

供需存在边际改善预期，镍价重心 或将上移

兴证期货·研究发展部

2019年12月27日星期五

有色研究团队

孙二春

期货从业资格编号：F3004203

投资咨询资格编号：Z0012934

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

行情回顾

2019年镍价大起大落。印尼禁止镍矿出口事件成为市场“黑天鹅”，7月份开始镍价持续走强，LME镍价一度冲高至18850美元/吨高位。

10月份开始，在某市场大户“操纵”下，LME电解镍库存从15万吨，迅速下滑至6.5万吨附近，市场关注热点从“禁矿”逐步转移至镍自身基本面情况。在下游不锈钢价格低迷，新能源汽车驱动的硫酸镍需求持续恶化的局面下，镍价快速下行，12月10日一度跌破13000美元/吨关口，距9月初高点跌幅达31.56%。

后市展望及策略建议

1. 新增产能投放动能不足，2020年精炼镍产量或将继续萎缩

海外主要上市企业原生镍产量负增长。从我们追踪的11家海外镍相关上市企业来看，由于意外性因素，部分产线产量爬坡不稳定，生产亏损等原因，前三季度原生镍产量同比减少2.40%。在当前镍价水平下（2019年12月13日LME镍收盘于14215美元），精炼镍新增产能投放动能不足，2020年精炼镍产量或将继续萎缩。

国内精炼镍产量小幅恢复。国内生产电解镍的企业仅5-6家，甘肃金川集团一家产量占85%以上。受高镍价刺激，本年国内电解镍产量小幅回升，1-11月国内共生产电解镍14.14万吨，同比增长5.13%。但受制于硫化矿原料不足，国内电解镍产量增长空间相对有限。

2. 最悲观的阶段已过，2020年精炼镍消费有望回升

2019年国内精炼镍消费大幅下滑。分行业来看，由于今年NPI相较于精炼镍经济性较好，不锈钢生产中NPI对精炼镍替代明显，2019年不锈钢中使用的精炼镍同比大幅下滑近17万吨。新能源汽车行业陷入低迷，硫酸镍对精炼镍的消耗增幅不及预期。其他行业方面，电镀、合金压铸等领域对精炼镍需求相对稳定。

2020 年开始，受印尼红土镍矿限制出口政策影响，国内 NPI 生产原料不足，精炼镍与 NPI 之间价差大概率收窄，NPI 对精炼镍的替代效应放缓，不锈钢领域对精炼镍需求有望回升。

新能源汽车方面，短期暂时看不到明显向上的驱动力。但从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，一旦国家有相关刺激政策出台，新能源汽车领域对镍的消费增长空间依旧值得期待。

3. 精炼镍供需存在边际改善预期，2020 年镍价重心或将上移。

我们认为 2020 年精炼镍供应大概率继续萎缩，在当前镍价水平下，产业链上 NPI、不锈钢生产亏损，精炼镍生产企业投资新建产能的动力不足。需求端，不锈钢、硫酸镍领域对精炼镍需求有望低位回升。

我们对 2020 年镍价区间的判断：[95000, 150000]

建议投资者偏多操作思路为主。仅供参考。

风险提示：

中美贸易摩擦再起波澜；海外镍矿政策反复；不锈钢基本面持续恶化。

报告目录

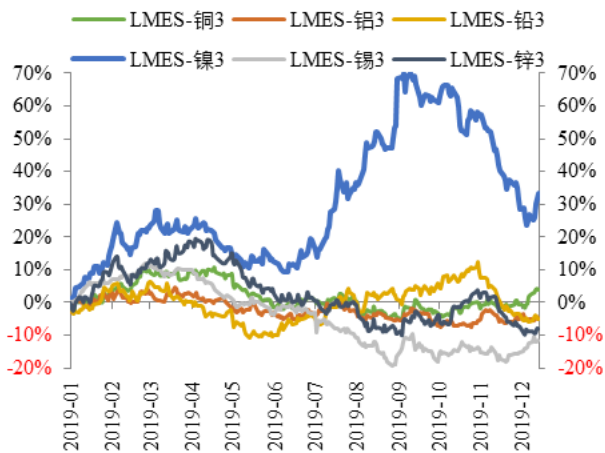
1. 行情回顾：镍价大起大落.....	4
2. 基本面：精炼镍产量增长有限，下游需求有望否极泰来.....	4
2.1 精炼镍供应：新增产能投放动能不足，2020 年精炼镍产量或将继续萎缩.....	4
2.1.1 海外主要上市企业原生镍产量负增长	4
2.1.2 国内精炼镍产量小幅恢复.....	8
2.2 精炼镍需求：最悲观的阶段已过，2020 年精炼镍消费有望回升	9
2.2.1 不锈钢生产中 NPI 对精炼镍的替代有望在 2020 年逐步放缓	9
2.2.2 新能源汽车电池材料对精炼镍需求可能掉头向上	14
2.3 库存：市场对库存指标的敏感度下降	16
3. 结论：供需边际改善，镍价重心或将上移.....	17
4. 风险提示.....	18

1.行情回顾：镍价大起大落

2019 年镍价大起大落。印尼禁止镍矿出口事件成为市场“黑天鹅”，7 月份开始镍价持续走强，LME 镍价一度冲高至 18850 美元/吨近五年高位。

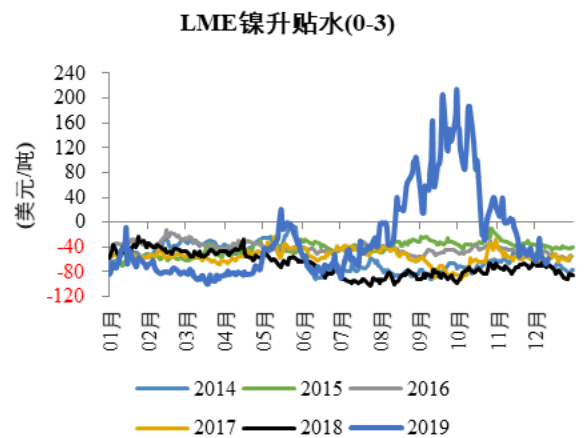
10 月份开始，在某市场大户“操纵”下，LME 电解镍库存从 15 万吨，迅速下滑至 6.5 万吨附近，市场关注热点从“禁矿”逐步转移至镍自身基本面情况。在下游不锈钢价格低迷，新能源汽车驱动的硫酸镍需求持续恶化的局面下，镍价快速下行，12 月 10 日一度跌破 13000 美元/吨关口，距 9 月初高点跌幅达 31.56%。

图 1: LME 各品种 2019 年以来涨跌幅



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2: LME 镍升贴水季节性



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.基本面：精炼镍产量增长有限，下游需求有望否极泰来

2.1 精炼镍供应：新增产能投放动能不足，2020 年精炼镍产量或将继续萎缩

2.1.1 海外主要上市企业原生镍产量负增长

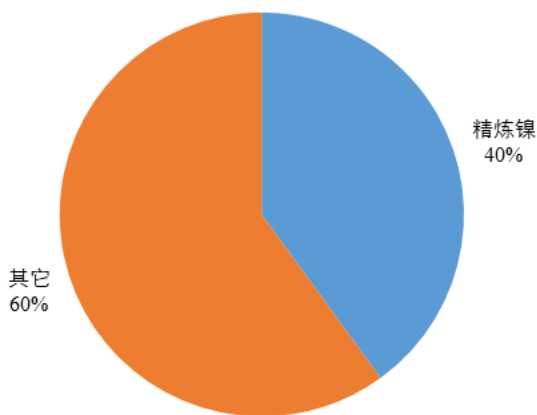
从我们追踪的 11 家海外镍相关上市企业来看，由于意外性因素，部分产线产量爬坡不稳定，生产亏损等原因，前三季度原生镍产量同比减少 2.40%。在当前镍价水平下（2019 年 12 月 13 日 LME 镍收盘于 14215 美元），精炼镍新增产能投放动能不足，2020 年精炼镍产量或将继续萎缩。

表 1: 海外主要 11 家上市镍生产企业概况

序号	公司	2018 产量(万吨)	原料	工艺	产成品	地点
1	Vale	24.46	红土镍矿	HPAL	Nickel matte	印尼
			红土镍矿	HPAL	Nickel oxide Nickel hydroxide	新喀里多尼亚
			红土镍矿	RKEF	Ferronickel	巴西
			硫化矿	火法冶金	镍板、镍精矿、 镍中间品等	加拿大
2	Norilsk	21.88	硫化矿	火法	电解镍 (板/块)	俄罗斯
			硫化矿	Sulphuric acid leaching (硫酸浸出)	镍 (板/块)、镍豆、镍粉 氢氧化镍、碳酸镍、硫酸镍	芬兰
3	Glencore	12.38	硫化矿 (INO)		镍 (板/块) 镍精矿	加拿大 挪威
			红土镍矿 (murin murin)	HPAL	镍板/块	澳洲
			红土镍矿 (Koniorbo)	RKEF	Ferronickel	新喀里多尼亚
4	SMM	6.96	红土镍矿	HPAL	Ni Ferronickel NiSO4	菲律宾、印尼、 新喀里多尼亚
5	BHP	9.06	硫化矿 (对比 FQ 红土镍矿)	火法	镍豆/粉 镍铈 镍精矿	澳洲
6	Sherritt	6.39	红土镍矿	HPAL→精炼	电解镍 (Briquettes)	古巴、马达加斯加
7	Eramet	5.80	红土镍矿	RKEF	Ferronickel	新喀里多尼亚
			外采 matte	湿法冶金	高纯镍、NiCl2	法国
8	Anglo American	6.54	红土镍矿	RKEF	Ferronickel Ni	巴西 南非
9	South32	4.38	红土镍矿	RKEF	Ferronickel	哥伦比亚 (南美)
10	First Quantum	0	红土镍矿	PAL	MHP	澳洲
11	Antam	2.47	红土镍矿	RKEF	Ferronickel 镍矿	印尼
	总计	100.31				
	全球	225.2				

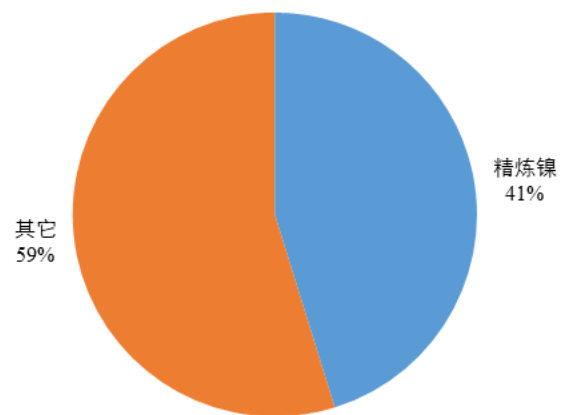
数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 3: 海外 11 家上市矿企最终产品分布



数据来源：公司公告，兴证期货研发部

图 4: 2018 年全球精炼镍产量占原生镍比重 41%



数据来源：公司公告，SMM，兴证期货研发部

2019 年前三季度，海外主要生产企业镍产量延续负增长，分企业来看，除了 Norilsk, Sherritt 产量有明显恢复外，其它企业产出依旧表现不佳，其中 Vale 前三季度产量大幅下滑 16.23%。

表 2：2019 年前三季度全球主要上市公司镍产量负增长（万金属吨）

序号	公司名称	2019Q3 (万吨)	2018Q3 (万吨)	2019Q3 增量	2019Q3 同比	2019Q1-Q3 增量	2019Q1-Q3 同比
1	Vale	5.14	5.57	-0.43	-7.72%	-2.93	-16.23%
2	Norilsk	5.73	5.37	0.35	6.56%	0.97	6.16%
3	Glencore	3.40	2.87	0.53	18.47%	-0.15	-1.65%
4	SMM	1.99	1.71	0.28	16.37%	0.01	0.19%
5	BHP	2.16	2.14	0.02	0.93%	0.14	2.06%
6	Sherritt	1.73	1.65	0.08	4.87%	0.54	12.03%
7	Eramet	1.30	1.41	-0.11	-7.80%	-0.14	-3.21%
8	Anglo American	1.81	1.71	0.10	5.85%	0.02	0.42%
9	South32	1.06	1.07	-0.01	-0.93%	-0.21	-6.42%
10	First Quantum	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-
11	Antam	0.60	0.65	-0.04	-6.48%	-0.02	-1.10%
	总计	24.92	24.15	0.77	3.19%	-1.77	-2.40%

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

Vale 前三季度旗下各个镍业务区域产量都出现下滑，其中位于巴西的 Onça Puma 镍铁厂在二季度关停的影响最大，损失产量 0.91 万吨，Vale 三季度报声明 9 月份 Onça Puma 镍铁厂开始逐步恢复生产，但对四季度产量贡献有限。加拿大以及新喀里多尼亚地区由于检修因素影响，原生镍产量前三季度分别减少 0.57 万吨和 0.56 万吨。2019 全年预期产量下调至 21.5 万吨，同比 2018 年下滑 15% 以上。在 2019 年 12 月份的投资者年会上，公司预期随着 North Atlantic 地区原料处理能力提升及 Onça Puma 镍铁厂第二个炉子重启，公司原生镍产能将恢复至 24 万金属吨。

Norilsk 作为全球最大精炼镍生产企业，得益于 Polar 厂区对高品位镍钌处理效率提升，Kola 厂区精炼能力扩大以及位于芬兰的 Harjavalta 工厂充足的原料供应，前三季度产量同比 2018 年增加近 1 万吨，是海外企业主要的产量增长点。公司在 11 月份举行的投资者年会上预期 2020 年产量将达到 23 万金属吨，同比 2019 年小幅增加 0.75 万吨。

Glencore 前三季度原生镍产量小幅下滑 0.15 万吨。由于一季度位于新喀里多尼亚的 Koniambo 镍铁厂意外泄露事件及随后检修期的延长，Koniambo 镍铁厂前三季度产量大幅下滑近 20% (-0.43 万吨)。公司 2019 年原生镍产量预期 12.8 万吨，2020 年产量预期仍不乐观，仅有 12.5 万吨。

Sherritt 今年的产量稍有恢复，但产量增长仍不稳定，由于热交换器设备出现问题，Moa 镍精炼厂三季度意外性暂停生产。公司三季度调低年度产量预期 0.75 万吨，至 6.7 万吨，同比 2018 年产量增量仅有 0.31 万吨。

BHP 前三季度产量基本持平，其最新公布的 2020 财年产量目标 8.7 万吨，与 2019 财年持平。

First Quantum 因为亏损原因，2017 年 10 月开始就已经停止其在澳大利亚 Ravensthorpe 的镍钴中间品的生产（2017 年产量 1.78 万金属吨）。最新三季报中，公司预期将于 2020 年 1 季度重启 Ravensthorpe 镍业务。但根据 2018 年四季度报告，只有在镍价长期维持在 16500 美元/吨以上，镍项目重启收益率才符合公司目标。当前镍价再度跌至 14000 美元/吨附近（2019 年 12 月 13 日 LME 镍收盘于 14215 美元），2020 年 Ravensthorpe 镍业务前景暗淡。

Eramet, Anglo American, South32, Antam 主要产品是镍铁，产量波动不大。

整体看，2019 年海外主要上市镍生产企业产量大概率负增长，在当前镍价水平下，精炼镍新增产能投放动能不足，2020 年精炼镍产量或将继续萎缩。

表 3：海外主要企业产量预期情况（万金属吨）

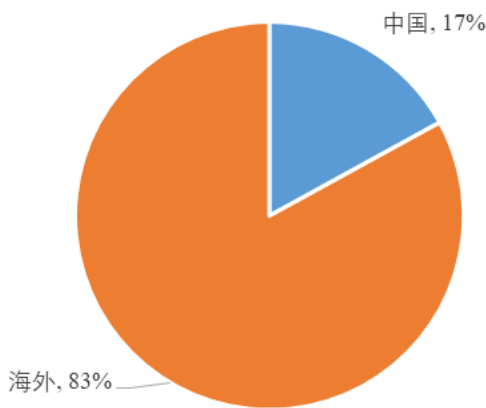
序号	公司名称	镍业务地位	2018产量	2019E	2020E
1	Vale	9.24%	24.46	21.5	-
2	Norilsk	25.19%	21.88	22.25	23
3	Glencore	0.93%	12.38	12.8	12.5
4	SMM	11.06%	6.96	7.59	-
5	BHP	2.50%	9.06	9.06	9.06
6	Anglo American	1.57%	6.54	6.27	6.27-
7	Sherritt	43.02%	6.39	6.7	-
8	Eramet	17.63%	5.80	5.60	-
9	South32	5.40%	4.38	4.05	4.05
10	Antam	36.30%	2.47	3.028	-
11	First Quantum	4.50%	0.00	0	-
	小计	-	100.31	98.85	-

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

2.1.2 国内精炼镍产量小幅恢复

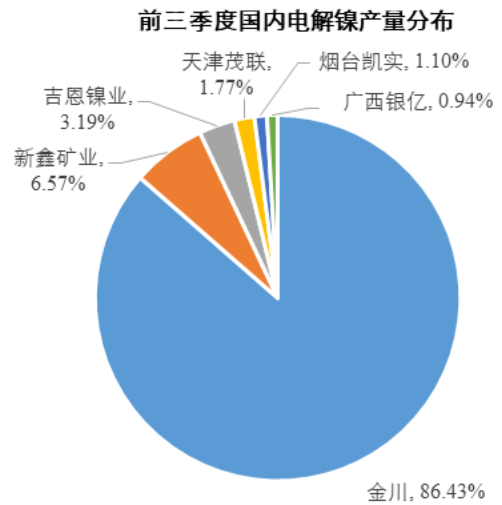
国内生产电解镍的企业仅 5-6 家，甘肃金川集团一家产量占 85% 以上。受高镍价刺激，本年国内电解镍产量小幅回升，1-11 月国内共生产电解镍 14.14 万吨，同比增长 5.13%。但受制于硫化矿原料不足，国内电解镍产量增长空间相对有限。

图 5：中国精炼镍产量占全球 17%



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 6：国内精炼镍生产金川集团一家独大



数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图 7：国内精炼镍产量小幅回升



数据来源：SMM，兴证期货研发部

2.2 精炼镍需求：最悲观的阶段已过，2020 年精炼镍消费有望回升

2019 年国内精炼镍消费大幅下滑。分行业来看，由于今年 NPI 相较于精炼镍经济性较好，不锈钢生产中 NPI 对精炼镍替代明显，2019 年不锈钢中使用的精炼镍同比大幅下滑近 17 万吨。新能源汽车行业陷入低迷，硫酸镍对精炼镍的消耗增幅不及预期。其他行业方面，电镀、合金压铸等领域对精炼镍需求相对稳定。

2020 年开始，受印尼红土镍矿限制出口政策影响，国内 NPI 生产原料不足，精炼镍与 NPI 之间价差大概率收窄，NPI 对精炼镍的替代效应放缓，不锈钢领域对精炼镍需求有望回升。

新能源汽车方面，短期暂时看不到明显向上的驱动力。但从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，一旦国家有相关刺激政策出台，新能源汽车领域对镍的消费增长空间依旧值得期待。

我们认为国内精炼镍消费最悲观的阶段已过，2020 年精炼镍消费有望逐步回升。

2.2.1 不锈钢生产中 NPI 对精炼镍的替代有望在 2020 年逐步放缓

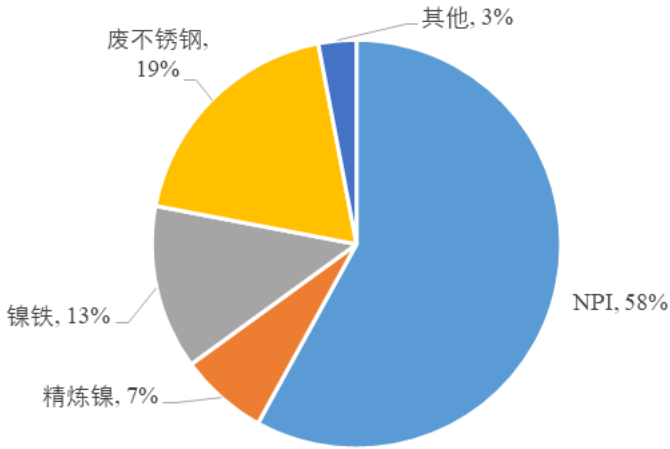
A. NPI 对精炼镍的替代效应有望放缓

不锈钢中镍原料主要来自 NPI，Ferronickel，精炼镍，废不锈钢，其它镍中间品。

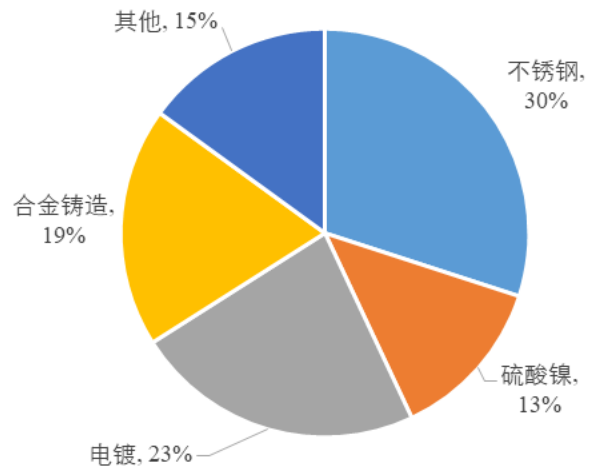
由于今年 NPI 相较于精炼镍经济性较好，不锈钢生产中 NPI 对精炼镍替代明显，2019 年不锈钢中使用的精炼镍占比仅为 7%。

图 8：2019 年不锈钢生产中镍原料来源分布

图 9：2019 年国内精炼镍下游使用分布



数据来源：SMM，兴证期货研发部



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图 10：2019 年国内 NPI 对精炼镍经济性明显（元/镍点）

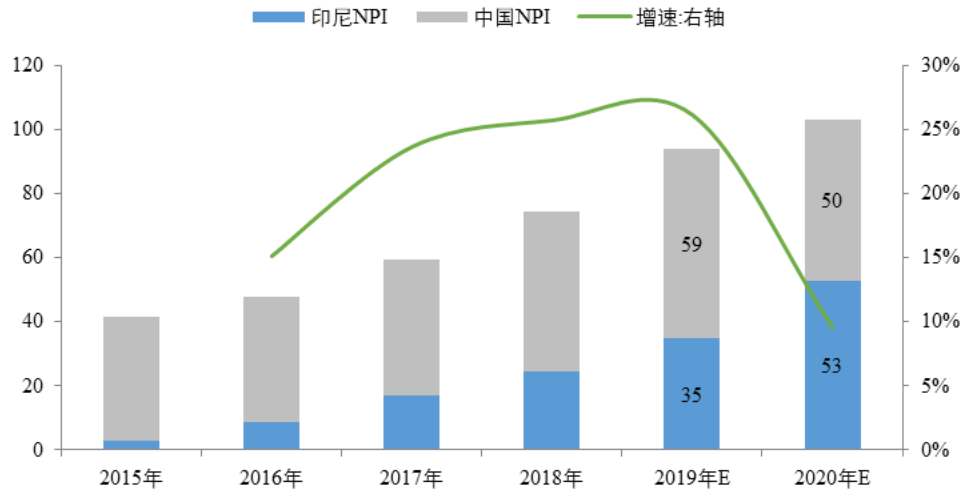


数据来源：SMM，兴证期货研发部

2020 年开始，受印尼红土镍矿限制出口政策影响，国内 NPI 生产的原料相对不足，精炼镍与 NPI 之间价差大概率收窄，NPI 对精炼镍的替代效应放缓，不锈钢领域对精炼镍需求有望出现回升。

上海有色网预计 2020 年国内 NPI 产量下滑 9 万金属吨，但印尼 NPI 产能逐步投放，2020 年印尼 NPI 产量有望增加 18 万金属吨，至 53 万金属吨高位。全球角度看，2020 年 NPI 产量维持近 10% 的增长速度。

图 11: 国内与印尼 NPI 产量出现劈叉 (万金属吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

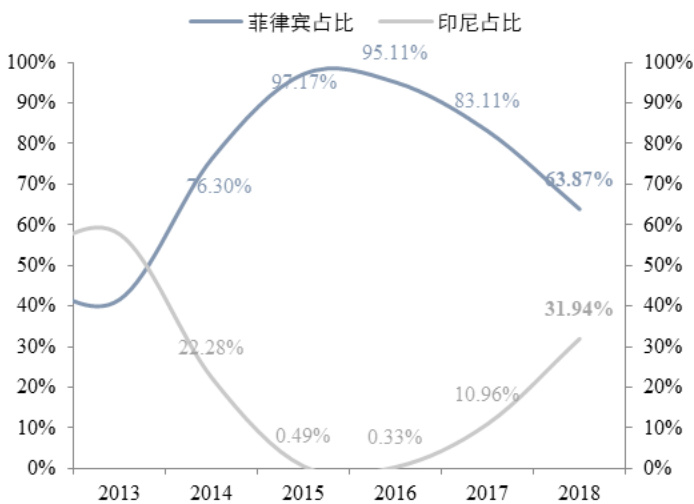
B.国内 NPI 生产企业出现亏损

自 7 月份市场炒作印尼“禁矿”事件以来, 印尼镍矿从 40 美元/湿吨攀升至最高近 70 美元/湿吨, 虽然近期有所回落, 但仍持稳于 60 美元/湿吨以上。2020 年 1 月 1 日印尼正式禁止镍矿出口, 届时矿价大概率维持坚挺。

当前镍矿价格水平下, 内蒙, 辽宁等地区 NPI 生产企业已经亏至现金成本, 后期或将逐步出现减停产行为。

图 12: 中国历年从印尼、菲律宾进口镍矿占比

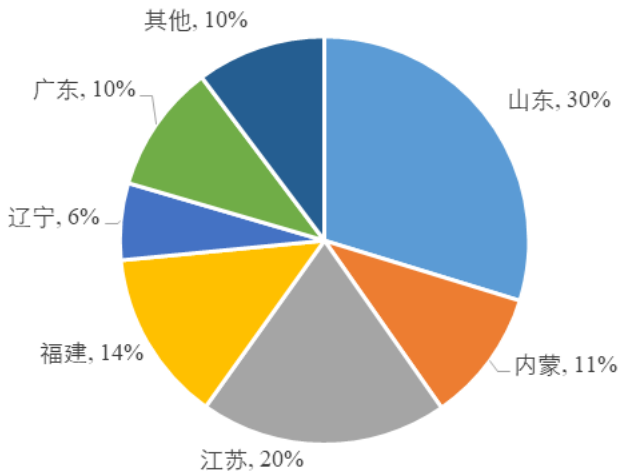
图 13: 镍矿价格走势 (美元/湿吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

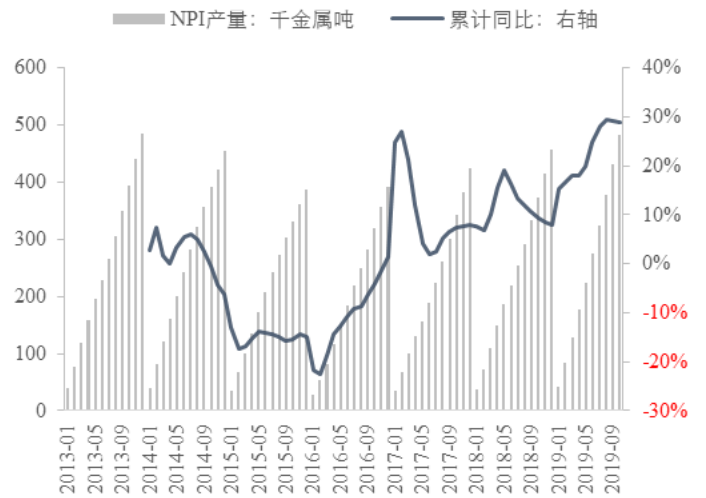
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 14: 国内 NPI 产量分布



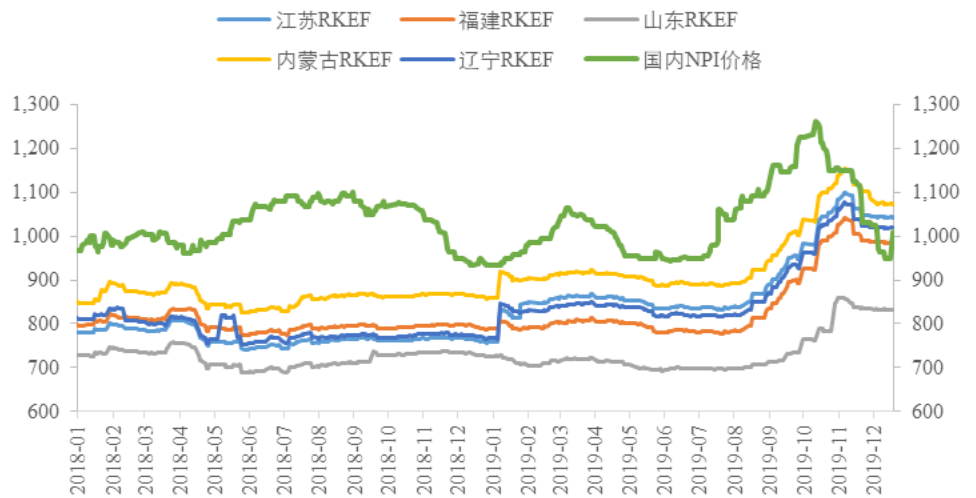
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 15: 国内 NPI 产量 (千金属吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 16: 国内部分地区 NPI 生产亏损至现金成本 (元/镍点)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

C. 不锈钢自身供需不佳

不锈钢自身供需不佳。2019 年 1-11 月份国内共生产 2481 万吨不锈钢，同比增幅达 12%，其中 300 系不锈钢产量 1211 万吨，同比增长 8.65%。需求方面，国内汽车，家电表现弱势，不锈钢消费不乐观，导致不锈钢库存季节性高位。

虽然国内部分不锈钢生产企业迫于亏损压力有检修减产迹象，但目前仍未发生实质性减产，预计明年不锈钢供需难出现大的改观。

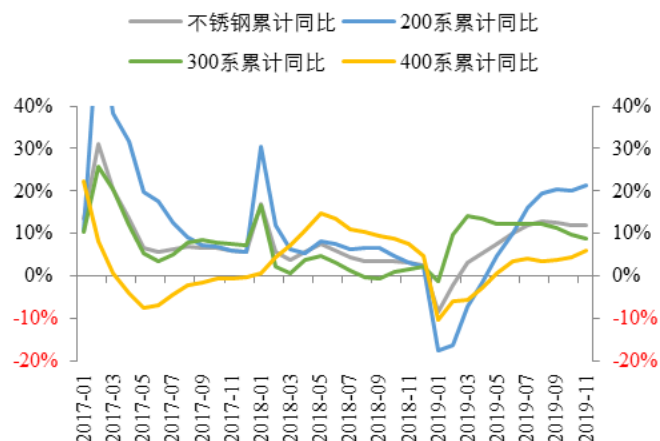
年度报告

图 17: 不锈钢现货价格弱势 (元/吨)



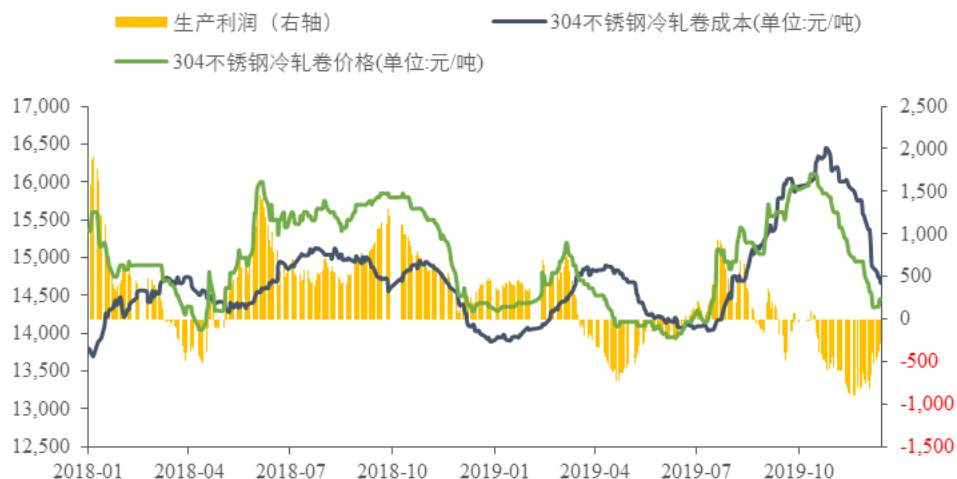
数据来源: 钢联数据, 兴证期货研发部

图 18: 1-11 月国内 300 系不锈钢产量累计增加 8.65%



数据来源: 钢联数据, 兴证期货研发部

图 19: 不锈钢生产持续亏损 (元/吨)



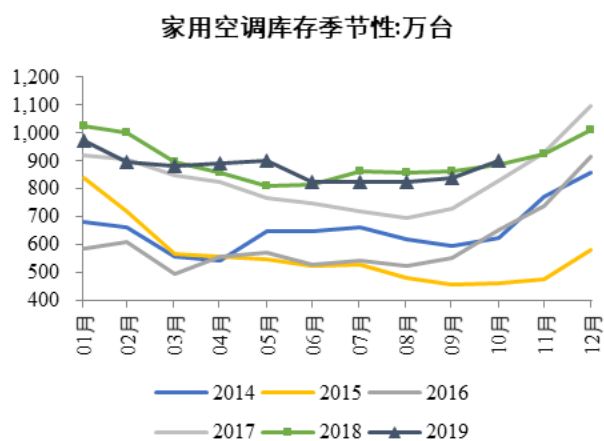
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 20: 1-10 月份国内家用空调产量同比-0.45%



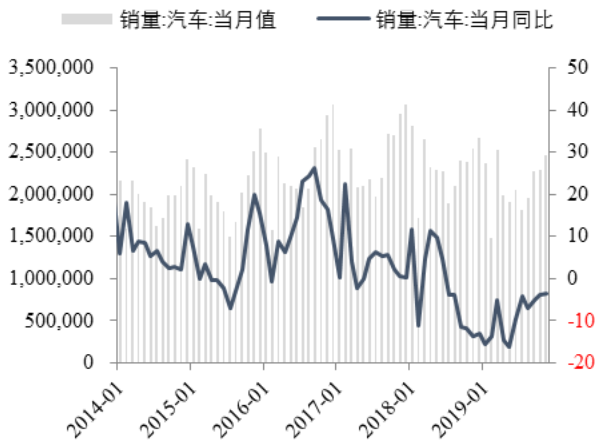
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 21: 空调库存季节性高位



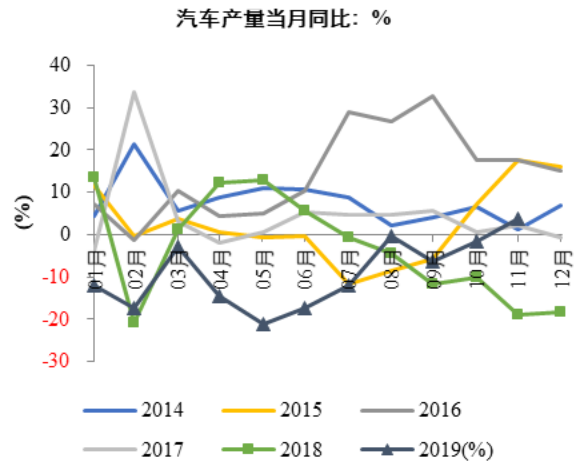
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22：汽车销量负增长幅度收窄



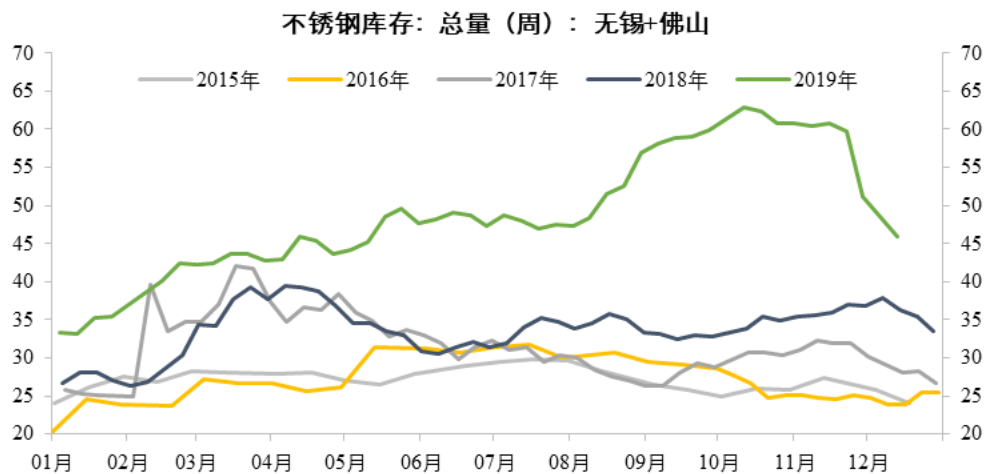
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 23：11 月汽车产量同比转正



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 24：不锈钢社会库存季节性高位（万吨）



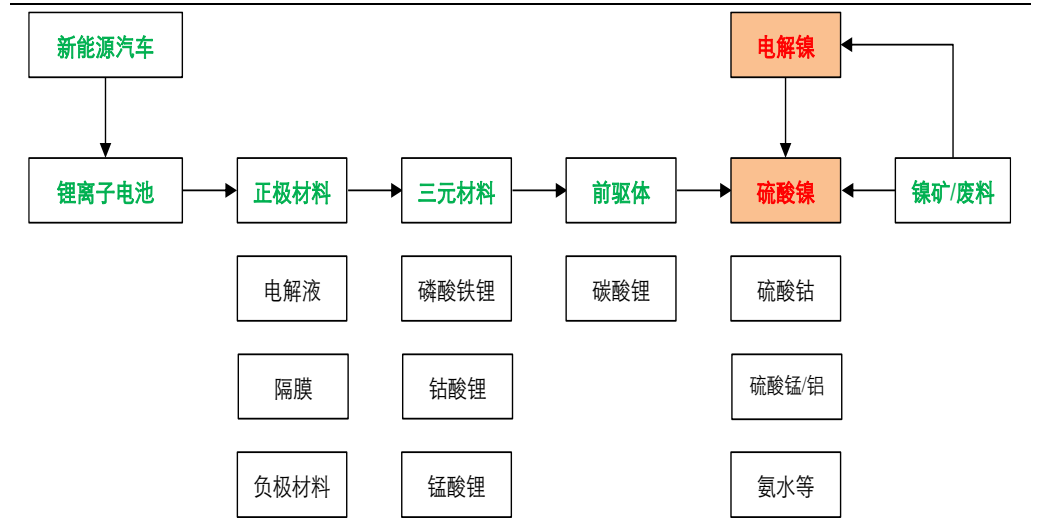
数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

2.2.2 新能源汽车电池材料对精炼镍需求可能掉头向上

受新能源汽车补贴退坡影响，三元电池产业链发展放缓，1-11 月硫酸镍累计产量仅为 11.35 万吨，增速下滑至 26%。

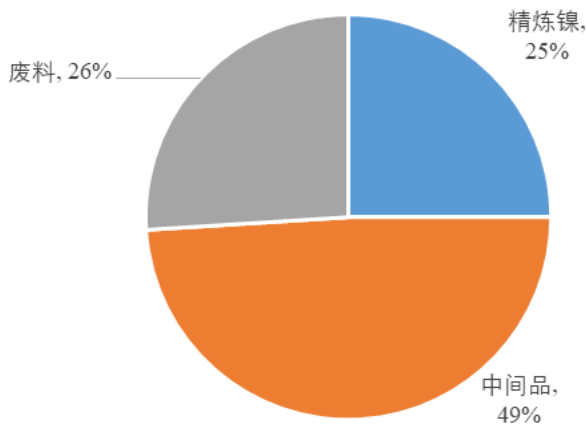
预计 2019 年通过精炼镍溶解制备硫酸镍消耗的镍金属为 3.6 万吨，随着新能源汽车板块逐步筑底回升，2020 年硫酸镍消耗的精炼镍预期回升至 5 万吨以上。

图 25: 新能源汽车-硫酸镍-电解镍逻辑路线



数据来源: 公开资料, 兴证期货研发部

图 26: 2019 年国内硫酸镍原料来源分布



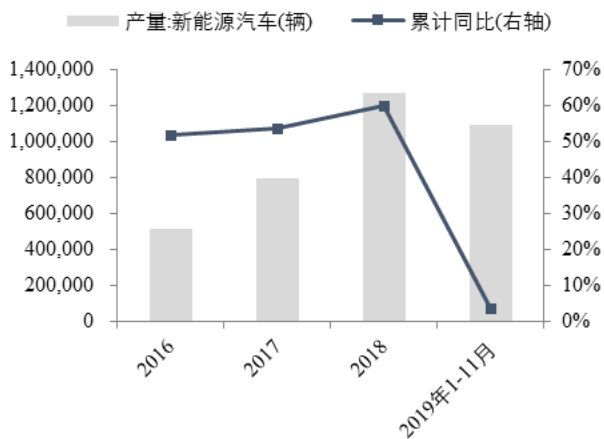
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 27: 2019 年 1-11 月硫酸镍产量 11.35 万镍吨



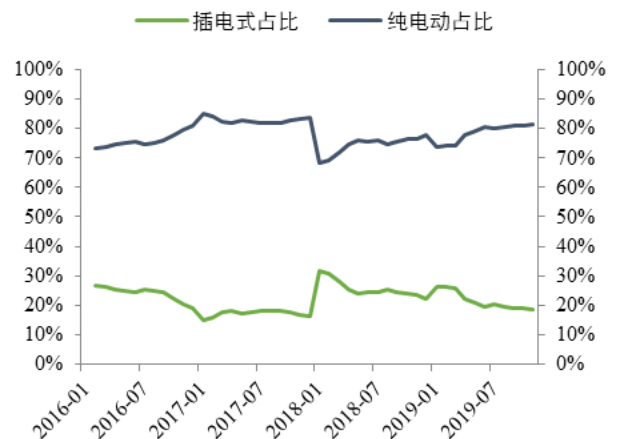
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图 28: 1-11 月新能源汽车产量同比增长 3.74%



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 29: 新能源汽车产量结构



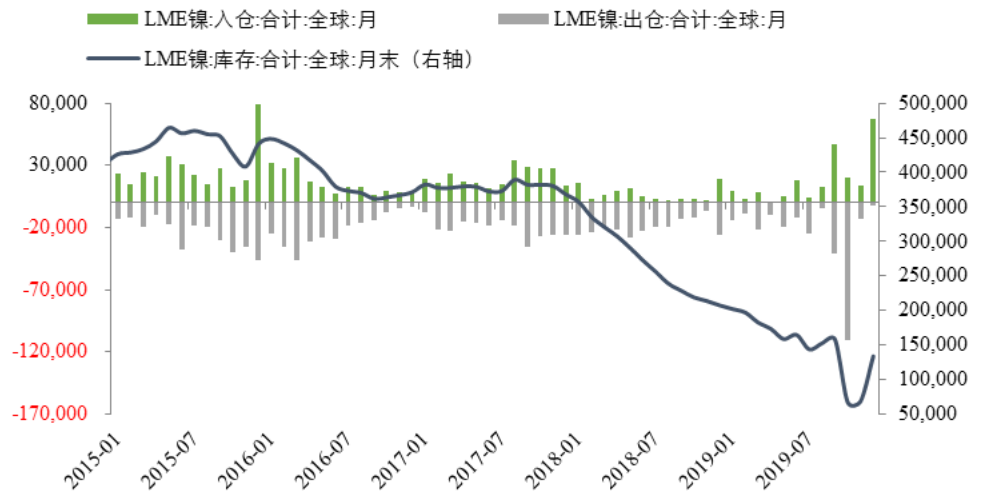
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2.3 库存：市场对库存指标的敏感度下降

10月开始LME库存急速下滑，人为“操纵”迹象明显，市场对库存指标的敏感度下降。

国内LME镍库存季节性基本与去年持平，当前电解镍进口亏损仍在-3000元/吨，海外短单现货进入国内的动力不足，根据我们前文对精炼镍供需的分析，我们认为2020年国内库存出现超预期累计的概率不大。

图 30: LME 库存 (吨)



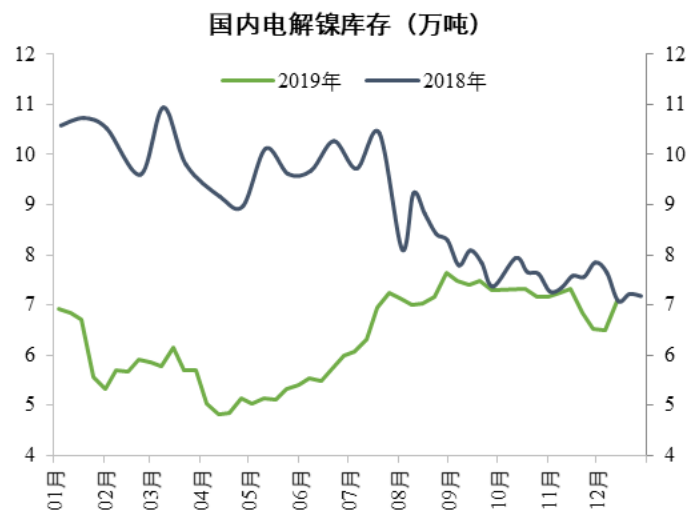
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 31: 电解镍进口亏损仍在-3000 元/吨

图 32: 国内电解镍库存 (万吨)



数据来源：SMM，兴证期货研发部



数据来源：钢联数据，兴证期货研发部

3. 结论：供需边际改善，镍价重心或将上移

1. 新增产能投放动能不足，2020 年精炼镍产量或将继续萎缩

海外主要上市企业原生镍产量负增长。从我们追踪的 11 家海外镍相关上市企业来看，由于意外性因素，部分产线产量爬坡不稳定，生产亏损等原因，前三季度原生镍产量同比减少-2.40%。在当前镍价水平下（2019 年 12 月 13 日 LME 镍收盘于 14215 美元），精炼镍新增产能投放动能不足，2020 年精炼镍产量或将继续萎缩。

国内精炼镍产量小幅恢复。国内生产电解镍的企业仅 5-6 家，甘肃金川集团一家产量占 85% 以上。受高镍价刺激，本年国内电解镍产量小幅回升，1-11 月国内共生产电解镍 14.14 万吨，同比增长 5.13%。但受制于硫化矿原料不足，国内电解镍产量增长空间相对有限。

2. 最悲观的阶段已过，2020 年精炼镍消费有望回升

2019 年国内精炼镍消费大幅下滑。分行业来看，由于今年 NPI 相较于精炼镍经济性较好，不锈钢生产中 NPI 对精炼镍替代明显，2019 年不锈钢中使用的精炼镍同比大幅下滑近 17 万吨。新能源汽车行业陷入低迷，硫酸镍对精炼镍的消耗增幅不及预期。其他行业方面，电镀、合金压铸等领域对精炼镍需求相对稳定。

2020 年开始，受印尼红土镍矿限制出口政策影响，国内 NPI 生产原料不足，精炼镍与 NPI 之间价差大概率收窄，NPI 对精炼镍的替代效应放缓，不锈钢领域对精炼镍需求有望回升。

新能源汽车方面，短期暂时看不到明显向上的驱动力。但从产业趋势上看，未来新能源汽车前景依然广阔，一旦国家有相关刺激政策出台，新能源汽车领域对镍的消费增长空间依旧值得期待。

3. 精炼镍供需存在边际改善预期，2020 年镍价重心或将上移。

我们认为 2020 年精炼镍供应大概率继续萎缩，在当前镍价水平下，产业链上 NPI，不锈钢生产亏损，精炼镍生产企业投资新建产能的动力不足。需求端，不锈钢、硫酸镍领域对精炼镍需求有望低位回升。

我们对 2020 年镍价区间的判断：[95000, 150000]

建议投资者偏多操作思路为主。仅供参考。

4.风险提示

中美贸易摩擦再起波澜；海外镍矿政策反复；不锈钢基本面持续恶化。

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。本报告清晰准确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。