

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

非标套利落下帷幕，行业格局迎来新篇章

赵洪虎

首席分析师

投资咨询证号：Z0012132

一德产业投研部

李冻玲

橡胶分析师

期货从业资格号：F3038311

一德产业投研部

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区万通中心 8 层
802-804

■ 内容摘要

09 合约交割前沪胶持续弱势，九一价差目前无法覆盖持仓成本，因而仓单压力继续作用在单边，09 合约货对混合现货贴水预计达到 500-600（目前在 400），单边或会跌至 10600-10800。交割后由于新全乳减产等原因，沪胶大概率反弹，若 20#标胶流通性差，沪胶 01 则可能因为交割标的减少而反弹至 14000-14500，但若 20#标胶流通性好，沪胶 01 的反弹高度或在 13000。

■ 核心观点

- 供应端，国内全乳胶减产成定局，09 合约交割后仓单量将会有明显下降，但鉴于 20#标胶上市，沪胶流动性预期减弱，标的的减少或难引发较大行情。国外供应逐步增加，但供应高峰预期延迟，三季度压力不大。
- 进口方面，沪胶远月升水减小，难以促进期现套利的进口需求，加之内外盘倒挂，进口呈现持续下降态势。
- 需求端，下半年整体评估仍偏弱，替换需求随着房地产新开工面积的下降而趋弱，但居民消费的提高或有拉动；国内配套胎需求或有好转，汽车行业主动去库存尾部，下半年消费因去年基数低而有所好转；出口方面预计仍稳定增长，贸易影响不必过分担忧。
- 库存方面，三季度混合胶预计持续去库，到 9 月底预计区外库存达到 30 万吨；老全乳胶去库速度快，到 09 合约交割预计在 3-4 万吨，上期所库存也持续下降。
- 操作方面，沪胶的非标期现套逐步出清，现货品种间套利以及传统贸易占比增加。套利方面可关注 20#标胶和沪胶的跨品种套利以及混合胶和全乳胶的现货套利等。

目 录

一、上半年行情回顾	3
二、供应逐步增加，国内减产成定局	3
2.1 全乳胶减产成定局，三季度可能持续.....	3
2.2 海外天气恢复，供应上量推迟.....	4
2.3 主产国出口后期有望增加，我国进口驱动弱.....	6
2.3.1 主产国出口前期下降，三季度压力仍较小.....	6
2.3.2 内外倒挂，沪胶升水小，进口驱动弱.....	7
2.3.3 混合胶通关影响趋弱.....	8
三、需求难言乐观，关注品种分化	8
3.1 轮胎产销持续走弱，下半年或仍表现不佳.....	8
3.2 配套胎：汽车去库存周期底部，关注下半年拐点.....	9
3.2.1 重卡销量前高后低，后期预计稳定下降.....	9
3.2.2 汽车行业去库存，关注后期补库需求.....	9
3.3 替换胎需求偏弱.....	10
3.3.1 公路货运表现尚可，货车高存量拉低替换需求.....	10
3.3.2 房地产开工面积有下行风险.....	12
3.4 出口：新兴市场快增长，整体表现向好.....	13
3.5 合成胶低价，反向替代发生.....	14
四、进口胶压力预期增大，国产新胶产量低	15
4.1 三季度混合胶有望持续去库.....	15
4.2 上期所库存持续下降，老胶去库速度较快.....	16
五、下半年行情及操作提示	16
5.1 单边：沪胶 09 合约面临交割压力，四季度有反弹预期.....	16
5.2 跨期：远月升水减小，操作机会少.....	17
5.3 期现：沪胶非标期现套利逐步出清.....	18
5.4 关注跨品种操作机会.....	18
免责声明	19

一、上半年行情回顾

上半年沪胶主力在 11000-13000 区间震荡。春节后由于经济政策刺激及下游补库等原因，商品进行预期差修复，橡胶产业内看涨氛围浓厚，导致迅速拉涨至 13000 附近，3 月下旬面临 05 合约交割，主力移仓较晚，交割压力导致下跌。此后在下游需求转弱以及宏观数据转差情况下持续下跌，直至 4 月底传出海关将加强的混合胶的检验，自此开始盘面迎来转折，重心不断抬升，高点达到 12500 附近，此后随着混合胶通关增加以及越南 3L 真混进入国内，价格冲高回落，到 6 月底，随着 20#标胶上市消息的传出，进一步下跌，且伴随九一价差的收窄。

图 1.1：沪胶 1909 合约收盘价



资料来源：wind，一德能化

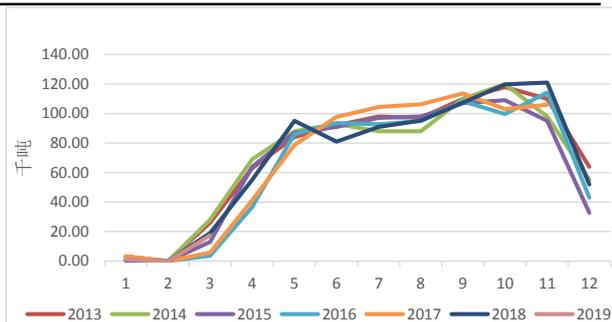
二、供应逐步增加，国内减产成定局

2.1 全乳胶减产成定局，三季度可能持续

今年厄尔尼诺导致云南干旱，干旱从五一过后开始，导致部分胶树落叶且在 6 月前几乎无产出。云南地区开割至 6 月中旬之前三大垦预计减产 40%左右，其中交割全乳胶的减产量 3 万吨左右。下半年的旺季主要集中在四季度 3 季度供应压力仍较小，但原料价格有望下降，加工亏损局面有望缓解。据当地预测今年云南全乳产量或下降 7-8 万吨至 17-18 万吨，海南不变情况下全国产量将为 37-38 万吨，降幅 17%。

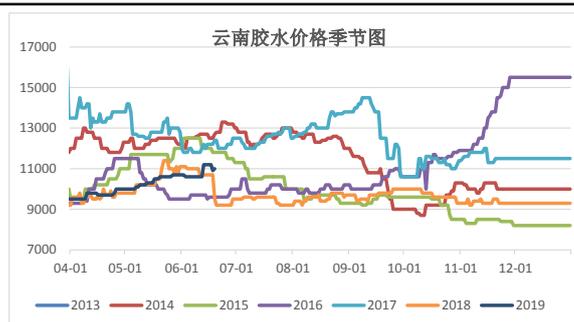
此外原料价格高以及沪胶远月升水小，加工厂生产全乳胶抛到 RU2001 亏损。而 9710 尚有一定加工利润，工厂生产 9710 意愿较强，但三季度后期随着周边地区原料供应上量，或对国内胶块价格产生冲击。

图 2.1：我国天胶产量季节性图（千吨）



资料来源：wind，一德能化

图 2.2：我国原料价格（元/吨）



资料来源：wind，一德能化

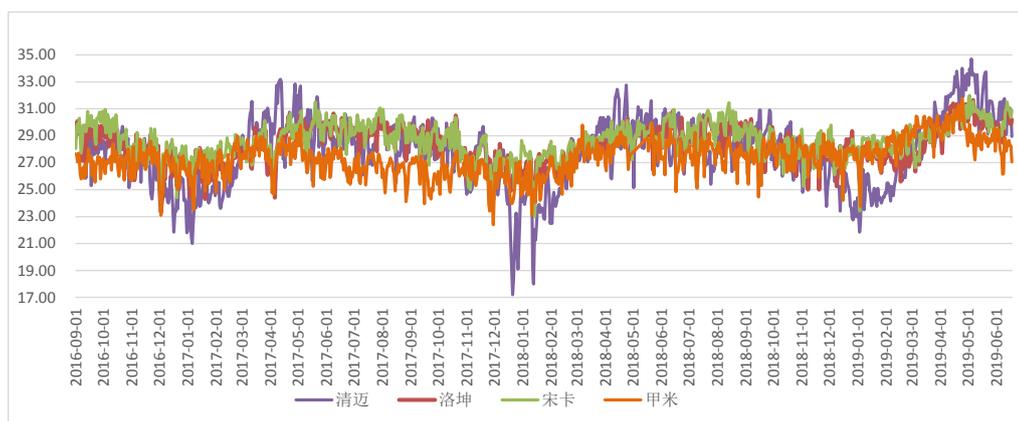
2.2 海外天气恢复，供应上量推迟

一季度主产区持续高温干旱，泰国 5 月上旬降雨量逐步增加，开始割胶，南部地区较往年晚半个月左右，东北地区晚 1 个月以上。从图表可以看出，到 6 月下旬天气已经逐步恢复正常，温度略仍偏高 1-2℃，降水仍低于去年，但割胶已经恢复正常。6 月产出逐步增加，但量较少，往年产量明显增多在 8 月，今年可能推迟到九月。

今年开割以来加工厂持续亏损，吨亏 50-100 美元/千克。5 月之前部分工厂由于和国内签订合同抬高原料价格收购，但持续的亏损使得 6 月以后抢原料现象缓解，到 7 月以后随着原料产出的增加，亏损现象预期好转。

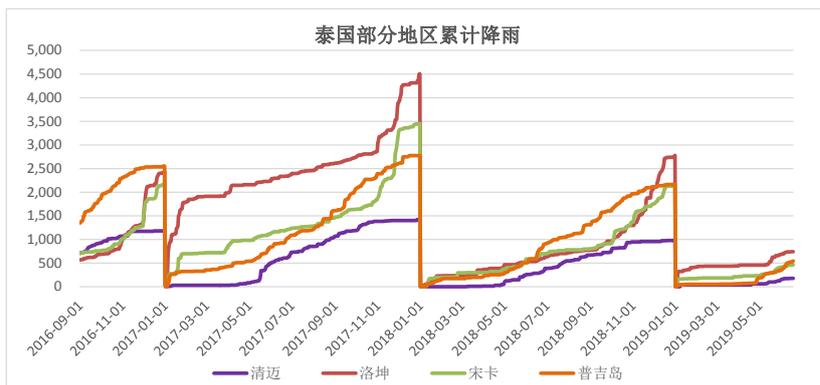
除泰国外，越南也有因干旱天气导致的减产。越南往年 4 月中旬开割，今年晚了 1 个月左右，据调研减产预计在 10%。

图 2.3：泰国各地区日平均温度/°C



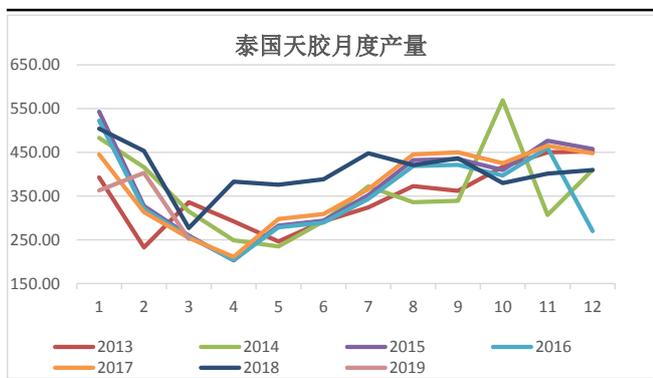
资料来源：wind，一德能化

2.4 泰国地区累计降雨量/mm



资料来源: wind, 一德能化

图 2.5: 泰国天胶产量季节性图 (千吨)



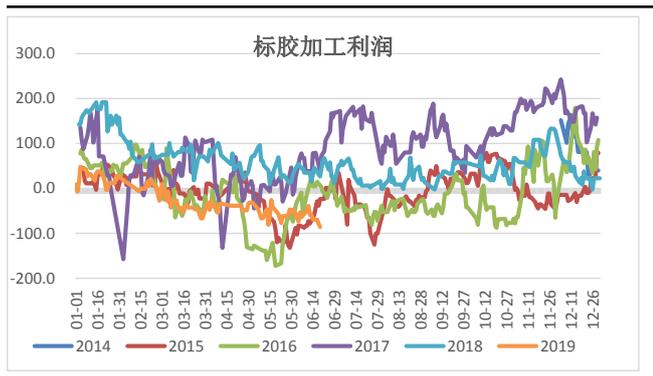
资料来源: Qinrex, 一德能化

图 2.6: 泰国原料价格 (泰铢/千克)



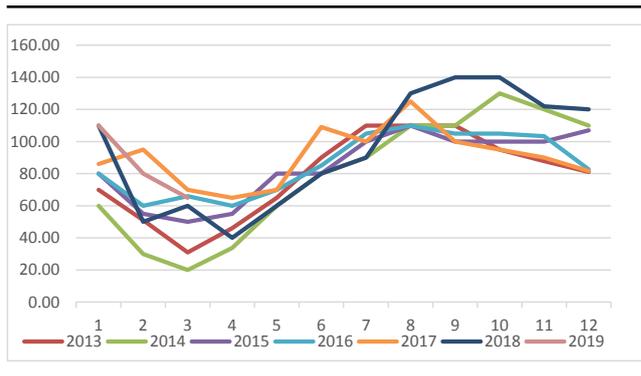
资料来源: Qinrex, 一德能化

图 2.7: 泰标加工利润 (美元/吨)



资料来源: Qinrex, 一德能化

图 2.8: 越南天胶产量 (千吨)



资料来源: Qinrex, 一德能化

表 2.1：泰国部分地区累计降雨量（mm）

日期	清迈	洛坤	宋卡	普吉岛	甲米府
2019-03-30	177.7	742.2	462.6	543.3	470.8
2018-03-30	288.8	563.8	658.1	754.9	966.7
2017-03-30	602.3	2,334.8	1,183.7	927.8	1,113.8

资料来源：Qinrex，一德能化

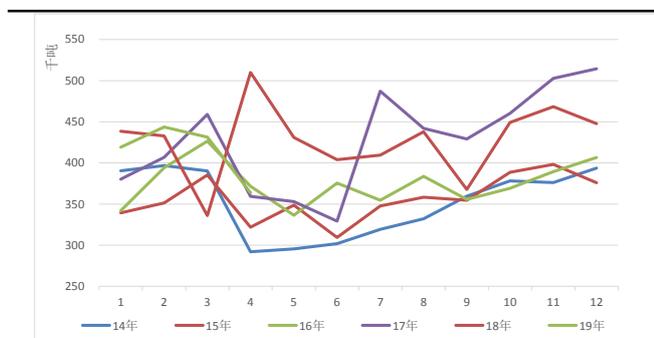
2.3 主产国出口后期有望增加，我国进口驱动弱

2.3.1 主产国出口前期下降，三季度压力仍较小

前几个月的减产等原因导致主产国出口有所下降，1-5 月泰国出口累计 193.2 万吨，同比下降 10.1%，印尼 1-4 月出口 85.7 万吨，同比下降 16.1%，越南 1-5 月累计出口 49.3 万吨，累计同比提高 12%。其中越南前 3 个月出口同比增速高，从 4 月开始下降，5 月负增长，一是因为来是干旱导致本地以及周边地区 4 月产量下降，二来因为我国混合胶进口政策趋严导致其出口受阻。

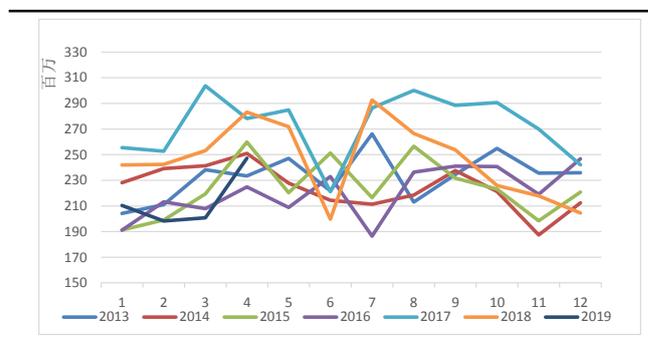
从出口季节性来看，泰国三季度出口量仍将处于低位，四季度开始大幅增加，今年产量高峰预期推迟一个月在 10 月左右。越南出口今年出口明显增加预计在 8 月以后。

图 2.9：泰国出口季节性图（千吨）



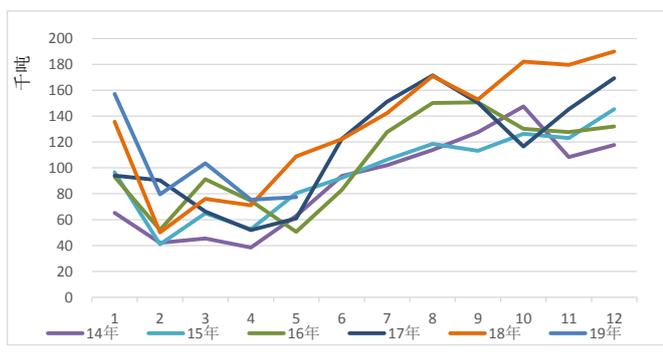
资料来源：泰国海关，一德能化

图 2.10：印尼出口季节性图（千吨）



资料来源：印尼海关，一德能化

图 2.11: 越南出口季节性图/吨



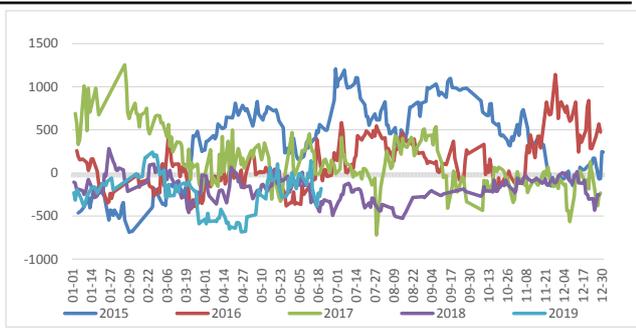
资料来源：越南海关，一德能化

2.3.2 内外倒挂，沪胶升水小，进口驱动弱

今年 1-5 月我国进口天胶(含混合) 179.2 万吨，同比下降 1%，进口下降的主要原因在于我国进口驱动减弱，主要原因一是内外盘倒挂使得进口无利润，上下游价格强弱表现为海外原料>美金船货>人民币现货>沪胶，。二是远月升水小，期现非标套利利润低。

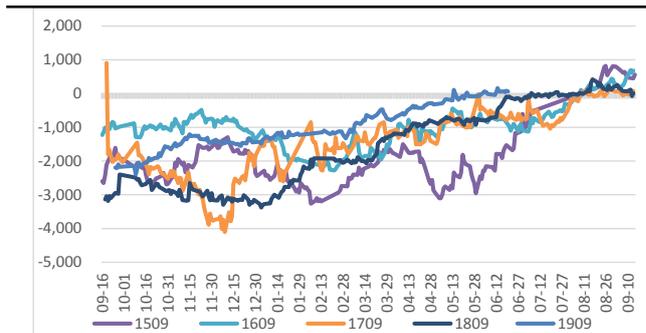
美金船货折人民币价格持续贴水人民币混合，尤其在 3-4 月贴水幅度一度处于 500 多，此外从期现价差看，从 5 月底，盘面与混合胶现货平水，加上持仓成本，盘面贴水现货达到 400 左右。这样的基差使得买现货抛盘面的驱动弱，套利盘没有加仓机会，仅留有部分头寸进行轮仓操作，这也使得套利需求减弱。根据目前的基差盘面，接下来的两个月进口驱动仍将较弱，进口量预期减少。

图 2.12: 混合胶内外价差 (元/吨)



资料来源：wind，一德能化

图 2.13: 混合胶与沪胶 1909 基差



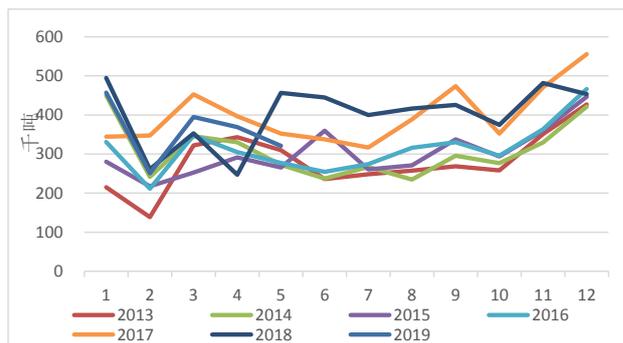
资料来源：wind，一德能化

图 2.14：盘面升水与天胶进口关系



资料来源：wind，一德能化

图 2.15：我国天胶月度进口量/千吨



资料来源：wind，一德能化

2.3.3 混合胶通关影响趋弱

今年 4 月底海关开始对混合胶检验严格化以来，通关速率大大受到影响，泰混通关速度放缓，据传港上积压了部分货物，且报关的检验合格率据传在 70%左右，不合格货物继续申请复查，但至今尚无给出结果。不含丁苯的越南 3L 标胶无人敢报查验，订单改为添加 5%左右丁苯的真混合，目前已经逐步到达国内。对于此事件的影响，从最初的严格化慢慢趋于放松，但其加剧了天胶供应的季节性错配，使得 5 月以来人民币混合的紧缺更加严重，从而近月人民币混合价格坚挺而远月较弱。

目前海外尚未给出明确的解决办法，但通关速度逐步加快，对现货市场的影响也逐步减小，此外添加丁苯后的越南 3L 也逐步进入市场，颜色浅，制品领域的影响越来越小。

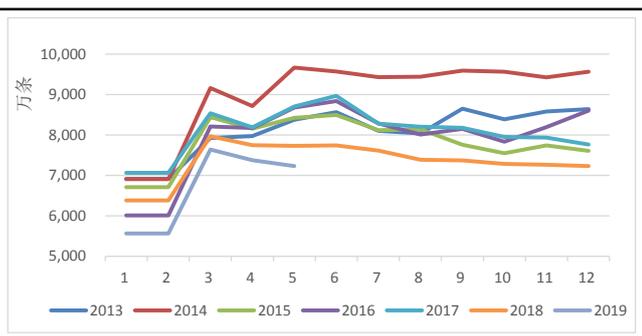
三、需求难言乐观，关注品种分化

天胶的下游消费中，卡客车胎占 60%，乘用车胎占比 16%，乳胶制品消费占 8%，斜交胎和其他制品占 7%，今年上半年卡客车配套胎需求弱，替换胎表现尚可，乘用车胎消费表现差。

3.1 轮胎产销持续走弱，下半年或仍表现不佳

今年轮胎需求表现弱，内需方面替换胎尚可，但配套胎随着汽车产销的下降以及出口的减少而下降，整体看轮胎产销下降。1-5 月轮胎产量 3.34 亿条，同比下降 8%。下半年轮胎产量注重在：一、中美贸易谈判能否顺利进行；二、汽车行业能否开启主动补库存周期。

图 3.1：我国轮胎产量



资料来源：wind，一德能化

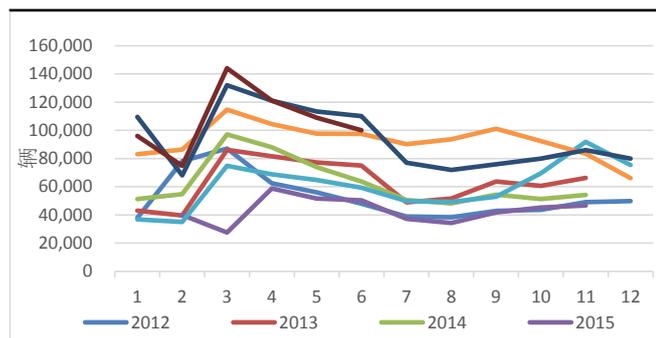
3.2 配套胎：汽车去库存周期底部，关注下半年拐点

3.2.1 重卡销量前高后低，后期预计稳定下降

上半年重卡销量整体呈现前后低走势，4月开始同环比双降，1-6月累计销量达到65.3 万辆，累计同比下降3%。从分项数据可以看出，今年重卡销量的驱动和去年略有不同，半挂牵引车销量增加，一方面是国三重卡的替换需求，此外是因为公路货运量的稳定增长。

对于下半年的重卡销量预计会出现稳定下降上半年拉动较大的是天然气重卡，但从今年7月1日起实施国六排放标准，天然气重卡将从目前的稀薄燃烧改为当量燃烧，在一定程度上会削弱天然气重卡的经济性。此外上半年用户提前购置国五燃气重卡，也透支了一定需求。但预计将不会出现过大跌幅，国三车的淘汰需求仍将促进重卡的消费，据预测在2019-2020年，5-8年车龄的国三重卡将带来65 万辆的替换需求。整体看下半年重卡的需求将保持在3-5%的跌幅。

图 3.2：我国重卡销量/辆



资料来源：公开资料整理，一德能化

图 3.2：重卡分类月度产量/辆



资料来源：wind，一德能化

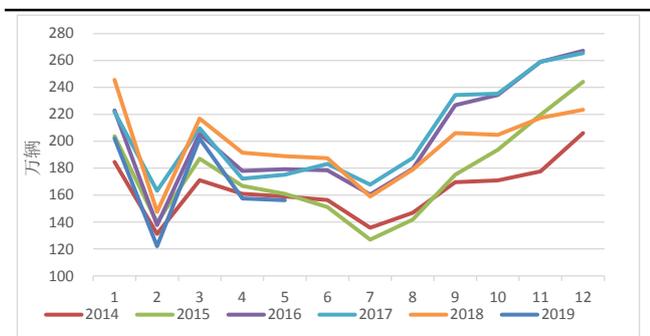
3.2.2 汽车行业去库存尾部，关注后期补库需求

自2018年开始我国汽车销量进入负增长，今年上半年汽车行业依然面临严峻的考验，不仅销量低，经销商库存压力也大。今年1-5月，乘用车累计销量839.6 万辆，同比下降15.2%，经销商库存预警指数一直高于

50, 处于警戒线水平以上, 经销商库存压力的主要原因是国六标准的提前实施, 全国范围开始实施国六标准的时间为 2020 年 7 月 1 日, 但目前已有 13 个省级行政单位宣布今年 7 月 1 日提前开始执行国六标准。国五车仍面临一定的清库压力, 今年 5 月经销商库存预警指数有所下降, 但主要是清库压力下降价促销, 而需求表现一般, 市场惨淡。

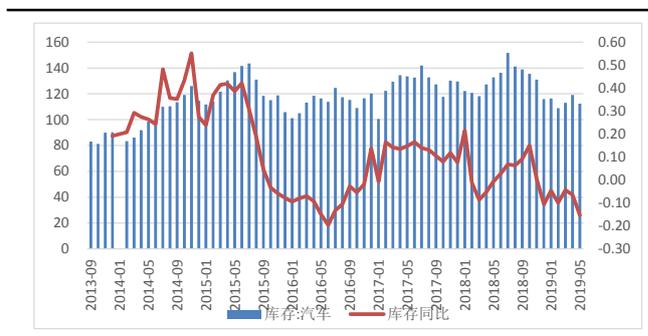
展望下半年, 我们认为汽车行业终端需求或有所改善, 首先是国家出台了一系列的刺激政策, 例如逐步放开主要城市的汽车摇号和竞拍等等, 这一政策的刺激或大于汽车下乡。此外, 经销商库存预警指数的下降代表经销商库存压力的减缓, 短期或难看到他们的补库需求, 但 4 季度或有起色。此外从汽车库存来看, 我国汽车库存持续下降, 到今年 5 月库存达到 112.4 万辆, 同比低 15%, 后期或有补库需求。此外, 去年三季度汽车销量下滑较多, 同期基数较低预期使得今年同比情况好转。综上, 今年 3 季度汽车销量下降快, 因而今年 3 季度表现或有好转。

图 3.4: 我国乘用车月度销量/万辆



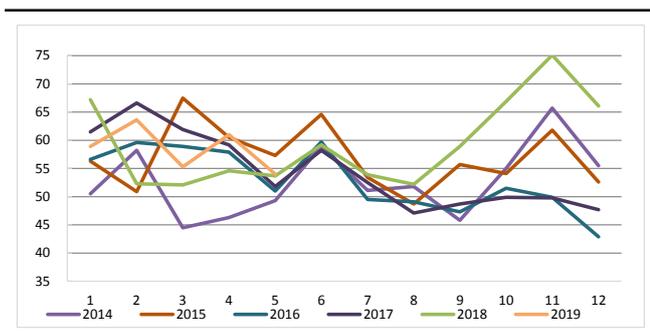
资料来源: wind, 一德能化

图 3.5: 中国汽车库存/万辆



资料来源: wind, 一德能化

图 3.6: 汽车经销商库存预警指数



资料来源: wind, 一德能化

3.3 替换胎需求偏弱

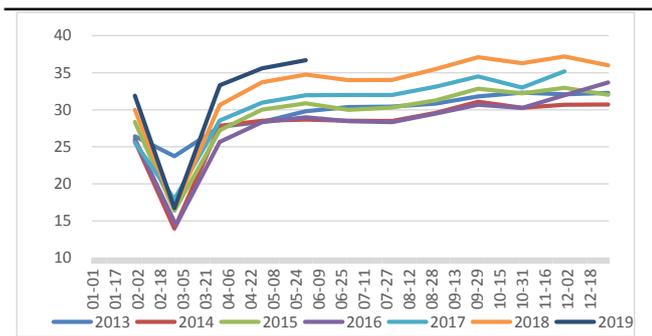
3.3.1 公路货运表现尚可, 货车高存量拉低替换需求

今年上半年, 我国公路货运量和货物周转量稳定增长, 1-5 月公路货运量累计达到 154.2 亿吨, 同比增加

5.8%，公路货物周转量累计 27665.8 亿吨公里，同比增加 5.5%。但我们同样需看到物流业景气度指数较去年有明显的下降，公路物流运价指数较去年持平，保持在较低水平。

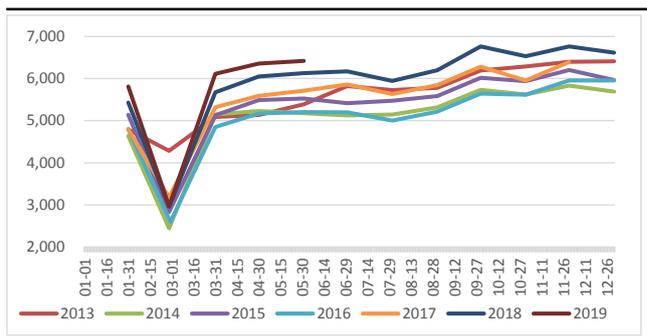
公路货运上半年稳定增长的动力一是来自于交通固定资产投资的增长以及快递和快运业的持续稳定增长。1-4 月完成高速公路完成投资 2767 亿元，同比增长 13.2%。而利空方面来自于经济下行压力以及交通运输的转型。前 5 个月我国中国制造业采购经理指数平均值 49.74，处于下行区间，导致能源、钢材、建筑材料等大宗商品运输需求下降。此外公转铁也逐步产生影响，2019 年底前，京津冀及周边、长三角地区沿海港口的矿石、钢铁、焦炭等大宗货物全部改由铁路运输，禁止汽运集疏港。从图表可以看到从去年下半年开始铁路货运量当月同比开始高于公路货运，后期这一状况预计将持续。

图 3.7：公路货运量/亿吨



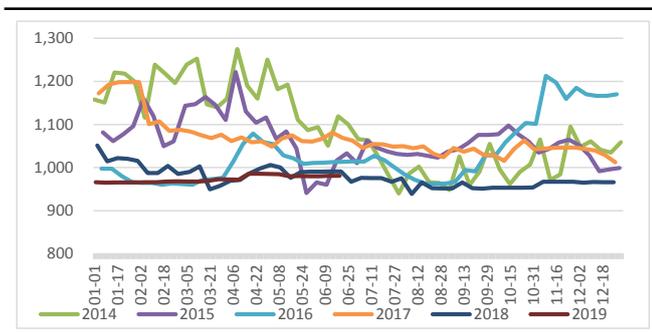
资料来源：wind，一德能化

图 3.8：公路货物周转量/亿吨公里



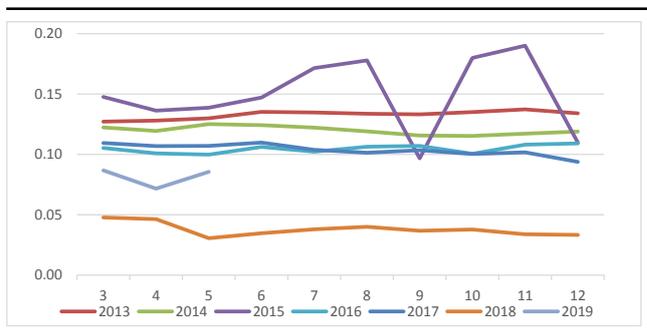
资料来源：wind，一德能化

图 3.9：公路物流运价指数



资料来源：wind，一德能化

图 3.10：社会消费品零售总额同比增速 (%)



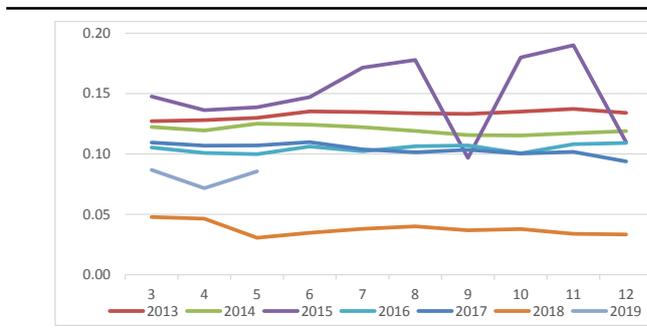
资料来源：wind，一德能化

图 3.11：货运量当月同比



资料来源：wind，一德能化

图 3.12：社会消费品零售总额同比增速 (%)



资料来源：wind，一德能化

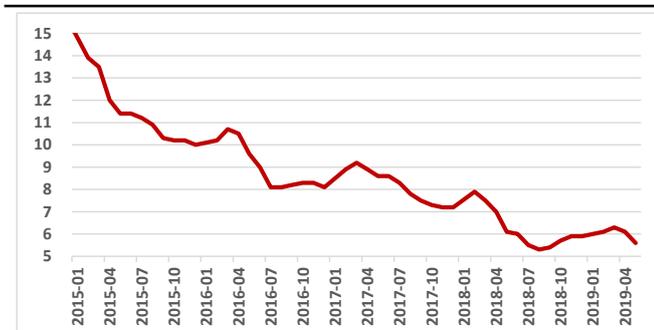
3.3.2 房地产开工面积有下行风险

房地产开工面积和施工面积对于重卡和替换胎需求具有直接的拉动作用。今年地产投资的模式转变为新开工增速高而竣工增速低迷，导致施工面积的增加，且施工面积增速与建安投资增速一致，也表明建安投资与土地购置费用一起成为支撑地产投资维持高位的重要因素。

今年下半年新开工面积或面临下行风险，今年 5 月新开工面积类累计同比增速见顶回落，据海通宏观研究表明，百城土地成交对新开工面积具有两个季度左右的领先性，且已经有一定的下滑趋

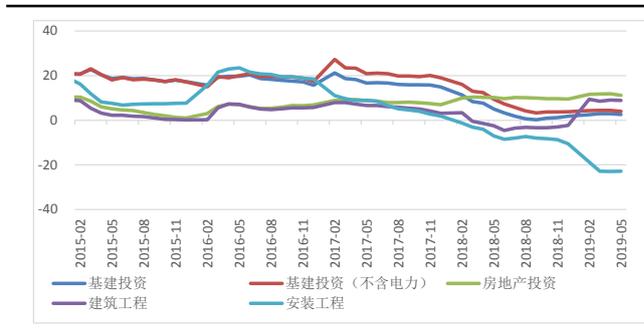
势，那么新开工面积增速在二季度末和三季度初具有加速下滑的压力，且竣工面积有可能提高，从而拖累施工面积。

图 3.13: 固定资产投资累计完成额同比增速/%



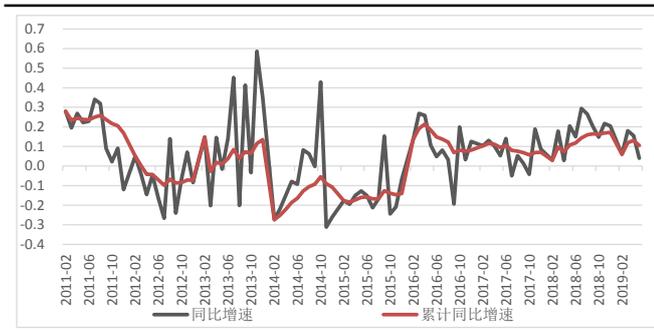
资料来源: wind, 一德能化

图 3.14: 固定资产投资完成额累计同比/%



资料来源: wind, 一德能化

图 3.15: 房屋新开工面积增速/%



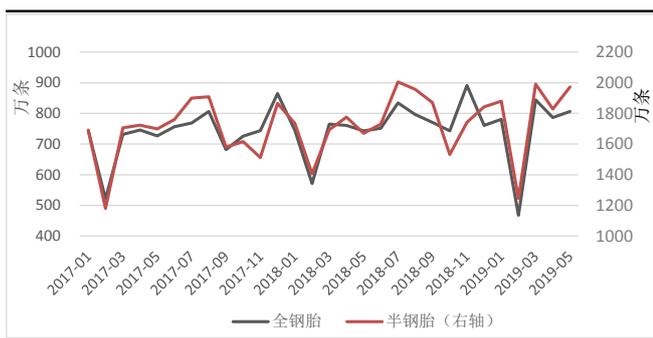
资料来源: wind, 一德能化

3.4 出口：新兴市场快增长，整体表现向好

今年上半年轮胎出口表现尚可，全钢胎出口总量 3685.7 万条，同比增加 2.95%，半钢胎合计出口 8918.3 万条，同比增加 7.7%。美国已于 5 月 10 日国出口轮胎加征 25% 的关税，但可以看到轮胎出口并没有受到非常大的影响。主要原因在于：一、我国轮胎企业不断寻求新的出口市场，半钢胎沙特以及巴西、伊拉克等国增速快，全钢胎也有墨西哥、澳大利亚以及尼日利亚等快速增长的地区。二、美国占比已经非常低，半钢胎出口美国占比接近 2%，全钢胎出口也从去年的 25% 左右降低到了 15% 左右，加之美国对我国轮胎的部分刚需，后续影响将逐步弱化，今年上半年全钢出口下降缓慢。

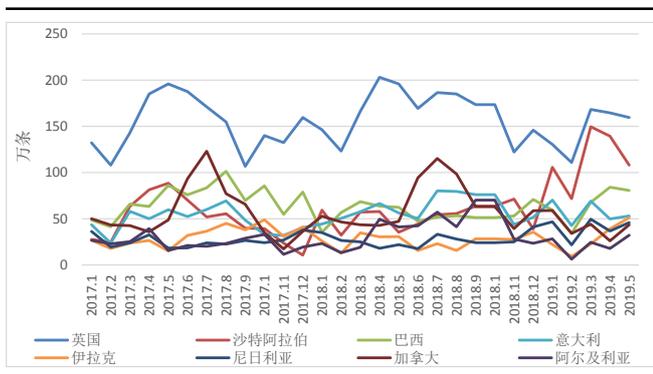
展望今年下半年，出口情况或持稳，对美国出口可能进一步下降，上半年的企稳回升可能是再度加征关税之前的集中出口，但下降空间有限，预期全钢胎出口美国占比将在 10-15%。而其他地区市场则有进一步上升空间，整体评估下半年全钢胎出口增速 3% 左右，半钢胎出口增速 5% 左右。

图 3.16: 我国轮胎出口量走势图



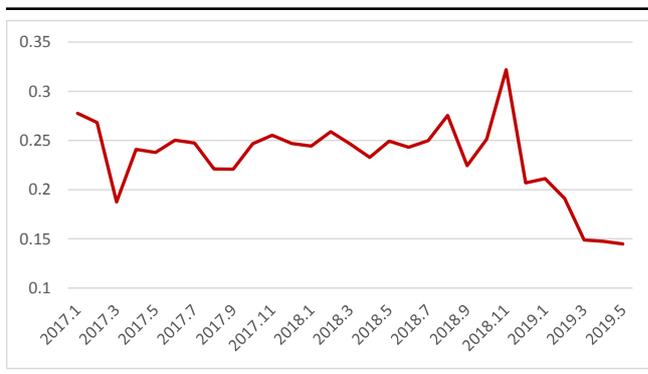
资料来源: wind, 一德能化

图 3.17: 全钢胎出口分地区



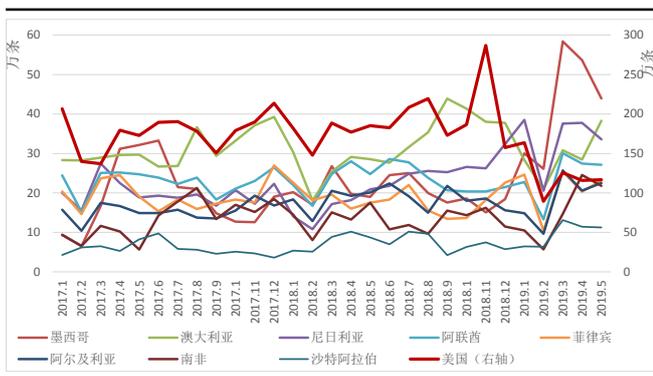
资料来源: wind, 一德能化

图 3.18: 全钢胎出口美国占比



资料来源: wind, 一德能化

图 3.19: 半钢胎出口分地区



资料来源: wind, 一德能化

图 3.20: 半钢胎出口美国占比

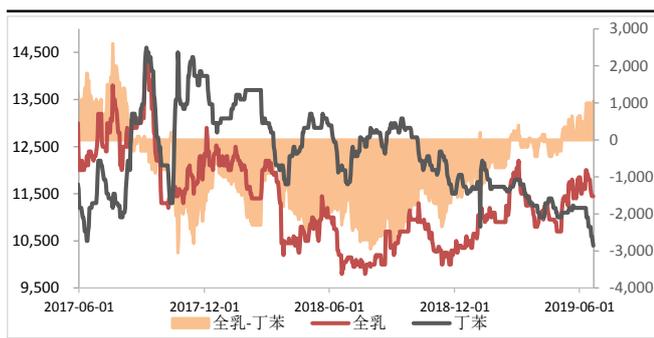


资料来源: wind, 一德能化

3.5 合成胶低价，反向替代发生

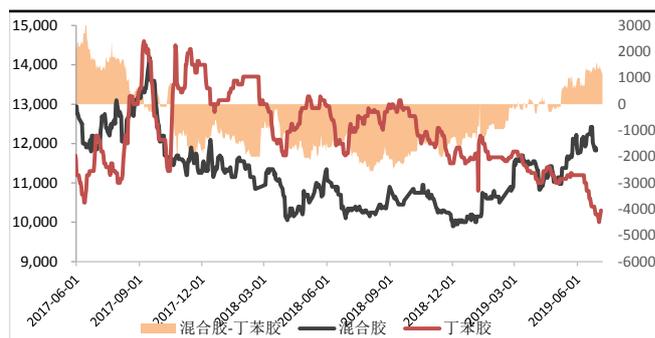
从 3 月开始混合胶与全乳胶开始升水丁苯胶，目前的升水幅度已经 1000 以上，从 17 年开始的天然倒挂合成胶局面逆转，轮胎和制品的反向替代发生。合成胶一年在轮胎中

图 3.21：全乳胶-丁苯胶价差



资料来源：wind，一德能化

图 3.22：混合胶 -丁苯胶价差



资料来源：wind，一德能化

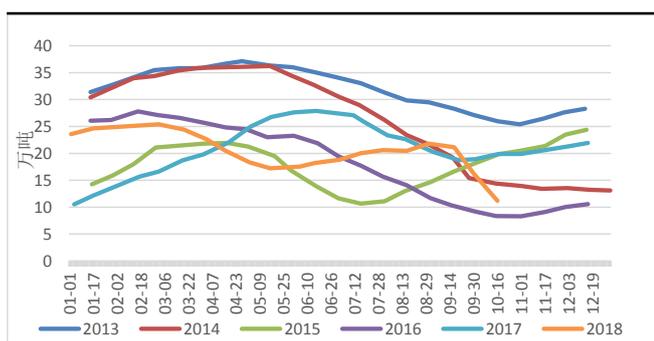
四、进口胶压力预期增大，国产新胶产量低

4.1 三季度混合胶有望持续去库

今年青岛混合胶库存从3月见顶，后随着进口量的而逐渐下滑，其中区内库存从5月中旬开始增加，主要是由于混合胶通关影响使得部分货物暂时滞留保税区。截止6月中旬，保税区内库存14.56万吨，随着混合胶通关速度的逐步加快，区内库存增速放缓。青岛区外库存今年3月下旬开始见顶回落，终结了长达一年左右的持续累库，尤其因为混合胶报关影响，5-6月去库速度快，到6月下旬区外库存总量在38万吨左右，达到去年11月的水平。

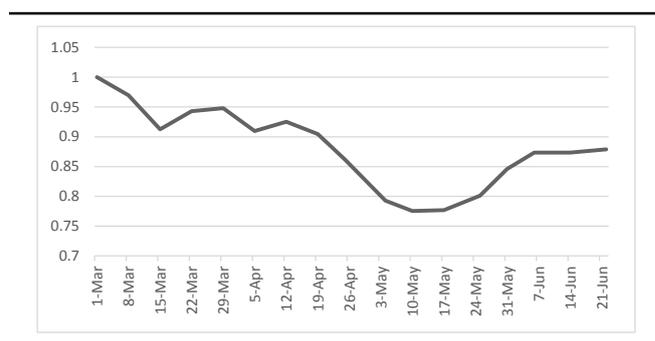
在接下来3季度，区外混合去库预期将继续，到9月底库存量可能减少至30万吨左右，到4季度预期开始累库。今年去库节奏与15-16年相似，打破了17-18年的持续累库节奏。

图 4.1：青岛保税区库存季节性图



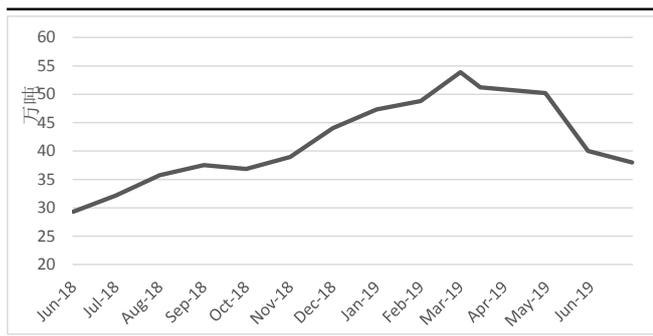
资料来源：wind，一德能化

图 4.2：青岛区内库存走势



资料来源：一德能化

图 4.3: 青岛区外库存总量



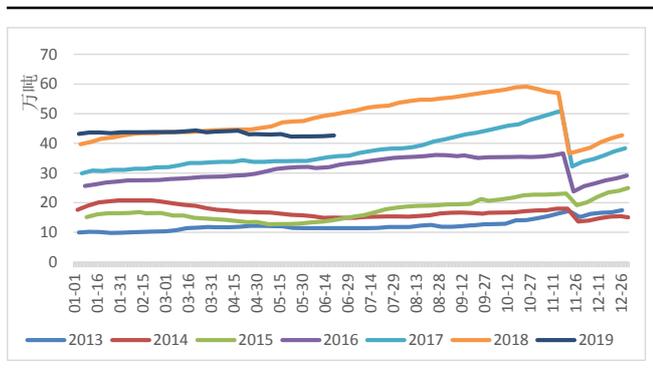
资料来源: wind, 一德能化

4.2 上期所库存持续下降，老胶去库速度较快

今年 4 月开始上期所库存也转而下降，是近 4 年来首次出现，此次上期所库存的下降主要原因是新胶产出少以及沪胶提前贴水现货使得仓单部分流入现货市场。上期所库存 42.7 万吨，其中 18 年全乳库存约 30 万吨左右，19 年新胶由于减产，6 月中旬以前的云南产量下降 40%，可交割全乳减产 3 万吨。

目前老全乳胶库存约 8-9 万吨，近期由于全乳胶持续贴水混合在 400 左右，净价较为接近，轮胎企业使用老全乳积极性增加，月度消耗量在 2-3 万吨，到 09 合约交割库存量预期下降至 3-4 万吨，压力略小于往年。

图 4.4: 上海期货交易所总库存



资料来源: wind, 一德能化

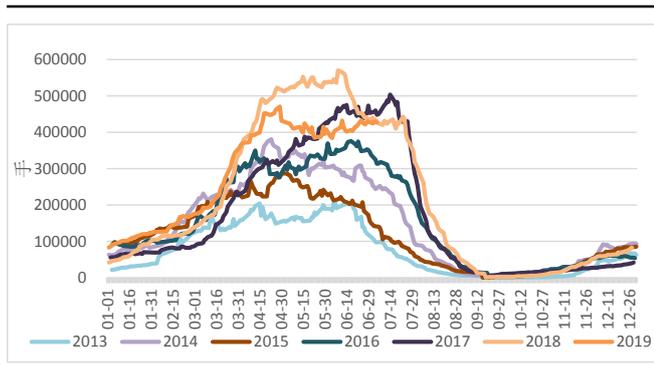
五、下半年行情及操作提示

5.1 单边：沪胶 09 合约面临交割压力，四季度有反弹预期

09 合约面临的回归压力往往需要价格贴水其他品种或者九一价差拉大来解决，今年 09 合约已经持续贴水混合胶，达到 400（加持仓成本），往年到 8 月底 09 合约贴水混合胶 100-300，但鉴于考虑到今年九一价差已经收

窄至了 700-800，无法覆盖买 9 抛 1 的非标套利成本，因而仓单压力将主要表现在价格上，或许期货对现货的贴水幅度达到 500-600，更能促进下游的消化。预计到交割前 09 合约大概率跌至 10600-10800 区间，而交割后由于新胶减产等原因，可能迎来反弹，具体的反弹高度要结合 20#标胶的交割制度以及活跃性进行综合评价。若 20#标胶流通性差，沪胶 01 则可能因为交割标的的减少迎来较大幅度的反弹，预计在 14000 附近，但若 20#标胶流通性好，沪胶 01 的反弹高度或在 13000。

图 5.1：沪胶 09 合约持仓

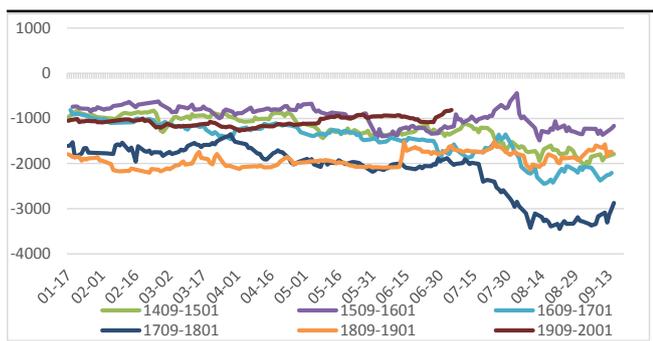


资料来源：wind，一德能化

5.2 跨期：远月升水减小，操作机会少

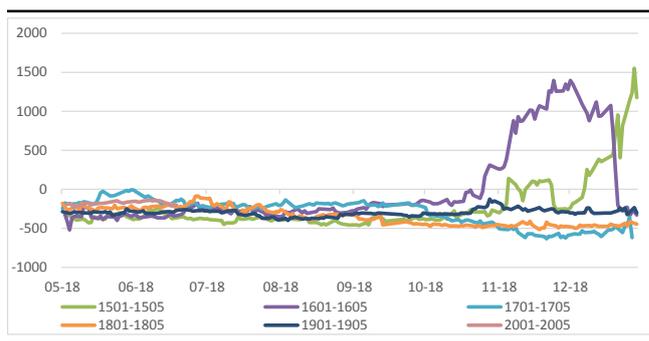
往年鉴于 09 合约的交割压力，往往在 8 月九一价差会扩大，尤其近几年仓单压力大，价差往往会拉大到 2000-3000，确定性较高，从而可提前介入九一反套，但今年由于 20 号胶上市使得沪胶远月升水减小，目前已经达到 700-800，预计最小空间在 500-600（跨期成本和新老胶溢价），很难介入跨期套利。此外一五价差在-（150-200）区间窄幅震荡，无法覆盖持仓成本，很难介入套利。

图 5.2：沪胶九一价差



资料来源：wind，一德能化

图 5.3：一五价差



资料来源：一德能化

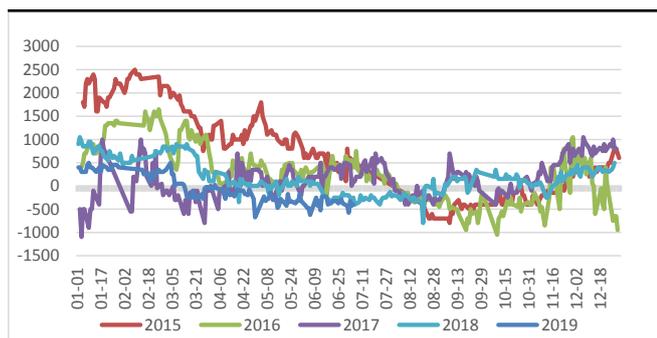
5.3 期现：沪胶非标期现套利逐步出清

沪胶的远月高升水以及 09 合约回归现货的逻辑使得非标套利盛行，一般九一价差在 1200 以上具有远月的移仓收益，但今年已经小于 1000，随着此次 09 合约交割，09 合约回归现货，期现套利获利落袋，高且随着 20 号胶上市导致沪胶的持仓和活跃度下降以及仓单减少，下半年开始沪胶的非标期现套逐步出场。此外可关注 20# 标胶期货与标胶以及混合胶之间的套利机会。

5.4 关注跨品种操作机会

20#标胶的上市预计使制品用胶和轮胎胶价格联动性减弱，可根据各自的基本面以及季节性等进行套利，不仅可进行现货套利，还可进行沪胶与 20#标胶之间的套利，上市前沪胶深跌且近月贴水混合胶和标胶，认为后期沪胶存在走强预期，关注买沪胶抛 20#标胶机会。

图 5.4：全乳胶-混合胶价差



资料来源：wind，一德能化

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。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

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

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

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

天津滨海新区营业部 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

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

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

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

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: 0533-358 6709

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

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

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: 0535-216 3353/216 9678