

## 2019 年型钢-中厚板产业链年会 会议纪要

兴证期货·研发中心

2019 年 7 月 2 日 星期二

黑色研究团队

李文婧

从业资格编号: Z0010649

投资咨询编号: F3024409

韩惊

从业资格编号: F3010931

投资咨询编号: Z0012908

蒋馥蔚

从业资格编号: F3048894

俞尘泯

从业资格编号: T322363

联系人

俞尘泯

021-20370946

yucm@xzfutures.com

### 内容提要

2019 年 6 月 28 日, 由 Mysteel 我的钢铁网主办的“2019 (第二届) 中国型钢-中厚板产业链年会”在唐山举行。本次会议主要观点如下:

- 宏观: 外部形势稳中有变, 中美博弈中期化。国际来看, 中美贸易摩擦已经超过贸易范畴, 中美间的进口量已经明显下降。国内经济方面, 人口增速下降, 中小企业质押率高企, 下半年下行压力加大。但国内政策的回旋余地宽松, 未来经济增速可能进入 4%-6% 的中低速。
- 钢铁行业错峰限产: 2017 年环保限产元年, 主要来源于京津冀地区雾霾影响及三废排放严重, 其中唐山地区占比超过五成。经过 2 年超低排放改造, 唐山钢厂基本完成, 环保水平国内前列。6 月 23 日, 唐山发布限产补充通知, 执行效力提高 9%。虽然当前环保不再“一刀切”, 但政策文件透明度不够, 各文件间存在冲突与矛盾是主要不足。未来会发布单一统筹的文件, 优化限产方案。
- 后供给侧改革的钢铁形势: 2019 年上半年粗钢产量屡创新高, 增量主要来自于非会员企业。上半年钢铁行业利润率下滑明显, 主要是铁矿的快速上涨。进口自巴西、澳大利亚的铁矿石占比超过 85%, 国内钢企产业集中度进一步下降, 使得行业利润被快速转移。环保政策从“一刀切”变为“切一刀”, 对大企业的约束很大。国内钢铁企业发展仍然有较大空间。
- 钢坯: 2019 年上半年钢坯利润同比去年下滑

37%；钢坯外销量有小幅增加，但轧钢厂对钢坯需求出现回落，超过 50% 钢坯流向型材，其次是带钢和建材。随着 6 月 23 日环保限产加大，高炉陆续停产，下半年钢坯供应或同比下降，需求整体也将减弱。

- 中厚板：中厚板在板材品种中，利润相对较好。下半年或受双焦相关政策落地，生产利润受到挤压。上半年产能扩张积极性增加，厂内库存向下转移。需求仍处在收缩区间，增幅下降。下游的船舶增量空间有限，机械行业仍能保持高位增长。下半年或受成本端支撑，高位运行。
- 2019 年钢材下半年展望：根据上半年的粗钢产量预计，今年产量将达到 9.5 亿吨，创历史新高。钢材总需求虽然出现饱和，但钢结构和汽车或是未来的发展亮点。上半年钢铁利润率回落，未来或维持在 4% 附近，利于长期发展。需求方面，房地产超预期，下半年将缓慢下滑；基建投资增加，但仍难形成实质拉动。下半年供应或受环保限产影响，较上半年回落，但 2020 年之后，扩张产能将进一步加大供应压力。价格走势上，虽无近忧，但有远虑。下半年将创年内新高。

## 1. 中国宏观经济运行展望（发言人：高敏 经世智库委员会委员）

国际形式上，目前是稳中有变，贸易摩擦中期化。中国希望将争端控制在贸易上，但美国对我们的遏制超过了贸易。随着 G20 的落幕，中美摩擦有所缓和，但主要受到特朗普的选举压力和美国的各方矛盾。实际上，美国的逆全球化思潮不断演进，希望中国对其商品采购从 2000 亿美元增加到 3500 亿美元；同时，美国从中国进口的商品数量呈现下降趋势，2018 年其从越南进口数量增长 40%。

国内来看，我们也面临着重重难题：国内的人口增速下滑明显，而城镇化率不断增长。如果按照非农化人口来计算，我国城镇化率已经达到 65%。主要工业品、消费品产量出现拐点，但房地产超预期的发展拉动了上半年经济运行。过去几年中，经济下沉趋势非常大，未来对工业品的需求将增加。

2010 年后，国内经济增速回落至 10% 以下，政治局在 2011 年发文提出“稳增长”，说明经济发展有很大压力；2013 年提出“三期叠加”，认识到已经回不到高速发展的模式；2014 年习总书记提出“新常态”，未来国内经济将在中高速区间运行。

实际执行方面，中财办的“三去一降一补”、“高质量发展”、“三大攻坚战”以及“重视结构问题”，在近年的不断提出都是对落实政策的细致指导。要达成 2020 年的第一个 100 年任务是一场攻坚战，仍然需要面对：贫富差距、环境污染等问题。

在资金层面，过去几年的企业、居民杠杆率持续提升，发展风险极大：M2 增速保持低速增长，社融存量则表现为快速下滑。当前，全国有 123 家企业持续爱你质押爆仓现象，超过 500 家企业质押率超过 90%。私营企业的投资维持低位，社会企业家信心出现下滑。

今年以来，国内已出台一系列政策，其中的都市圈模式，快速拉动了大城市周边的需求。但今年下半年的下行压力较大，其中上半年有拉动作用的房地产，在年底将会出现下滑；而相关政策如：房住不炒与解决自主性需求不会放开，同时人口下滑速度非常快，中长期不看好房地产。

下半年需求表现将出现结构性变化：工业设备投资已经出现下滑，但预计马上会稳住，政策对制造业是持鼓励意见；银行对制造业也有明显支持，利率稳定在 4-5% 之间。基建相对来说，将继续处在低位，原因在于地方债目前只有 4 个项目，能够撬动的投资有限，反弹高度难突破。当前政策将转向为稳住就业。

出口方面，随着全球经济增速回落，将保持在高位右侧，未来将稳中向下。

虽然下行压力较大，但当前国内政策回转余地足够，上半年消费保持

在 8% 以上增速，下半年有望维持。未来经济增速可能进入 4-6% 的中低速，“L”型换挡的横线将继续延长。进入 2021 年后全国增速将步入 5% 以下。短期内，国内需求下滑明显。商品短期内只有受到供给侧扰动，才能出现明显回升。

## 2. 中国钢铁行业环保政策解读（发言人：温子龙 唐山市工信局原材料处副处长）

黑色金属冶炼及压延加工业是我国工业领域主要排污大户之一，在调查统计的 41 个工业行业中：其二氧化碳、氢氧化物、烟粉尘排放量占重点调查工业企业排放量的第二、第三与第一。由于钢铁企业整体布局呈现“东多西少，北重南轻”，污染也有布局性特征，全国空气质量最差的京津冀区域也是钢铁重镇。2016 年河北省钢铁工业的工业烟（粉）尘、SO<sub>2</sub>、NO<sub>x</sub> 年排放量占河北省企业排放量的 69%、43%、43%。由于京津冀地区的雾霾影响和当地三废排放量大，其中钢铁重镇唐山占比超过一半，国家于 2017 年开始启动环保限产政策。此外，重点区域的污染物排放差距较大，针对 2+26 城市执行限产并附加问责机制，发布《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》。

尽管 2018 年我国提前完成 1.5 亿吨去产能任务上限目标，并取缔了 1.4 亿吨“地条钢”，但从 2018 年粗钢产量 9.28 亿吨，以及统计局公布的 79% 的产能利用率核算，国内粗钢产能仍然接近 12 亿吨。

唐山市钢铁行业发展规划依托《唐山市钢铁产业十三五规划》为基础研究；2018 年 6 月 27 日印发以下文件：《关于加快建设环渤海地区新型工业化基地的意见》及《唐山市推进钢铁产业高质量发展工作方案（2018-2020 年）》。在其中提出需要全面完成去产能任务：到 2020 年，力争现有炼钢产能控制在 1 亿吨以内；全市钢铁企业控制在 27 家以内。针对压减产能还提出具体工作路径和实施方案，其中从环保角度提出具体要求：到 2020 年底，基本完成“临港临铁”布局和污染企业搬迁工作；推进钢铁产业向沿海聚集，向铁路眼线集中布局。

2017-2018 年，唐山市首次实施秋冬季错峰生产：按照钢铁行业污染排放绩效水平分类施治。首次实施后的效果显著，全市颗粒物浓度同比下降 29.4%，超额完成任务；重污染天数为 12 天，同比下降 68 天，远超下降 20% 的目标；并连续 4 个月退出全国重点监控城市空气质量状况倒数后十位。但 2018-2019 年的取暖季，唐山市的秋冬季限产任务完成情况不好。

今年唐山市不断印发关于非取暖季（二三季度）的环保限产文件，主因是生态环境部通报的 2018 年 4 至 9 月份重点城市空气质量状况显示唐山市位列倒数第一。因此 2019 年一季度，唐山市为解决 4 至 9 月份空气质量

最差的问题，依次制定并发布了多个政策文件：《2019 年第二至第三季度错峰生产实施方案》、《对 2019 年第二至第三季度错峰生产实施方案的补充规定》及《4 月份大气污染防治强化管控措施实施方案》。

相较于 2018 年的二三季度错峰生产实施方案，2019 年错峰生产方案要求全市高炉限产比例为 **15.4%**，高于 2018 年的 **11.8%**，同时考虑了对企业高炉上游烧结及球团工序进行限产。《补充规定》中，充分考虑了企业上游烧结、球团工序及下游炼钢工序与炼铁工序的匹配性，原则上各工序采用相同限产比例，保证了企业生产顺畅。《补充规定》的实施提高了炼铁限产比例：比《2018 年错峰方案》减排增加了 **2.4 倍**；比《2019 年错峰方案》减排增加约 **9.7%**。

表 1：2019 年唐山市二三季度错峰限产文件对比

工序	限产情况	《2018 年二三季度错峰方案》	《2019 年二三季度错峰方案》	《补充规定》
炼铁	限产量 (万吨)	748.3	922.78	<b>1078.44</b>
	限产基数	6315.76	6004.91	6004.91
	限产比例 (%)	<b>11.8</b>	<b>15.4</b>	<b>18.0</b>
烧结	限产量 (万吨)		2667.74	2086.71
	限产基数		10749.57	10749.57
	限产比例 (%)		<b>24.8</b>	<b>19.4</b>
球团	限产量 (万吨)		485.85	342.16
	限产基数		1927.77	1927.77
	限产比例 (%)		<b>25.2</b>	<b>17.7</b>
炼钢	限产量 (万吨)			<b>1225.98</b>
	限产基数			6872.78
	限产比例 (%)			<b>17.8</b>

数据来源：兴证期货研发部

2019 年 3 月、4 月及 5 月底，唐山市政府办公厅分别引发了《4（5、6）月份大气污染防治强化管控措施实施方案》，其中要求钢铁和焦化行业允许生产的涉气企业必须达标排放，钢铁和焦化企业必须达到超低排放标准，



并分两个区域进行错峰限产。《6月管控方案》增加了对烧结机（球团）石灰窑的**50%限产要求**，**转炉限产要求延续秋冬季限产要求**，比例与高炉相同。

但进入6月中旬，随着唐山市政府受生态部约谈、唐山空气质量出现恶化，5月唐山市空气质量在168重点城市中排名倒数第一，6月份AQI均值在100以上（属于污染天气）等诱因，陆续出台限产文件。其中最严格的是6月23日出台的《关于做好全市钢铁企业限产工作的通知》：要求8月1日前：绩效为A类的高炉、转炉、石灰窑**限产20%**，**其余限产比例不低于50%**，**高炉扒炉停产**。8月1日后，视全市空气质量决定是否延续执行。7月1日，唐山市发布《7月份唐山市大气污染防治强化管控方案》，其中提及：**7月1日至15日唐钢不锈钢可不限产，7月15日至31日华西钢铁，天柱钢铁，国义特钢可不限产**，实际限产力度有所下降，但未提及的钢铁企业，维持原有限产标准。

唐山市2018年以来执行的错峰生产，其中存在的亮点在于：切实制止了“一刀切”；不足点在于：透明度不够、及时性不强，各类限产文件存在冲突和矛盾，对企业的评级更新不及时无法提高超低排放改造的积极性。

2018年以来发布的各类限产方案中，普遍存在问题：**未严格执行秋冬季常态化限产，频繁实施临时错峰生产**。部分地区为迎接重大活动，或短时间内提高空气质量，往往在原有的秋冬季错峰生产基础上，临时要求企业短时间执行停产。这一政策要求只能减产，无法做到等比例的减排，甚至可能出现得不偿失，不降反增的污染物排放趋势。如：企业多以限产时间短为由，采取**闷炉代替扒炉**，影响错峰限产要求和效果。

针对各地错峰方案，可以执行以下修正：

- 一、钢铁行业大气污染防治工作不能搞运动，一阵风，必须**标本兼治，限产、治理和调结构**等多措施并举。
- 二、短期内，**实施差别化限产，减少污染物排放**；通过差别化的限产措施倒逼企业创先争优，加快治理进度，提高治理水平，从而减少污染物排放量。
- 三、长远看，制定全市钢铁、焦化产业结构调整升级方案，指导**企业联合重组、退城入园、装备升级**，从根本上解决钢铁行业大气污染问题。

### 3. 中国钢铁后供给侧改革的钢铁行业局势 (发言人：刁力 中国钢铁工业协会财务资产部副主任)

2019年粗钢产量不断创新高，其中会员企业产量增幅6.4%，非会员产

量增速达到 34%，70%增量来自于非会员的增量。由于产量的不断攀升，以及原料铁矿石价格的快速上涨，导致当前钢筋成本在 3800 元/吨，大企业的利润比较不好，小企业目前相对好过一些。

需求表现上，经过协会测算，大约 58%用在基建和房地产，上半年房地产表现好于预期，提振需求；制造业方面，机械需求有上升，汽车需求则下降明显。

出口方面，虽然中美贸易摩擦不断，但由于出口美国粗钢仅为 100 万吨，直接影响有限，但间接影响仍然存在。

今年铁矿价格的快速走高放大了行业难题：如何应对原料铁矿石价格高企问题。从去年的 65 美元/吨上涨到超过 110 美元/吨，行业利润被快速转移。5 月份 80%的会员企业的净利润仅为 255 亿元，同比 2018 年有所下滑。工业行业的平均盈利率为 6%，而钢铁行业从 2005 年至今仅为 1%，当前行业形势严峻，需要提高盈利能力。

当前钢铁行业主要存在以下问题：

- 一、产业布局的局限性：国内主要以资源临近和临海沿江钢企为主，但由于缺乏消费临近型的钢企，难以形成产业集群效应，并造成中间环节的资源浪费，**需要调整产业布局。**
- 二、钢铁产能迅速扩张：随着非会员企业产能扩厂产业集中度继续下降，CR10 为 33%左右，远低于目标的 60%。
- 三、产品同质化严重：只能打价格战，不利于企业盈利。
- 四、资源能源环境约束：**环保限产从“一刀切”改为“切一刀”**，当前不符合超低排放要求的钢厂都执行限产。由于无法连续生产，体现不出规模效应，对大企业的约束很大；**对原料的依赖强**，价格波动影响大：

进口自巴西、澳大利亚的铁矿占比达到 85%，10 年前仅为 60%。**需要分散进口的来源，降低进口集中度，来增加议价能力。**此外，发展**国内铁矿**生产能力也是工作重点，但新开发矿山需要 5 至 10 年；国内矿石税费高企，20%的资源税明显高于巴西、澳大利亚的 8 至 9%，还有无法抵扣的增值税，**短期难发展。**

五、产业链的建设滞后：高物流成本、利润被上下游转移

针对钢铁行业的后期发展方向，可以参考以下 4 个观点：

- 一、2010 年增速换挡，2015 年提出“经济 L 型”判断。
- 二、党的“十九大”以后，中央提出“新周期”发展模式。
- 三、2012 至 2015 年经济单边下滑，预计 2016-2019 年触底。
- 四、对钢铁行业而言，新周期是产能周期，需要谨防进一步的产能释放。

## 4. 2019 年钢坯行业形势分析及展望(发言人：

## 王美 我的钢铁网钢坯分析师)

2019 年钢坯价格走势为一季度底部回升，二季度高位震荡走势。

2019 年 1-6 月份钢坯利润均值为 485 元/吨，同比去年同期减少 287 元/吨。2019 年 6 月底，唐山主流钢厂平均铁水不含税成本为 2468 元/吨，钢厂毛利润约为 384 元/吨，进一步收缩。

2019 年 1-5 月份钢坯外销量为 828 万吨同比增加 26 万吨；轧钢厂对坯需求量约 873 万吨，同比减少 38 万吨。唐山地区供应占比 52.11%，仍为全国最大供应地。钢坯中超过 50% 流向型材，其次是带钢和建材。2019 年钢坯日均投放量为 3 万吨，同比下降 3 万吨左右。上半年整体表现为供强需弱，4 月份轧钢开工率有所增加，需求转增，供需差在库存上有所体现。

相较于 2018 年钢坯的整体供需弱平衡，2019 年上半年一度出现供强需弱格局。当前下游利润较低，上行存在阻力；炼钢厂利润受制于成本，底部虽有支撑，但供强需弱格局难改变，下半年价格将震荡偏弱。

钢坯供应方面，据 Mysteel 统计，2019 年预计新增轧线约 11 条，主要流向热卷，影响钢坯外销量约 6 万吨。预计 2019 年唐山日均供应量在 4 万吨，同比较少 1.3 万吨。当前高炉废钢比在 15 至 20% 之间，预计 2019 年在整体盈利情况下，废钢比或再度提升，有望继续增加生铁产量。

需求端，**型钢厂方面目前轧线增减预期不明朗**，部分面临转型升级；**带钢厂厂家成本有差异，目前窄带资源相对偏紧，有操作空间**；**建材厂随着螺纹新标的执行，调坯难度与成本都有不同程度增加**，部分厂家面临**关停风险**。下半年需求整体有减弱趋势，轧钢厂“标准化、规模化、精细化”是发展方向。

## 5. 2019 年中厚板行业形势分析及展望（发言人：瞿忠忠 我的钢铁网中厚板分析师)

2019 年中厚板整体运行表现为一季度底部反弹转向二季度的高位回落。一季度的反弹来自于需求的超预期运行，二季度回落来自于持续高企的产出与需求环节后继乏力的供需错配，叠加宏观面偏弱等诸多因素。

生产方面，在 2019 年 1 月初低位回升，力度明显强势，上半年持续呈现产量扩张趋势。消费端方面，从一季度情况看，震荡迹象明显，需求持续性存在问题，没有前两年对价格端持续的支撑力度。出口方面反而呈现积极的一面，同比去年同期均值上升 35%，但主要受益于基数较低。

库存表现上，累积幅度明显，但在蓄水池放大的同时，市场对库存压力的承载能力是否同比依旧值得关注。利润方面，虽然受到压缩，但整体仍然盈利，产品细分帮助生产厂商能够抓住市场红利。不过生产涉及的煤焦品种有关的环保政策尚未落地。预计年底政策落地后，会对中厚板的生产利润挤压。



2019年中厚板相较于热卷，在价格表现上更为稳健。主要原因在于需求端的差异：热卷下游的汽车、家电表现疲态；中厚板下游虽然同比增幅缩减，但依旧有支撑中厚板下游的传统机械、清洁能源、造船、锅炉等行业。

从钢厂利润角度来看，2018年上半年利润均值为570.6元/吨，2019年至今利润为233.8元/吨，利润缩水明显，降幅超过60%。但在工业材中，中厚板处于板材系中偏强品种。长材利润相对更高，主要来自于前期供需错配。

供应端，2019年中厚板预计有不及600万吨的新增产，主要以华东和华北区域为主。在现有产能中，短流程调坯占比较少，仅占9%。长流程钢厂主要以点对点供应为主，产品线也相对高端。从生产能力上来看，拥有长轧机能力的企业仍较少，能够轧制大于4米的企业占比30%，因此国内的桥梁板需求仍然大部分需要进口。

从Mysteel长期跟踪的样本企业数据来看，产出扩张迹象明显：其中2019年上半年周产量均值为122.76万吨，同比增幅为5.97%。

总库存方面，上半年增加11%，厂库有所下降，钢厂库存向下转移明显，目前的销售压力仍然有限。

需求方面，2019年上半年周度表观需求量为122.4万吨，同比增加5.67%，增幅小于供应增量。2019年上半年出口增加40万吨，但实际增量远不及供应增量，供应压力依旧明显。

中厚板的重点下游方面，造船行业增长继续乏力：2019年1-5月造船完工量同比增长1.4%，手持订单量下滑5.5%，新接订单量下滑40%，后期对中厚板的需求增幅空间有限。机械行业销量增速出现放缓：5月数据显示，挖掘机产销数据均有下滑、金属切削机床产量同比下滑14.7%。1-5月挖掘机销量同比增加15.25%，较去年增速由明显下滑。

展望2019年下半年的走势，主要逻辑为高成本的支撑：铁矿供应缺口+双焦预期的供给侧收缩+废钢目前整体供应端的偏紧，都能保证价格下行的低位不会低于2018年低位。

相对不确定的因素是三至四季度的成材环节的炒作：主要是供给受环保的影响力度不定，存在供给弹性空间，为下半年波段行情提供消息基础；下半年需求仍存在空间：经济下行期的消费升级存在相应的政策促进举措。

综合来看，三四季度供给端消息面的相对集中阶段可能提供下半年的高点机会，如若过分看空下半年行情，或将错失行情机会。

## 6. 2019年钢材市场基本分析（发言人：徐向春 我的钢铁网资讯总监）

粗钢产量在2014年就已经达到顶峰，叠加有1亿吨左右的表外产量尚

未计入，实际应该超过 9 亿吨产量。但随着今年粗钢月产量屡创新高，2019 年产量预计超过 9.5 亿吨，创下历史新高。

当前钢材价格进入止跌企稳阶段，主要受益于唐山的限产政策，并对下半年的走势有明显的提振。钢材的总需求当前出现饱和，但仍然存在两个亮点：钢结构和汽车。其中钢结构是朝阳产业，而汽车行业尚未饱和。

回顾上半年基本面，主要逻辑在于两升两降：粗钢产量上升+成本上升（铁矿价格快速走高）以及钢材均价的下降和利润的收缩。

钢厂利润下降明显，同比下滑超过 40%。回顾往期钢铁行业利润率，从未超过工业利润率，2018 年四季度的 6.15% 是最为接近的一次。长期来看，钢铁行业的利润回落是正常现象，4% 左右的利润率有利于长期平稳发展。

品种间，长强板弱表现持续。长期来看，螺纹与冷轧价格存在合理价差。当前价差与 2015 年类似，处在绝对低位，而 700 元/吨左右的成本差也不再支持价差的进一步缩小。

上半年的螺纹表现强势得益于房地产的超预期表现，当前经济在触底阶段，但施工综合指数（包含新开工、施工等）依旧在上行，下半年的下行将是缓慢下降的。基建投资虽然有所回升，但专项债的发行缓慢。虽然能从去年对经济的拖累变为支撑，但尚未达到拉动作用。

板材内部来看，中厚板会好于冷、热轧。主要是需求端的汽车和机械船舶的表现差异所致。

对于下半年的供应，不存在担忧，主要是环保限产带来的供应增速减慢。今年有 2000 万吨左右的置换产能释放。但长期来看，部分停产产能如：天津渤海钢铁集团破产重组，涉及产能 1800 万吨；西林钢铁破产重组，涉及产能 400 万吨，都在产能置换后出现重新进入供应市场。

2016 年至今，供给侧改革除了出清 1.4 亿吨地条钢产能外，还有压减了 1.5 亿吨不合规产能，达成“十三五”规划中的压减产能上限。当前政策逐步转向为严控新增产能，严防通过产能置换新增产能，期望不会出现产能扩张。

根据核算后的实际产能置换表现为：公告的产能置换月 2.4 至 2.5 万吨，但其中 30% 左右的产能存在疑问，置换后将变为新增产能。按照 5 月粗钢产量和产能利用率来反推，当前全国产能在 11.5 亿吨以上，但根据置换产能的核算，仍有 7000 至 8000 万吨的产能增加。如全部投入市场，供给侧将再次失控。

在供给侧存在较大压力的情况下，需求稍有异样便会造成价格的大幅波动：如 2014 至 2015 年的房地产调控，使得钢材需求出现大幅萎缩，价格下行。在 2020 至 2021 年大概率出现的置换产能投放高峰期，如果没有限产配合，将必然会出现价格战，届时钢价将出现断崖式下行。

因此，下半年钢价不会有近忧，并有望将创年内新高。但长期来看，供应过剩将在 2020 年后逐步显现。

## 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。