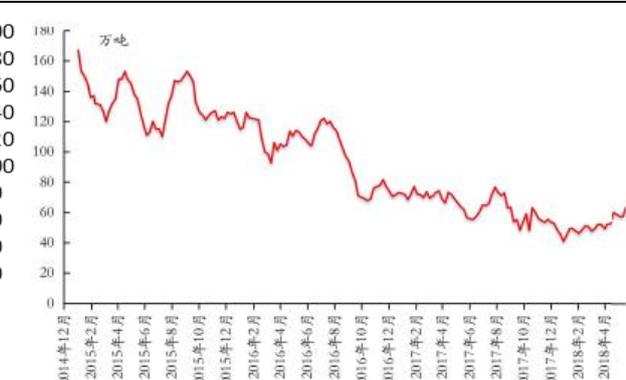
4.2 氧化铝供应充裕 后期投产压力大

图 4.2.1: 氧化铝月产量及进口量



数据来源: wind、一德研究院

图 4.2.2 氧化铝港口库存



数据来源: 我的有色网

今年 1-5 月全球氧化铝（包括中国）产量为 5084 万吨，同比减少 299 万吨，主要由于中国采暖季限产导致氧化铝产量减少，中国氧化铝产量 2880 万吨，同比减少 210 万吨。据统计，2018 年中国氧化铝待投产产能 1470 万吨，受资金政策及利润等因素影响，预计大概率投产产能达到 670 万吨，上半年已投产产能 180 万吨。后期依托港口使用进口铝土矿的氧化铝新项目或将陆续建设投产，锦州盖州等地区规划产能 1300 万吨，但项目规划投产期在 2019-2020 年。在国内电解铝供应封顶的情况下，若氧化铝新项目的投产得不到抑制，氧化铝供应将逐步走向供应过剩的阶段，在国内铝土矿供应紧张的前提下，氧化铝行业利润将会长期面临亏损，所以北方这些港口项目是否为加工转口性质有待观察。

表 4. 2. 3: 2018 年氧化铝计划投产项目

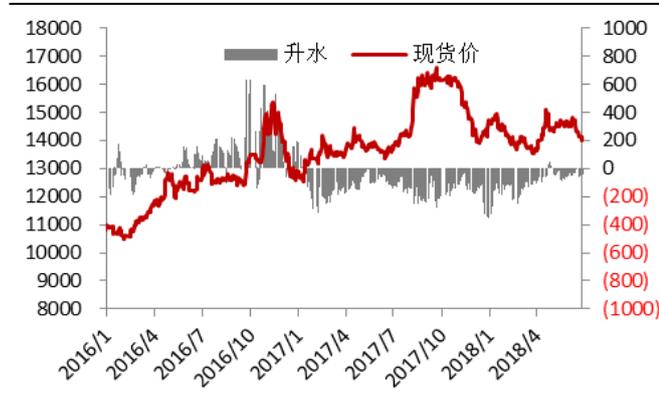
省份	企业名称	计划新增	省份	企业名称	计划新增
山西	山西信发	160	贵州	贵州广铝	60
	山西复晟	80		中电投贵州	100
	晋中化工	100	广西	天桂铝业	80
	山西同德	100		文山铝业	60
	华庆铝业	30		中铝防城港	400
	田园化工	40	重庆	南川先锋	30
	柳林森则	60	内蒙古	内蒙古鑫旺	50
	山西其亚	120			
总计					1470

数据来源：我的有色网、一德研究院

进出口方面，2018 年 1-5 月份进口总量仅为 30.5 万吨，同比下滑 76.8%，创 2002 年以来新低，2017 年全年氧化铝进口量 286.5 万吨。进口量大幅度下滑的主要原因是俄铝制裁及海德鲁事件导致海外氧化铝供应紧张，内外氧化铝价格倒挂。5 月份中国氧化铝出口量为 9 万吨，净出口 7 万吨，据了解 6 月份广西将有 3 船氧化铝离港，此次出口窗口打开，广西地区出口量 10-15 万吨，山东地区出口量 6 万吨。截止 2018 年 6 月 22 日，中国主要港口氧化铝库存为 62.4 万吨，在去年同期为 57.5 万吨，其中包含青岛港约 20 万吨不可用氧化铝，由于进口量的逐年减少，港口库存也逐步转为内贸氧化铝。

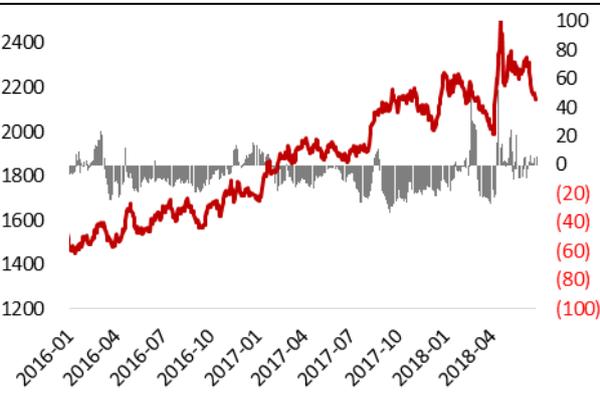
4.3 电解铝价格受扰动 产能投放不及预期

图 4.3.1：沪铝现货价及升贴水



数据来源：wind、一德研究院

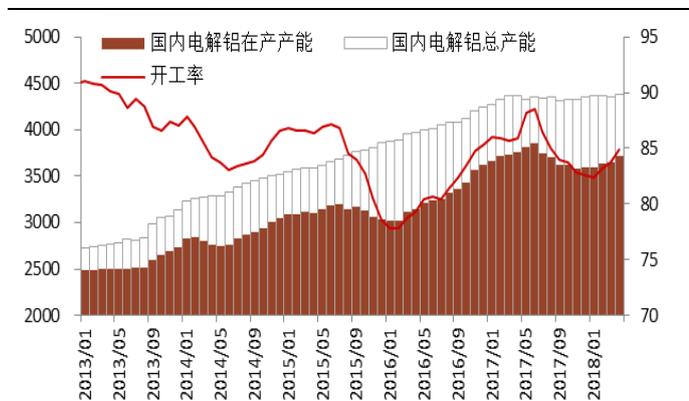
图 4.3.2：伦铝现货价及升贴水



数据来源：wind、一德研究院

上半年采暖季期间受环保影响以及春节停产放假影响，下游加工企业开工率不高，电解铝库存进入传统累库阶段并创历史新高 220 多万吨，高库存压制沪铝价格下滑至 13700 元/吨，现货深度贴水。二季度国际风云突变，美国宣布对中国铝制品提高关税，中国铝材出口美国受阻，严重打击了国内的消费预期；不久美国又突然宣布对俄铝制裁，欧洲及日本相继表态禁止使用俄铝产品，导致海外市场铝供应短缺预期加剧，市场一时众说纷芸，在情绪和资金力量推动下 LME 铝价格走出两周涨幅 35%的罕见行情，创下 2718 美元/吨的历史高位，国内市场铝价此时被动跟涨，沪伦比值低创五年来最低。而在美国方面做出暗示，俄铝方面顺水推舟做出妥协后，俄铝事件降温，国内外铝价快速回落，事件行情得到修复。

图 4.3.3：国内电解铝产能产量



数据来源：阿拉丁、一德研究院

据国际铝业协会统计，2018年1-5月份全球电解铝产量2643万吨，同比减少17万吨，产量的下滑主要源于中国供给侧改革及采暖季限产的原因。2018年1-5月份中国电解铝产量1482万吨，同比减少46万吨。2017年中国电解铝产量3660万吨，供给侧改革不断深入，中国电解铝合规产能基本确定为4300-4400万吨，虽然受利润因素等影响，今年电解铝投复产增速不及预期，但仍在稳步推进过程中，短期产量增加仍为大趋势，预计2018年产量达到3800万吨。

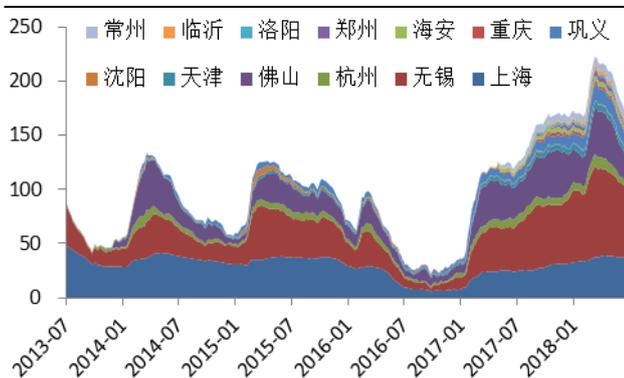
图 4.3.4 2018 年电解铝投复产产能计划情况

省份	铝厂	Q1	Q2	Q3	Q4	规划产能	备注
河南	永登铝业	0	3.6		0	3.6	3月底启动电解铝槽
	焦作万方		12.9			12.9	3月底开始复产，速度偏慢
	中孚实业		14.1			14.1	取暖季结束，根据价格来定复产计划
	林丰铝业		7.5			7.5	3月底缓慢复产，4月完成
	河南万基		16.5			16.5	取暖季结束小量复产
	豫港龙泉		18			18	3月底开始复产，速度偏慢
广西	百色百矿	10	15	15	20	60	隆林20，德保30，田林30
	苏源投资	5		10		15	建成10，指标20万，2017年运行5万吨
	广西信发	7	4			11	2月末3月初开始复产
	来宾银海2期	10	15			25	2018年2月份还有5万吨没有投产4月份全部投完
	中铝广西(华磊新材料)	10	10			20	置换中铝广西15万吨，目前投产30万吨，剩余10万吨4月18日开始投产
	内蒙古	包头铝业(华云新材料)		10	10		20
内蒙古联川		5	15			20	置换产能，用锦联的设备，已经投产
内蒙古锦联		5	5	0		10	置换产能10万吨
内蒙古创源		10	15			25	置换河南指标25万吨，3月份运行7万吨
内蒙古固阳(东方希望)			20	30		50	置换东岳能源泰山铝业6.4万吨，湖南创元铝业32.7万吨等
蒙泰铝业		10	10			20	置换大屯铝业10万吨，3月底全部投产完成。另外再交易35万吨指标，其中10万吨来自曲靖铝业
青海	黄河水电再生		5	10	10	25	2017年复产25万，2018年继续复产
宁夏	青铜峡铝业	5				5	1季度复产完成
新疆	新疆其亚	0	25	13		38	置换四川其亚38万吨，目前在置换去云南，所以投产会偏慢。
山西	太原东铝		4			4	取暖季结束
	兆丰铝业		7			7	取暖季结束
云南	昭通水电铝	0	20	20	30	70	鲁甸地震灾后重建重点项目
	大理鹤庆				10	10	电解槽500KA，一期21.04万吨，二期3.87万吨，置换东源1.3楚雄滇中铝业0.76，盈江星云1.81万。
山西	中铝华润	0	25	15	10	50	计划9月30日开始启槽，中铝项目均有指标
贵州	登高新材料	10	10	10		30	1季度投产
	贵州华仁	10	15			25	置换中铝贵州35万吨，计划8月28日开始启槽。目前投产30万吨，速度放缓。4月中旬投产第四段
陕西	陕西美鑫	0	20	10		30	铜川24万，长安4，全源2万
重庆	重庆天泰	7				7	2017年3万吨，2018年7万吨，1季度投产完成
甘肃	甘肃中瑞	0	5	5		10	甘肃鸿泰于2015年更改为甘肃中瑞铝业有限公司，属于山煤集团。1期10万吨，2期50万吨。1期有连城和兰铝的10万吨批文。目前230KA电解槽安装完毕

数据来源：我的有色网

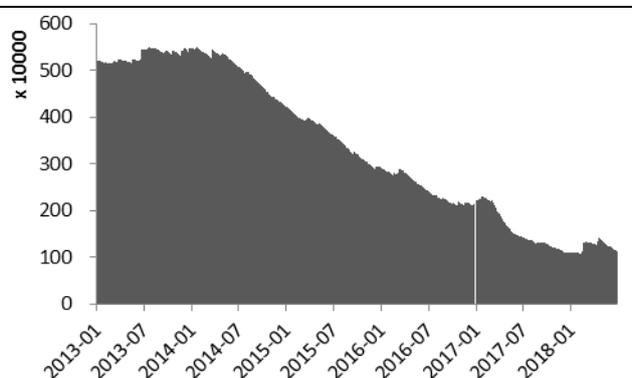
4.4 去库存仍为大概率，但趋势转缓

图 4.4.1：铝锭社会库存



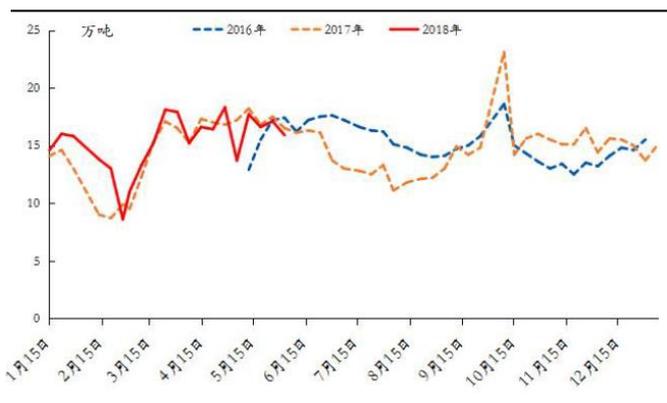
数据来源：wind、一德研究院

图 4.4.2：伦铝库存



数据来源：Wind、一德研究院

图 4.4.3：铝锭出库量

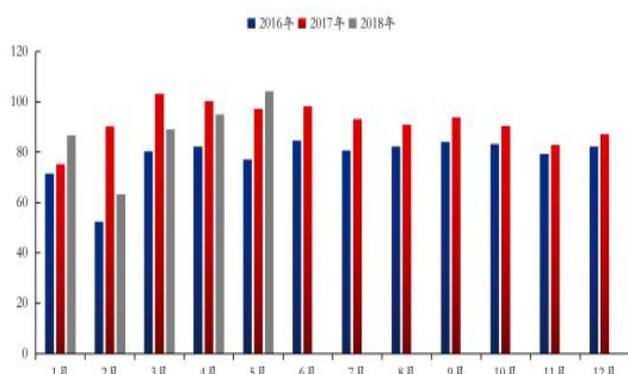


数据来源：我的有色网

一般春节后随着下游需求复苏，会伴随着去库存现象。截止2018年6月底，铝锭社会库存约167万吨，从3月中旬库存最高222万吨算起，库存下降了55万吨，下降幅度约25%。其中从4月中旬开始进入快速去库存阶段。横向比较，今年上半年去库存进程要明显高于去年，一方面经过去年供给侧改革，上半年电解铝供应量同比负增长；另一方面，铝厂向下游延伸，铝水就地消化比例持续提高，压缩铸锭量，导致铝锭入库量减少。但统计2014-2017年上半年去库存平均为24%，目前降幅与前几年平均值相当。上面介绍过今年电解铝新增产能投放速度不及预期，上半年新增产能290万吨，至6月复产的有70万吨，计划下半年投产产能为125万吨，但保守估计下半年能达产贡献产量仅有20万吨。目前铝需求端逐渐转淡，铝锭库存下滑速度有所放缓，预计在第三季度库存会出现止跌，但下半年供暖季限产仍将施行。从全年供需看今年供应增量略低于消费增量，去库存仍为大概率。LME铝库存整体保持下滑态势，但受美国制裁俄铝事件影响，在制裁日期前大量俄铝牌号交仓，导致LME铝库存激增，不过这并不影响海外市场供应短缺的事实。

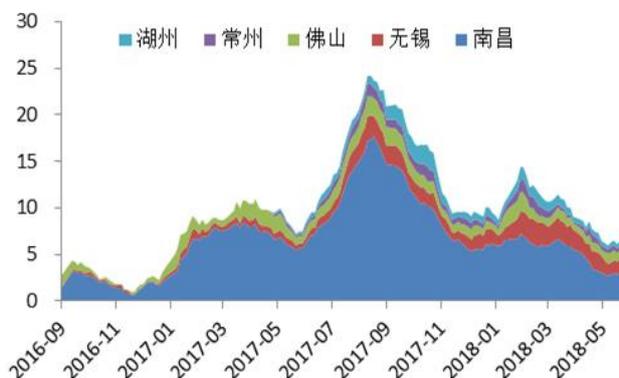
4.5 铝水铸棒渐成主流

图 4.5.1: 2016-2018 全国铝棒产量 (万吨)



数据来源: 我的有色网

图 4.5.2: 铝棒库存

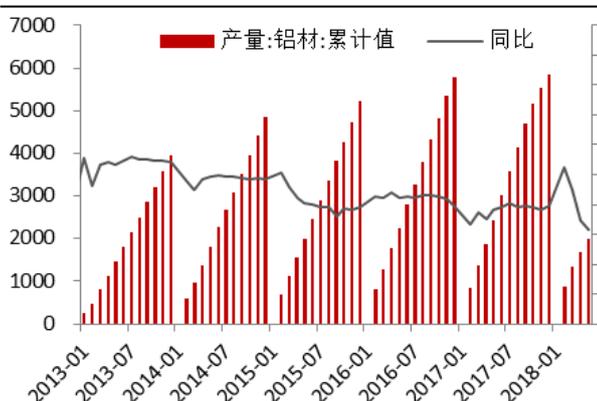


数据来源: wind、一德研究院

铝棒在最近 4 年蓬勃发展产量逐年递增，2017 年铝棒产量突破 1000 万吨，电解铝企业自配套铝棒厂，进而减少铝锭产量，铝棒成为市场终端消费另一主流趋势。2018 年随着环保严格以及需求减弱的影响，预计铝棒产量将有所下滑。2017 年铝棒建成产能近 2000 万吨，开工率 62%，据我的有色网统计，目前铝棒仍有 400 万吨计划新增产能计划。伴随铝棒产业连年扩张，五地铝棒现货显形库存也在逐年增加，2017 年三季度五地总量刷新高位，逼近 25 万吨。2018 年一季度铝棒库存量大体增加，二季度起消费强劲总库量整体呈明显下滑趋势，铝棒库存波动也能够作为消费情况的一个参照。

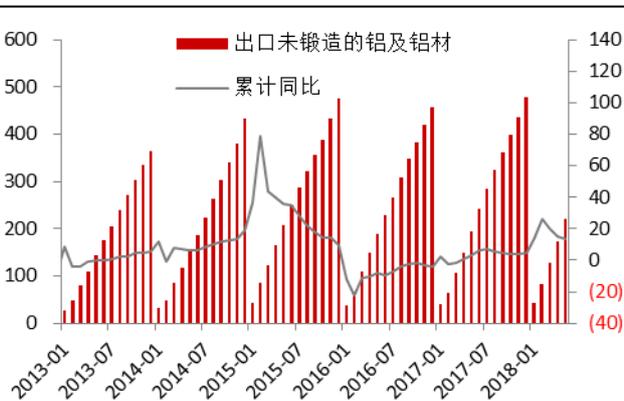
4.6 下游需求有支撑

图 4.6.1: 国内铝材产量



数据来源: wind、一德研究院

图 4.6.2: 未锻造的铝及铝材出口



数据来源: wind、一德研究院

从下游消费量来看，国内 2018 年 1-5 月铝材累计产量 1995.90 万吨，同比仅增加 1.7%。环比看上半年铝材产量下降，反映下游开工意愿普遍不高，可能的原因是一方面经过去年的供给侧改革，铝产量确实得到了抑制，另一方面可能在于环保压力造成中小型加工企业停限产，导致开工率不足。

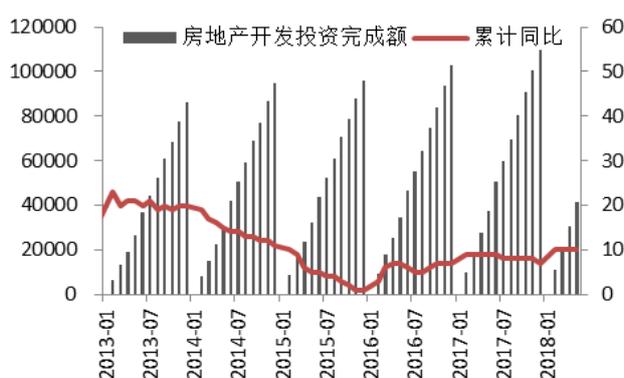
出口方面，由于上半年美国对俄铝制裁推高了国外市场铝价，国内铝加工品出口盈利大增，激发铝材出口出现明显增长。中国海关总署公布的数据显示，中国 4 月未锻轧铝及铝材出口量为 37.2 万吨，环比下滑 17.5%，同比依然维持 43.48% 的高增长速度。1-4 月未锻轧铝及铝材出口量为 81.7 万吨，累计同比增加 25.69%。不过随着俄铝事件最终以俄铝让步平息，内外铝比值回归正常，不过我们看到经过中美贸易战发酵引起人民币加速贬值，理论上利好铝材产品出口，但贸易战对铝出口的商业影响会抵消一部分利好，后期铝材出口预计增量有限。

图 4.6.3: 新屋开工面积累计和同比



数据来源: wind、一德研究院

图 4.6.4: 房地产开发投资完成额和同比



数据来源: wind、一德研究院

建筑仍然是铝消费的最重要部分。统计局数据显示，2018 年 1-5 月份，全国房地产开发投资 41420 亿元，同比名义增 10.2%。房屋新开工面积 72190 万平方米，增长 10.8%，增速提高 3.5 个百分点。其中，住宅新开工面积 53098 万平方米，增长 13.2%。房屋竣工面积 30484 万平方米，下降 10.1%。其中，住宅竣工面积 21138 万平方米，下降 12.8%。1-5 月份，房地产开发企业土地购置面积 7742 万平方米，同比增长 2.1%。房屋销售方面，目前核心一、二线城市限购较大地削弱了贷款买房人群购买力，而三、四线城市考虑到棚改及货币化安置力度减弱，也使购买力下降，三、四线房地产销售的高增速难以维系，预计 2018 年全年商品房销售同比增速将收在约-2%。而且房地产行业在去杠杆政策背景下，再融资环境的大幅收紧对扩充资源的能力造成明显制约。我们持对房地产开发投资边际悲观的看法，预计 2018 年行业开发投资增速将小幅增长约 3% 左右。不过虽然对房地产后市比较悲观，但这个走弱或是一个长期过程，目前数据同比还能保持稳定，对需求端依然有所支撑。

图 4. 6. 5: 汽车产量累计和同比



数据来源: wind、一德研究院

图 4. 6. 6: 电网投资建设累计和同比



数据来源: wind、一德研究院

汽车方面，中国汽车工业协会数据，1-5月中国汽车产销分别完成1176.8万辆和1179.2万辆，产销量比上年同期分别增长3.8%和5.7%。值得一提的是，1到5月，新能源汽车产销均完成32.8万辆，比上年同期分别增长122.9%和141.6%。汽车行业表现一般，不过新能源汽车保持强劲势头，只是新能源汽车基数相对较小，整体上汽车产业对铝材料需求符合预期。

电网投资方面，中电联的数据显示，1-5月份，全国电网工程完成投资1414亿元，同比下降21.2%。今年以来电网投资建设明显放缓，不过仍高于前年水平。电网投资对铝的消费本身占比不高，对整体铝下游需求影响不大。

因此，整体从铝下游行业需求来看，主要行业均面临着放缓，需求增速亮点不够或者未形成气候的风险，铝需求起色不大或保持在4%-5%增长。

5. 后市观点

图 5.1：沪铝指数



数据来源：文华财经

基于行业面看我们对下半年铝市并不悲观。今年上半年电解铝产量压制效果开始体现，需求端主要行业虽然面临着需求放缓，但中期内仍有足够支撑。按照上半年态势今年有希望实现全年小幅去库存，能够扭转电解铝绝对过剩的预期。国内的环保政策会长期驱动产业成本逐渐提升，推动铝价值走高。

三季度铝市的主要风险来自于不稳定的国际经济环境，中美贸易战造成宏观预期变动，对铝市来说存在较高变数。我们看到近期人民币加速贬值是为缓解贸易战冲击的提前布阵。中美两国同是全球最大的两个成熟经济体，我们姑且认为贸易战难以避免但规模可控。

策略上，如果三季度贸易战如期爆发，那么叠加三季度需求相对较弱时，会出现下半年价格方面的阶段性低点。从技术上看铝价短期还有下滑空间，下方有长线支撑，可等待机会低位买入。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023

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2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678