

兴证期货·研发中心

2019年3月4日 星期一

黑色研究团队

林惠

从业资格编号: F0306148

投资咨询编号: Z0012671

李文婧

从业资格编号: F3024409

投资咨询编号: Z0010649

韩惊

投资咨询编号: Z0012908

从业资格编号: F3010931

联系人

蒋馥蔚

从业资格编号: F3048894

021-68982745

jiangfw@xzfutures.com

## 内容提要

2019年由兴证期货主办的黑色产业链闭门研讨会在上海和福州召开。本次会议嘉宾就2019年宏观环境回顾、中期钢材展望及春季策略等做了详细分析判断。本次会议部分嘉宾观点如下:

1. 巴西铁矿石事件对铁矿供给影响偏于短期,部分在产矿山存在提产空间,铁矿利润推高可能刺激非主流铁矿复产,铁矿未来增产空间较大。
2. 2018年-2019年冬季由于废钢成本限制,电炉停产较多,供应较去年减少,并且根据库存数据来看,或将迎来库存拐点,预计3月需求正常释放,所以我们认为今年3月的价格走势总体应该还可以,至少不会出现2018年那样大幅下行的现象。因此我们认为3月份在需求走强的情况下可能会推动钢材期现价联袂走高,但随着钢价的走高,电炉利润反弹又将使得供给迅速恢复,然后随着需求的走弱,钢价在二季度可能会重新走弱。
3. 我们的3月策略:铁矿5-9正套,目前点位40,目标点位70,如果遇到以下两个风险就离场。钢材跌破高炉成本,后期如果螺纹钢价格下跌较多,跌破高炉成本以后会影响铁矿的需求,因此应该离场观望。1909合约跌破500成本支撑,这时候远期可能继续下行的空间有限,也应该离场。

## 1. 主题演讲：钢材中期展望与春季策略

近期热点事件：1月25日淡水河谷位于米纳斯吉拉斯州的一个铁矿废料矿坑发生溃坝事件；再到1月30日，淡水河谷正式宣布关停10座大坝，预计最大影响年产量4000万吨，其中包括1100万吨球团矿；随后2月4日我国春节期间，巴西法院要求淡水河谷位于米纳斯吉拉斯州的布鲁库图(Brucutu)矿区要暂停生产，额外影响产量3000万吨。铁矿石现货价格从75美金上涨到了90多美金，大商所铁矿石期货期货价格也是从530元/吨，一路上涨至650元/吨。

**铁矿石未来产量增产空间巨大。**2018年全球铁矿石产量23.26亿吨，较2017年增长约1620万吨，澳洲和巴西仍然是主要的增长区域。澳洲铁矿石产量在9亿吨左右，比17年增加1660万吨，其中最主要的是15年底投产的新矿山罗伊山，这几年增长比较明显。巴西这边产量大概在4.42亿吨，比17年增长620万吨，主要是vale增产比较显著，然而由于英美资源在巴西米纳斯里约的矿山由于管道发生了两次泄露，产量减少了1350万吨，导致巴西矿石产量增长整体不及预期。其他主产国方面，我国主要受到环保、安全、技改以及两会等因素影响，铁精粉产量有所下降；但是我们认为其他主产国中印度基于自身的矿石资源以及钢铁产能释放产生的需求，未来铁矿石增产的空间还是比较大的。

我们认为巴西铁矿石事件对铁矿石供应影响偏于短期，主要原因有：  
一、淡水河谷减产或许可以从其他矿山中得到弥补，部分在产矿山未来有增产空间；二、矿石价格推高有可能刺激部分非主流矿复产。我们可以看到巴西淡水河谷事故，市场分析影响铁矿供应从一年影响1000万吨到后面影响4000万吨，再到影响4000+3000万吨。但是我们认为大部分的减产量都可以由其他的一些矿山增产来弥补。首先淡水河谷已经针对布鲁库图的3000万吨进行上诉，下半年可能就会复产，自身的S11D矿山也有增产空间；此外四大矿山中除了FMG基本已经满产，Rio Tinto和BHP现有产能仍有提产空间，还有第五大矿山Roy Hill后期产量还有小幅增加空间。另外18年2月被印度政府命令停产的果阿邦矿山约有2000万吨产量，还有英美资源Minas Rio矿山受管道泄漏影响约1300万吨产量，如果这些矿山都能有一定的增产以及一些停产的矿山及时复产，便可抵消大部分淡水河谷溃坝事件造成的供给损失。

除此之外，我们还需要关注一些非主流矿，如果矿价维持80美金以上，乃至90美金以上，又有多少会复产的。我们知道前期有一些高成本产能受四大矿山低成本产能不断扩产而被挤出市场，根据估算，这部分产能可能高达1.4亿吨，因此如果这些非主流高成本矿山能够恢复生产，那么市场也就不存在短缺的问题了。根据我们掌握的中小矿山的情况，首先英美资源除了米纳斯里约矿山之外，如果铁矿价格维持在80美金以上，英美资源在南非的矿区也有可能复产。还有Atlas的完全成本就在75美金，如果矿

石价格维持高位，他们的复产意愿也是比较强的。

**中期展望一：货币政策持续宽松，托底中国经济。**可以看到宏观面上，政府对经济的态度趋于积极，希望托底经济，不再去杠杆，而是促进实体经济；今年元旦后，李克强总理考察中国银行、中国工商银行、中国建设银行并在银保监会主持召开座谈会强调提高金融服务实体经济水平、有效缓解企业融资难融资贵问题；同时 1 月我国新增贷款创单月历史新高，社会融资规模增长较快。虽然其中差不多有 9000 亿是票据融资套利，但是这只是表内数据，而且在原先较大基数的基础上仍表现亮眼，整体来看货币政策正在边际改善。我们预计下半年仍有可能继续降准降息，货币政策将继续宽松。

从国际层面来看，中美贸易争端缓和，3 月 1 日的提高关税时点延后，还有前几天金特会谈崩，再加上人民币升值，都预示着宏观经济可能接近触底。

**中期展望二：目前从季节性来说，无论如何都是淡季向旺季需求转换的时点。**但是今年和去年的需求节奏是完全不一样的。2018 年初在川渝电炉钢调研后，我们发现钢材库存爆库明显，因此当时我们 3 月是看空的。当时的需求上有主要两点原因，第一就是去年春节较晚，工人回来就晚，导致开工较晚；第二是环保的问题，2018 年初受到前期对工地环保的限制，因此年后需要先进行土石方操作，从而导致用钢时间推后。但今年这两点都有变化，首先是春节假期时间早导致开工较早，第二取消一刀切后，今年环保对开工的影响也比较小。因此今年整体的需求预计要早于去年。但是去年 4 月以后市场赶工的需求很旺盛，今年 4 月以后的需求爆发力可能不如 2018 年。

**中期展望三：由于废钢成本限制，电炉企业开工下降，冬季供应受到限制，库存本周或将见顶，但 4 月以后需求爆发持续性不确定。**供应上 2019 年和 2018 年也有比较大的区别，主要还是由于废钢的供需情况完全不一样。2018 年初电炉钢是一直有利润的，因为去地条钢，废钢有大量的库存；但是今年初废钢供应偏紧，价格较高，导致电炉企业的产量出现下降，加上近期长流程钢厂利润回落比较明显，废钢的添加比例也有所下降，从而使今年冬季的供应同比来说还是比较受到限制的。

但是供应上我们认为下周的社会库存是否下降将是市场关注的焦点。如果库存由升转降，说明目前供需匹配较好，需求正常恢复。

整体来说我们认为 3 月份市场的把握还在供应和需求恢复的节奏上。

关于电炉产能利用率的问题，我们搜集了两个资讯机构的数据。一个是 mysteel53 家独立电炉，产能 4500 万吨。一个是中联钢 91 家电炉产能利用率，涉及产能 10705 万吨，其中中联钢的 91 家企业里面有 56 家是独立电炉，剩下是高炉企业也有电炉的。可以看到今年整体电炉开工率明显低于去年。但是从产量直接计算来看，可能只减少了 200 万吨的产量。供应上面，废钢价格高不仅会影响电炉开工，同时由于近期钢厂利润大幅走低，

也影响了高炉使用废钢的比例，因此我们认为这部分也将制约了供应的增加。

从社会库存来看近一段时间的社会库存上升较快，但是本周社会库存上升速度显著减慢。如果按农历年来看的话，今年的累库水平难以达到去年的水平了；我们预计社会库存在节后第三周见顶的可能性是比较大的。那么下周社会库存就要下降了，这个值得大家期待。前面也说到需求今年复苏要早于去年，因此今年市场的去库节奏整体也要比去年要早，3月份一波去库后，4月份的去化速度可能就要逐渐放缓。

需求方面，从钢联给的全国贸易商螺纹钢成交的数据来看，近期节后的需求恢复还不错，直线上升，已经突破了15万吨水平。可以说需求恢复还是比较好、比较早的。和18年的数据作个对比，斜率明显要陡峭，时间也更早。这一定程度上也印证我们之前的看法，3月需求应该恢复得不错。同时我们前两天也和一些证券的钢材研究员进行了交流，他们调研下来的结果也是说，目前下游需求确实实在开始恢复的了。

但是正是由于需求提前，后期赶工的压力就小了。这就使得今年4月以后需求大概率不及去年，爆发力存在疑问。

上面讲的是近期的走势逻辑。我们简单总结一下就是，3月供应受限，废钢有瓶颈，需求早且力度不错。所以我们认为今年3月的价格走势总体应该还可以，至少不会出现2018年那样大幅下行的现象。因此我们认为3月份在需求走强的情况下可能会推动钢材期现价联袂走高，但随着钢价的走高，电炉利润反弹又将使得供给迅速恢复，然后随着需求的走弱，钢价在二季度可能会重新走弱。

下面我们来讲一下近期可以操作的策略。首先我们从基差的角度来看，目前市场可以操作的空间我们认为比较有限。从季节性上来看，旺季一般应该做扩基差，也就是买现货抛期货，但是目前基差已经提前反应。尤其1910合约贴水幅度较大，如果在这个位置做扩基差收益会比较小。

另外市场上都说要做空钢厂利润。但是我们认为这个时间点可能也不大合适；毕竟随着这段时间矿价的大幅上涨，根据我们跟踪的数据，目前的高炉利润无论是盘面还是现货基本都只有300-400元，都不是太大了。而且电炉成本比高炉要高，如果高炉利润都打到0了，那电炉应该蛮多都停产了的，这样供需情况又会重新调整了的，因此我们认为长流程钢厂整体还是可以有利润的，目前做空利润绝对价值有限。

目前电炉基本处于盈亏平衡乃至亏损状态，几乎没有利润，因此从供应上会减轻高炉的压力，一定程度上对钢价形成支撑。再考虑上旺季的时候，钢厂利润正常都相对较好，因此在目前高炉利润相对较低的情况下短期反而有回升的可能性，不太适合在目前的时间点做空。

从策略上我们认为铁矿石或许有比较确定的机会。首先大家都知道vale溃坝事件，导致铁矿普氏指数大幅上升到90美金以上。节后钢厂减少了采购，我们看到铁矿石疏港量和钢厂内部铁矿库存的下降，也让铁矿价

格回落至 90 美金以下的水平。市场目前的疑虑是 vale 溃坝事件到底影响多少的铁矿石供应量。从节后两周的发货数据对比来看，比去年节后同期水平分别回落 100 万吨和 150 万吨，我们预计这个量后期还有可能增加，在 3 月中旬以后陆续影响市场的铁矿供应，对 1905 的铁矿石价格较为利好。

前面我们提到，如果铁矿石价格长时间位于 80-90 美金以上，就会刺激很多之前高成本的中小矿山复产。但是非主流矿的恢复也是需要时间和量的测算。根据铁矿山生产商方面反映，一般恢复一个旧矿井最快需要 2 个月，需要抽水、通风、人员招聘。

我们利用港口库存中主流矿占比大致当作普氏指数上涨对非主矿增产的测算，可以发现普氏指数对非主流矿的增产影响是非常显著的，而且具有一定的领先性，在 2 个月的领先来看，就有比较明显的影响，因此我们认为在普氏指数高于 80 美金以后就会刺激非主流矿的增产。这个供给增加利空将主要反应在铁矿 1909 合约上。

这里我们做一个总结，得出我们的结论：供应受限，需求恢复早。预计 3 月不太可能出现 2018 年那样的下跌。螺纹钢现货持稳小涨。螺纹钢期货操作空间和价值较为有限。双焦受政策影响较大。铁矿突发事件影响仍然有待发酵。

因此我们提出了我们的 3 月策略：铁矿 5-9 正套，目前点位 40，目标点位 70，如果遇到以下两个风险就离场。钢材跌破高炉成本，后期如果螺纹钢价格下跌较多，跌破高炉成本以后会影响铁矿的需求，因此应该离场观望。1909 合约跌破 500 成本支撑，这时候远期可能继续下行的空间有限，也应该离场。

最后再来简要看下我们对 2019 年的市场展望。

2019 年，我们认为钢铁产业链主要是处于成本支撑型反弹和需求回落型下跌之间。我们认为 2019 年钢铁价格仍将以电炉成本为中轴进行上下震荡。但是震荡往上，还是震荡往下，最大的变数还是在下流的房地产需求。

整体来说，我们对于 19 年钢价的预期是，现货价格均价大致在 3800 元，期货均价在 3600 元，一季度相对看好，二季度尤其后半阶段回落概率较大。长流程钢厂利润整体水平会回落，但还是会有。

对于铁矿石这边，我们预期 2019 年价格中枢将上移。

前面我们已经说了铁矿石供给这边的情况，可能后期一些矿山的增产及复产将弥补 vale 溃坝带来的供给减少量。但是我们需要看到未来铁矿石需求也是呈现比较明显的增长，除了我国由于环保限产放松、置换产能投产等对矿石需求有一定增长；其他的一些国家，比如印度已经超过日本成为第二大的钢铁生产国、还有中东的伊朗、阿曼等国都有新产能投产、以及东南亚的越南、马来西亚也有高炉陆续投产，还有拉美这边的巴西、阿根廷、委内瑞拉也有一些产能要投产，此外非洲这边的阿尔及利亚 DRI 产能投产也会带动铁矿石需求的增加。整体来看我们认为 2019 年铁矿石供需相对偏紧，价格中枢将上移，达到 80 美金水平也未尝没有可能。

## 2. 主题分享：从宏观角度看钢铁行业

从宏观角度来讲，一月份以来政府资金面持续放水，但这种放水力度估计不会持续，主要是因为前面宏观数据太差，一季度经济数据变得比较关键。目前来看经济形势偏弱，但在可接受范围内，国家极有可能在一季度数据出来之前收敛，等待数据验证。如果数据出炉后，显示经济依然比较差，那么放水节奏会维持，但这种情况概率不大。

需求上来讲，房地产贡献不会太大，高峰期已经过去，增量需求贡献有限，需求端往上走概率不大。供给端大家都看得到增长。从更长期来看，整个黑色产业链存在系统性做空的机会。对比国际上固定资产增速来看，中国增量比较小，钢铁行业需求未来要看东南亚。中国未来需求有长期下滑的趋势，我们观察到的中国人均用钢量，世界排名居首位，人均 0.54-55 吨，这个水平和日本德国水平一致。但中国经济结构是向美国看齐的，目前美国人均 0.34 吨左右的水平，就是说中国结构优化后，人均用钢量肯定下移，因此未来中国的钢材需求会下滑。对于中国政府来讲这样是合理的，经济数据不好看，担心经济风险，会刺激基建，但如果看到新兴经济产业，好转之后，未来对单纯工业品需求刺激会越来越减少。

## 3. 与会嘉宾钢厂方面分享观点

钢厂 A: 福建由于废钢价格较华北、华东地区低，福建重废不含税 2400 多元/吨，华北、华东地区 2600 多元/吨，此外福建地区成材价格较高，因此福建电炉利润在盈亏线附近，好于华东、华北地区。高炉方面，由于今年利润较好，因此全都开足马力生产，争取在高炉、转炉里都增加废钢量，福建地区钢厂转炉添加比例高达 25%。自去年 11 月份后由于利润下降，废钢添加量大幅下降，目前为止，唐山地区高炉利润 400 多元，热卷也有 200-300 元利润，福建地区高炉利润空间钢厂可以接受，因此除非强制检修高炉，均满负荷生产，**春节过后每个钢厂库存量非常大。**

根据统计 2015-2019 年情况，节后第五周库存开始下降，因此钢厂认为下周是库存关注点。根据数据显示，132 个地方螺纹钢库存水平接近 1647 万吨，跟上周比增加 80 多万吨的量，而 17 年时第五周库存下降了 40 多万吨，18 年下降 30 多万吨，第六-第八周都在往下降库存，因此**第五周库存是一个转折点。**

钢厂关注的需求指标，一是钢联的全国成交量，二是厂内每日出货量。根据这两天统计钢联全国成交情况，昨天全国成交量是 16.4 万吨，这两天成交量增加较多，这与去年 9 月份旺季成交量水平相当，这一周基本都维持在十万吨以上水平，如果下一周如果能继续保持，市场信心会被激发，需求恢复较快。厂内这几天连续的出货量，差不多在一万五千吨/天，和 18 年常规出货量水平相当，这是稳中偏旺的水平。因此钢厂对于三月份保持积极乐观的看法。

作为厂商来讲，由于过年期间需求冷清，钢厂又在满负荷生产，因此目前库存累积较大，这一段时间想要尽量出货压库存。今年与 2018 年相比有两个不同点：1. 去年高炉、电炉都在生产，而 2018 年 11 月后价格大跌很多电炉厂开工率都在下降，最低达到 10% 左右，这对整个社会库存贡献很大正面作用，因为如果电炉厂一直生产，那么库存水平会更多，对三月将会是另外一种看法；2. 铁矿石事件，导致钢厂成本增加了很多，但是由于冬季钢厂考虑雨雪天气，积极备货，铁矿石和焦炭等备货很足。今年尽管矿石拉涨，但钢厂基本都按兵不动，拉高的这波价格还是一个情绪的反应，钢厂成交比较少，钢厂认为 90 美金价格过高，85 美金的价格才比较现实。

对于未来的预期：2019 年福建省钢材形势可能会有变化。2018 年钢材价格常规比华东高 100 多块钱，但 19 年很难保持，因为福建增加很多产能。2017 年福建实际产量 1430 万吨，18 年 1700 多万吨，价格优势不再会很明显。今年由于整体利润水平很高，很多省外的品牌都在泉州落地，有固定经销商，基本进来出去产量是持平的，只不过 19 年价格优势基本没了。

钢厂 B：根据统计数据看，2 月 22 日全国港口铁矿石是 1.46 亿吨，较节前增长了 600 万吨，目前没有感受到巴西实际影响，并且铁矿石价格推高，没有成交，就目前短期感受，钢厂不会接受高价的东西，钢厂可以按需采购。废钢方面，高炉铁水成本大概在 2000-2100，不好的可能稍微高一些，在目前废钢价格下，增废钢无助于增效益，但有助于摊成本，近期基本都会使用废钢，因此废钢价格 2600 多，价格虽然不低，但价格将会比较坚挺。宏观上来看，从今年年初开始资金面宽松，预计后期行情会好，因此电炉虽然空间不好，但也都会开起来把产量放足，等待时机，整个市场信心很足，并且利好的中美贸易谈判消息，对钢价短期也是一个支撑。卷螺差方面，今年会有新的价格差异，今年预计热轧产能会增加，新上的热轧线吃掉炼钢资源，导致板材今年供应增加，行情比较差，反而螺纹钢受消息面刺激利好较大，因此螺纹钢强于板材。

钢厂 C：2018 年船板一直再涨，达到 4500-4600 元/吨的水平，后期价格下调，跌幅 400-500 元左右，压力比较大。近期节后悲观情绪缓和，至少要涨两三百，短期来看有可能会上涨。过完节以后，船板需求还挺大，对后市还算比较乐观。再加上产能也在减，供需错配，价格上有可能涨。

钢厂方面表示，目前供给侧改革都是采用产能置换的形式，置换后产能可能有一定增加，不少钢厂也从北方买产能回来，来增加自身的高炉产能。这是普遍现象。

钢厂 D：钢厂方面认为：今年 1-3 月份的新开工数据可以从拿地数据倒推，预计比较正常，不存在看空的情况。从电炉厂方面来看，目前江苏和浙江电炉亏 50-100 元/吨，河北电炉亏损 200 元。从最近的情况来看，虽然亏损，但厂商仍然在生产，供应量与去年差不多。

## 4. 投资机构嘉宾分享观点

投资机构 A: 从供给方面来看, 供给侧越改产能越多, 供给侧改革实际上不是减少产能, 而需求方面, 由于经济下滑, 需求一直下降, PMI 也在下降, 钢材应该不会维持高利润。铁矿石价格预计不会推高, 目前 9 月合约 570 元折合美金 60 美金, 低价格意味着对铁矿石预期很差, 供给过剩不可能维持高价的, 这一点减量不会影响太大。未来废钢仍然是螺纹钢的底部支撑。卷螺差方面, 螺纹钢的价格最终和板材拉开价格距离, 虽然可能成本差距不大, 但螺纹钢有故事, 这一段时间两会题材很关键, 决定了对后期螺纹钢的需求。

投资机构 B: 重点关注 3 月份天气, 现在大环境是比较积极的, 现货成交比较不错, 利润增加后, 电炉开始复工, 非常看好 3-4 月份需求, 4 月份后可能不太看好需求。

投资机构 C: 目前主要策略是多 05 空 09。因为短期需求非常看好, 从数据来看需求较为旺盛, 但今年下半年需求有可能快速滑落。对 5/6 月份的预判: 大家今年主要未知数是后面需求, 已知的是产能在增加, 需求国家政策一直在托底, 但效果如何暂不确定。

银行: 2008 年以后货币政策、财政政策波动很大, 最近一段时间, 整个资金量非常宽松, 股市最近也表现非常好, 可以看出资金链对经济影响非常大, 对钢铁行业影响也是非常大, 因此从货币政策角度出发, 对未来钢市发展有乐观的考虑。从财政政策来看, 整体宏观经济下行压力很大, 所以国家也是从货币政策、财政来刺激经济, 这几年国家没有太大好的办法, 原来刺激消费, 这几年由于房地产原因, 消费的钱被房地产吸住, 因此消费能力没有太大增长, 再加上出口, 中美贸易战影响比较大, 感觉没有太多空间, 回到了基建的老路, 有短期刺激的作用。

投资机构 D: 螺纹钢大方向是看空的, 但从周四数据来看, 转为看多, 上一周去库速度很快, 说明需求非常旺盛, 短期来说是做多的看法。可以确认的是螺纹钢产量是实打实上升了, 但是需求目前来说是不确定的。电炉厂是一个不稳定的因素, 目前华东地区螺纹钢库存较高。上海作为螺纹钢价格的重点区域, 如果杭州、上海出现库存问题, 那么期货市场很难上行。今年不一样的是: 首先钢贸商多采用后结算的方式, 盈亏由钢厂负担, 库存都在钢厂手里, 并且今年冬储的量比去年低, 总而言之, 钢厂手里的货比去年多, 钢厂感受的压力比去年更明显, 风险点还是钢厂去库的情况。卷螺差方面, 接下来要看低利润情况下成本支撑导致的铁水分流, 目前来看, 卷板新增产能比较多, 相对不看好。铁矿目前资金比较活跃, 这一次矿难刺激, 加速了矿石牛市的结束, 但具体什么时间下行不确定, 但总体看空。

投资机构 E: 今年黑色空利润是主基调, 钢铁利润不会太好。对于目前的钢铁行情来看, 确认需求开春恢复比较早, 尤其是西南地区已经开始



复工，相对 2018 年来说相对较早，目前需求量也比较合理，但持续情况不确定性较高。需求主要是热卷带来的需求，主要由于年前市场相对比较谨慎，冬储没有储起来，年后回来发现市场没有特别大的风险点，下游补库需求比较高。

投资机构 F：铁矿石事件还需要发酵。预期 3 月第二周开始铁矿石发货供给将看到偏紧的明显变化。但对于非主流矿复产增量看法较为不同，嘉宾认为未来的钢铁关键点主要在印度，而印度的出口主要集中在西面矿区，西面矿区今年出口量不会有太大增量。此外，印度本身的矿山需求有所改善，尤其是 2012 年以后对出口铁矿增加 30% 关税。当然出口关税并不是最主要的减量原因，最主要还是在于印度的国内需求扩张。印度超过日本成为全球第二大钢生产国，对铁矿石的需求增加幅度非常大，印度担心 2020 年之后会出现铁矿石供给不足的问题。废钢后续供给应当会增加，主要来自于厂房拆迁，设备升级，拆船等方面，价格将可能出现压力。高炉钢厂目前由于利润问题基本没有使用废钢，打算等废钢价格下调后再继续添加废钢。

以上观点均为与会嘉宾个人观点，仅供参考。

## 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。