

黑色有色研究团队

孙二春

从业资格编号：F3004203

投资咨询编号：Z0012934

孟宪博

从业资格编号：F3004203

联系人

孙二春

021-20370947

sunec@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

5月锌价强势运行。锌价延续春节后震荡上行的趋势，月中曾触及23,470元/吨，创自2018年7月以来的新高。最后一周锌价震荡幅度较大，一度回调至月初的价格水平。截至5月31日，国内主力合约ZN2107收于22,900元/吨，月涨幅为5.07%。

● 后市展望及策略建议

1. 锌精矿供给持续偏紧。一季度主要海外矿企的锌矿产量环比2020年四季度下降7.1%，国内中小型矿山开工持续受阻，叠加Red Dog锌矿的销量预期同比减少5.3万吨，二季度锌矿的供给持续偏紧。这是我们认为供应端对锌价支撑的主要逻辑之一。

2. 二季度海外疫情反复，或影响矿山生产。全球主要锌矿生产国中，秘鲁（全球占比11%）和印度（全球占比6%）今年以来新冠疫情出现反复，新增确诊病例出现高峰，第二季度的矿山生产可能会受到影响。随着疫苗接种逐步推进，海外每日确诊病出现下滑。

3. 锌精矿加工费TC维持低位，冶炼厂超预期开工动力不足。国产锌矿加工费维持在3,950元/吨，进口锌矿加工费维持在70美元/干吨的低位，冶炼盈利水平较低，盈亏不确定性较强，冶炼厂不具备大幅提高开工率的动力，精炼锌供应压力预期不大。

4. 国内下游消费恢复明显。2020年下半年以来，国内疫情防控成功，率先摆脱新冠疫情的负面影响。目前我国制造业PMI已经连续15个月位于临界点以上，仅新出口订单受海外疫情影响出现波动。今年各地员工“原地过年”情况较多，春节过后需求回升较快，下游各消费领域企业的订单陆续增多。

5. 精炼锌旺季去库加速。今年精炼锌淡季累库幅度相对低于历史同期水平，春节后进入精炼锌传统的消费旺季，国内精炼锌社会库存加速去化。截至目前，精炼锌社会库存与历史同期持平。

综上所述我们认为，锌价短期内易受宏观情绪影响出现震荡，下游企业逢低采购意愿较强，在锌价下方形成有力支撑。今年二季度锌精矿的供给持续偏紧，疫情后全球经济复苏加快，随着精炼锌旺季去库加速，锌的供需格局将持续好转，我们认为锌价有望进一步上涨。仅供参考。

● **风险提示：**

1. 海外疫情发展不确定； 2. 中美关系再起波澜； 3. 欧美实体经济恢复不及预期。

报告目录

| | |
|-----------------------|----|
| 1.行情回顾..... | 5 |
| 2.海外疫情..... | 5 |
| 3.基本面..... | 6 |
| 3.1 锌精矿供给持续偏紧 | 7 |
| 3.2 低加工费抑制精炼锌生产 | 11 |
| 3.3 国内下游消费恢复明显 | 12 |
| 3.4 精炼锌旺季去库加速 | 18 |
| 4.结论..... | 20 |
| 5.风险提示..... | 21 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: LME 各品种 2020 年以来涨跌幅..... | 5 |
| 图 2: 沪锌期限结构 (单位: 元/吨) | 5 |
| 图 3: 印度、秘鲁每日新增确诊病例 (5 日均值, 单位: 例) | 5 |
| 图 4: 全球锌精矿产量构成 (单位: 万吨) | 6 |
| 图 5: 我国锌精矿进口来源国占比..... | 6 |
| 图 6: 我国锌矿产能分布 (单位: 万吨) | 8 |
| 图 7: 我国锌矿山规模占比..... | 8 |
| 图 8: 国内锌矿平均利润 (单位: 元/吨) | 10 |
| 图 9: 我国锌矿企业开工率 (按规模) (单位: 元/吨) | 10 |
| 图 10: Red Dog 锌精矿季度产量 (单位: 万吨) | 11 |
| 图 11: Red Dog 锌精矿季度销量 (单位: 万吨) | 11 |
| 图 12: 锌精矿加工费 TC 处于近两年低位 | 11 |
| 图 13: 2021 年以来冶炼厂生产利润在盈亏平衡点附近 (单位: 元/吨) | 12 |
| 图 14: 国内精炼锌累计产量 (单位: 万吨) | 12 |
| 图 15: 中国制造业 PMI | 13 |
| 图 16: 锌下游各消费领域 PMI | 13 |
| 图 17: 国内锌初级消费结构..... | 14 |
| 图 18: 国内锌终端消费结构..... | 14 |
| 图 19: 镀锌结构件企业开工率 (单位: %) | 14 |
| 图 20: 压铸锌合金企业开工率 (单位: %) | 14 |
| 图 21: 氧化锌企业开工率 (单位: %) | 15 |
| 图 22: 黄铜企业开工率 (单位: %) | 15 |
| 图 23: 房屋累计新开工面积 (单位: 亿平方米) | 16 |
| 图 24: 房屋累计竣工面积 (单位: 亿平方米) | 16 |
| 图 25: 房地产开发投资累计额 (单位: 亿平方米) | 16 |
| 图 26: 商品房累计销售面积 (单位: 亿元) | 16 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 27: 公共财政累计支出及累计同比 (单位: 万亿元) | 17 |
| 图 28: 基建各领域投资累计同比 | 17 |
| 图 29: 汽车库存及库存指数 (单位: 万辆) | 18 |
| 图 30: 空调累计产量及累计同比 (单位: 万台) | 18 |
| 图 31: 国内精炼锌季节性社会库存 (单位: 万吨) | 19 |
| 图 32: 两大交易所叠加保税区库存 (单位: 万吨) | 19 |
| 图 33: 上期所锌库存季节性 (单位: 万吨) | 19 |
| 图 34: 上期所锌注册仓单 (单位: 万吨) | 19 |
| 图 35: LME 锌库存季节性 (单位: 万吨) | 20 |
| 图 36: 保税区库存季节性 (单位: 万吨) | 20 |

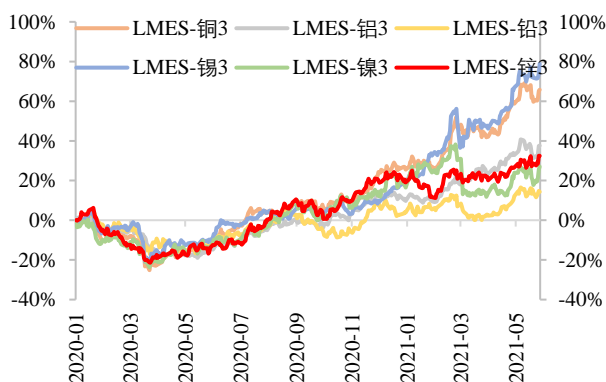
表目录

| | |
|--|---|
| 表 1: 主要海外锌矿企业 2021 年一季度产量 (单位: 万吨) | 7 |
| 表 2: 主要锌矿生产省份矿山环保相关文件 | 9 |

1. 行情回顾

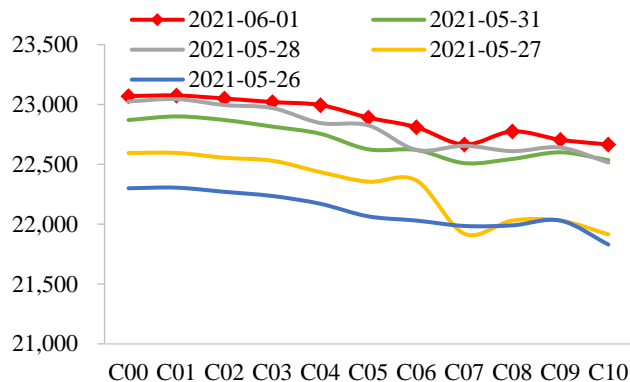
5月锌盘面震荡走高。锌价延续春节后震荡上行的态势，月中曾触及23,470元/吨，创自2018年7月以来的新高。最后一周锌价震荡幅度较大，一度回调至月初的价格水平。截至5月31日，国内主力合约ZN2107收于22,900元/吨，月涨幅为5.07%。

图1: LME各品种2020年以来涨跌幅



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图2: 沪锌期限结构(单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 海外疫情

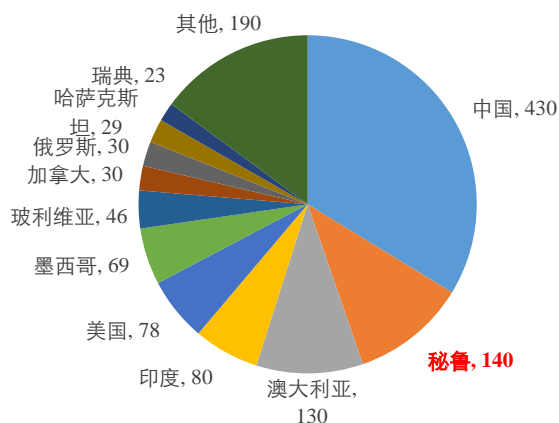
海外疫情二次爆发后逐步缓解。截至5月31日，海外累计确诊病例超过1.71亿。全球主要锌矿生产国中，秘鲁(全球占比11%)和印度(全球占比6%)今年以来新冠疫情出现反复，新增确诊病例出现高峰，第二季度的矿山生产可能会受到影响。随着疫苗接种逐步推进，海外每日确诊病出现下滑。

图3: 印度、秘鲁每日新增确诊病例(5日均值, 单位: 例)



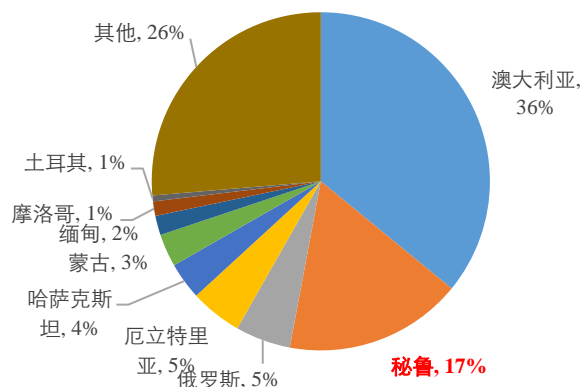
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图4：全球锌精矿产量构成（单位：万吨）



数据来源：ILZSG，兴证期货研发部

图5：我国锌精矿进口来源国占比



数据来源：海关总署，兴证期货研发部

3. 基本面

锌精矿供给持续偏紧。一季度主要海外矿企的锌矿产量环比 2020 年四季度下降 7.1%，国内中小型矿山开工持续受阻，叠加 Red Dog 锌矿的销量预期同比减少 5.3 万吨，二季度锌矿的供给持续偏紧。这是我们认为供应端对锌价支撑的主要逻辑之一。

二季度海外疫情反复，或影响矿山生产。全球主要锌矿生产国中，秘鲁（全球占比 11%）和印度（全球占比 6%）今年以来新冠疫情出现反复，新增确诊病例出现高峰，二季度的矿山生产可能会受到影响。随着疫苗接种逐步推进，海外每日确诊病出现下滑。

锌精矿加工费 TC 维持低位，冶炼厂超预期开工动力不足。国产锌矿加工费维持在 3,950 元/吨，进口锌矿加工费维持在 70 美元/干吨的低位，冶炼盈利水平较低，盈亏不确定性较强，冶炼厂不具备大幅提高开工率的动力，精炼锌供应压力预期不大。

国内下游消费恢复明显。2020 年下半年以来，国内疫情防控成功，率先摆脱新冠疫情的负面影响。目前我国制造业 PMI 已经连续 15 个月位于临界点以上，仅新出口订单受海外疫情影响出现波动。今年各地员工“原地过年”情况较多，春节过后需求回升较快，下游各消费领域企业的订单陆续增多。

精炼锌旺季去库加速。今年精炼锌淡季累库幅度相对低于历史同期水平，春节后进入精炼锌传统的消费旺季，国内精炼锌社会库存加速去化。截至目前，精炼锌社会库存与历史同期持平。

综上所述我们认为，锌价短期内易受宏观情绪影响出现震荡，下游企业逢低采购意愿较强，在锌价下方形成有力支撑。今年二季度锌精矿的供给持续偏紧，疫情后全球经济复苏加快，随着精炼锌旺季去库加速，锌的供需格局将持续好转，我们认为锌价有望进一步上涨。仅供参考。

3.1 锌精矿供给持续偏紧

海外锌矿产量环比下滑，国内中小型矿山开工持续受阻，叠加 Red Dog 锌矿的销量预期下降，二季度锌矿的供给持续偏紧。

3.1.1 海外矿山一季度原矿品位下降

一季度锌矿产量环比降幅明显。统计的 16 家主要锌矿企业占 2020 年海外锌矿产量的 65% 左右。这 16 家锌矿企业 2021 年一季度合计生产锌矿 134.1 万吨，同比上涨 0.9%，环比 2020 年四季度下降 7.1%，主要是由于大部分矿山的原矿品位下降导致产量下滑。因此，在海外需求变化不大的情况下，锌矿呈现偏紧缺的状态。

表1：主要海外锌矿企业 2021 年一季度产量（单位：万吨）

| 矿企 | 2021Q1 | 2020Q1 | 同比 | 2020Q4 | 环比 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Glencore | 28.3 | 29.6 | -4.4% | 31.0 | -8.9% |
| Vedanta | 24.3 | 23.0 | +5.7% | 23.3 | +4.3% |
| Teck Resources | 14.6 | 15.4 | -5.2% | 17.9 | -18.4% |
| Boliden | 6.8 | 6.3 | +6.4% | 7.2 | -6.0% |
| Volcan | 5.1 | 4.7 | +8.2% | 4.9 | +4.3% |
| Nexa Resources | 7.5 | 7.7 | -2.7% | 9.2 | -18.6% |
| Penoles | 7.0 | 7.4 | -6.0% | 7.4 | -6.1% |
| 紫金矿业 | 9.6 | 8.6 | +11.9% | 9.8 | -1.9% |
| Sumitomo | 4.5 | 4.1 | +9.8% | 5.0 | -10.0% |
| MMG | 6.8 | 5.3 | +29.2% | 7.0 | -2.9% |
| Newmont | 5.0 | 6.1 | -17.8% | 4.5 | +11.0% |

| | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| New Century | 3.0 | 2.8 | +7.6% | 3.2 | -5.9% |
| Hudbay | 2.8 | 3.1 | -8.4% | 2.6 | +8.1% |
| Lundin | 3.3 | 3.7 | -9.7% | 4.1 | -19.5% |
| South32 | 1.8 | 1.7 | +2.9% | 1.8 | -1.1% |
| Antamina(43.75%) | 5.3 | 4.9 | +6.7% | 6.9 | -24.1% |
| 总计 | 135.7 | 134.5 | +0.9% | 146.0 | -7.1% |

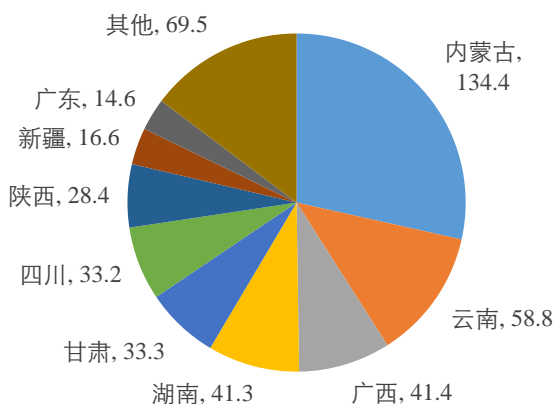
备注：Antamina 剔除 Glencore (33.75%)、Teck (22.5%) 权益占比后记作 Antamina (43.75%)。

数据来源：公司公告，兴证期货研发部

3.1.2 国内中小型矿山开工持续受阻

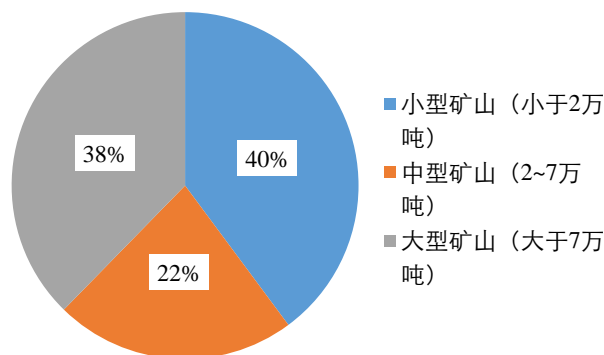
我国铅锌矿资源总体丰富，大型矿山较少。我国的铅锌矿资源比较丰富，截至 2019 年我国保有锌储量约 4,400 万吨，居世界第二位，保有铅储量约 1,800 万吨，居世界第 4 位。铅锌矿山分布广泛遍布，全国除上海、天津、香港外，均有铅锌矿产出。锌矿产量较多的省份依次是：内蒙古、云南、广西和湖南等。从矿山的规模来看，我国锌矿资源的总体特征是：富矿少，低品位矿多；大型矿少，中小型矿多。

图6：我国锌矿产能分布（单位：万吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图7：我国锌矿山规模占比



数据来源：SMM，兴证期货研发部

环保政策趋严，中小型锌矿受影响显著。近年来我国加大环境保护力度，为了响应中央相关环保政策，各省份先后出台文件对矿山建设提出标准，对不达标的矿山实行关闭退出。“绿色矿山”政策要求矿企投入资本开支，相关环保设施建成方可开工，中小型锌矿资金实力较弱，难以建成达标。“自然保护区”政策要求被划在自然保护区界内的矿山要先停工，重新提交开发

方案并重新申请采矿权。地方政府倾向于保证大型铅锌矿的开工率，因此通常不会将大型铅锌矿划在自然保护区内，中小型锌矿企业则更容易受影响显著。

表2：主要锌矿生产省份矿山环保相关文件

| 时间 | 地区 | 文件名称 | 主要内容 |
|----------|-----|-------------------------------|--|
| 2017年8月 | 云南 | 《云南省绿色矿山建设工作方案》 | 力争五年内，将矿业由粗放浪费扭转为符合生态文明建设要求的发展新模式。 <u>妥善处置自然保护区内已设置的矿业权，依法有序退出。</u> |
| 2019年12月 | 广西 | 《关于进一步加快推进全区绿色矿山建设有关事项的通知》 | 要求全区所有应建矿山要启动绿色矿山建设，按标准加快改造升级，2022年底前，全区应建绿色矿山建成率达100%， <u>不符合绿色矿山标准的矿山企业分类有序退出。</u> |
| 2020年4月 | 湖南 | 《湖南省绿色矿山建设三年行动方案（2020-2022年）》 | 严控矿权总量，大力推进矿业整顿整合，控制小、散、乱、污矿山，到2025年，规模以上企业比重提高到80%以上，并全面建成绿色矿山。 <u>对生态保护红线范围内的已设矿业权要逐宗制定整改方案，全面有序退出。</u> |
| 2020年12月 | 内蒙古 | 《内蒙古自治区绿色矿山建设方案》 | 2020年底前，完成300个自治区级绿色矿山建设。到2025年，全部矿山达到国家或自治区级绿色矿山建设标准， <u>不符合绿色矿山标准的矿山企业逐步退出市场。</u> |

数据来源：政府官网，兴证期货研发部

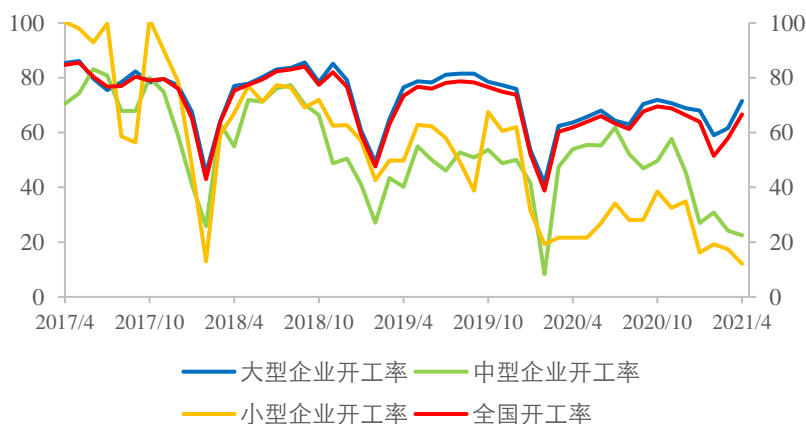
国内铅锌矿山开工率趋势性走低。除2020年受新冠疫情影响外，我国大型锌矿企业的开工率整体上平稳，而中小型锌矿企业则受环保政策影响开工困难。尤其在2020年四季度以来锌矿利润相对丰厚的情况下，中小型锌矿企业的开工率出现加速下滑。

图8: 国内锌矿平均利润 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图9: 我国锌矿企业开工率 (按规模) (单位: 元/吨)

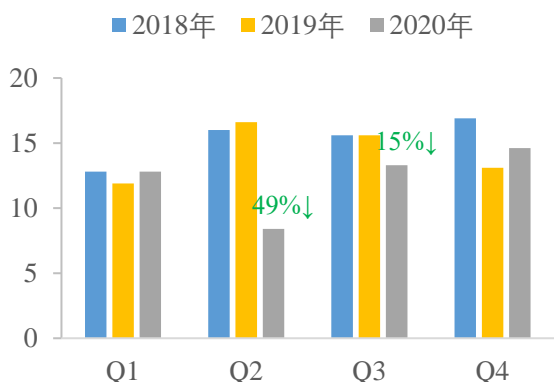


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.1.3 Red Dog 矿山销量大幅下降

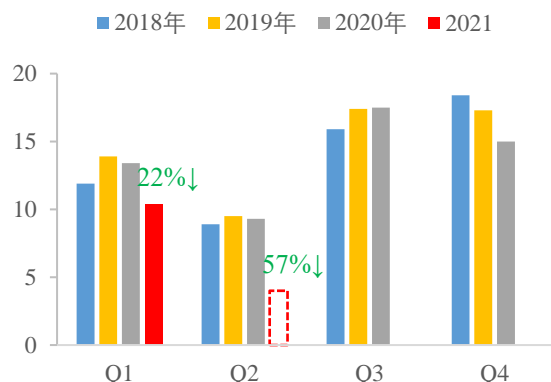
正如在之前的专题报告《2021 年锌矿供给展望: 从紧缺走向宽松》中所展示的, Red Dog 锌精矿的销售周期滞后于生产周期, 因此四季度的产量要到 2021 年 Q3 后才销往市场, 并不对当季的市场供应产生即时影响。而 Red Dog 在当前时段的锌精矿销量受 2020 年大规模减产的影响, 预计今年 Q2 的锌精矿销量将同比减少 5.3 万吨。Red Dog 矿山加剧了当前锌矿供给的紧缺。

图10: Red Dog 锌精矿季度产量 (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

图11: Red Dog 锌精矿季度销量 (单位: 万吨)

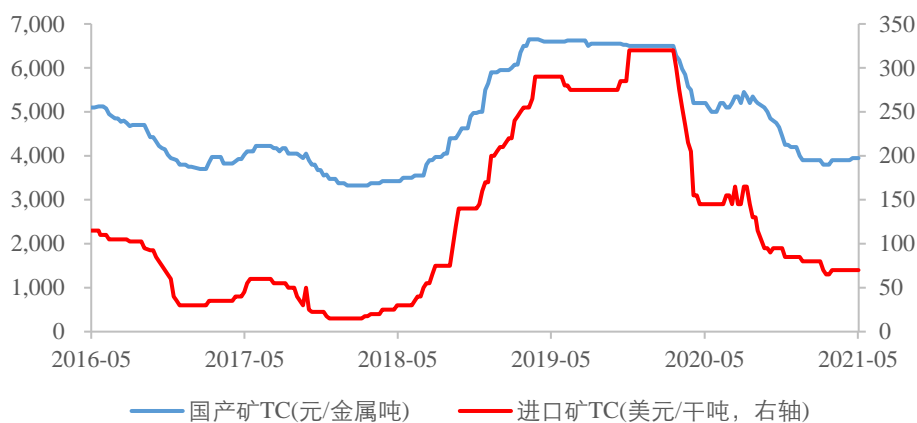


数据来源: 公司公告, 兴证期货研发部

3.2 低加工费抑制精炼锌生产

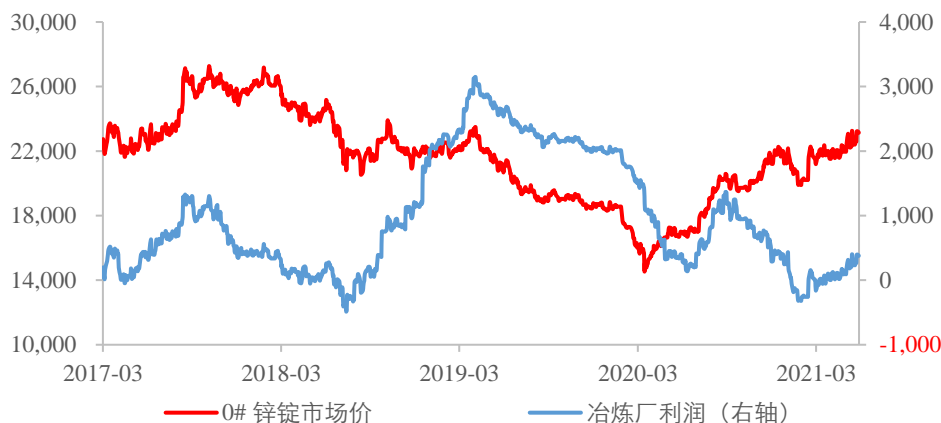
国产锌矿加工费维持在 3,950 元/吨, 进口锌矿加工费维持在 70 美元/干吨的低位, 冶炼盈利水平较低, 盈亏不确定性较强, 冶炼厂不具备大幅提高开工率的动力, 精炼锌供应压力预期不大。

图12: 锌精矿加工费 TC 处于近两年低位



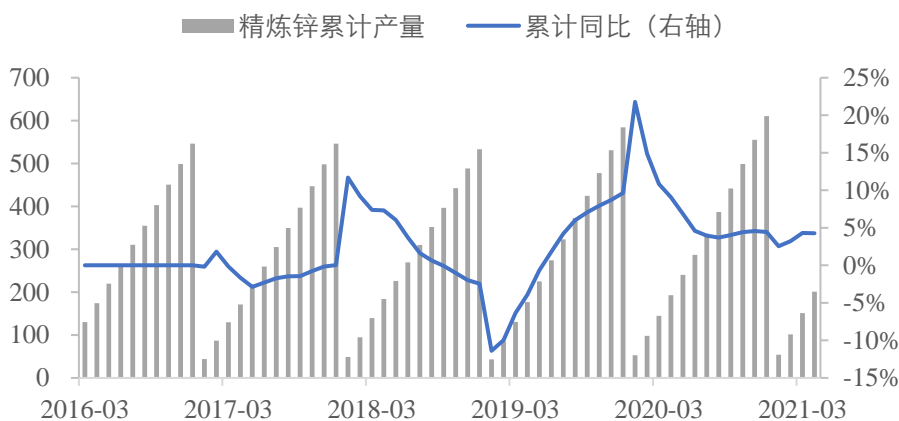
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图13：2021 年以来冶炼厂生产利润在盈亏平衡点附近（单位：元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货研发部

图14：国内精炼锌累计产量（单位：万吨）

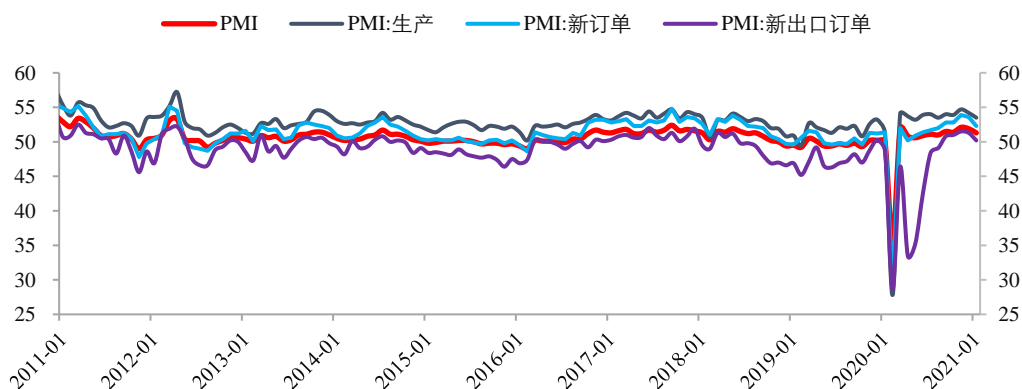


数据来源：SMM，兴证期货研发部

3.3 国内下游消费恢复明显

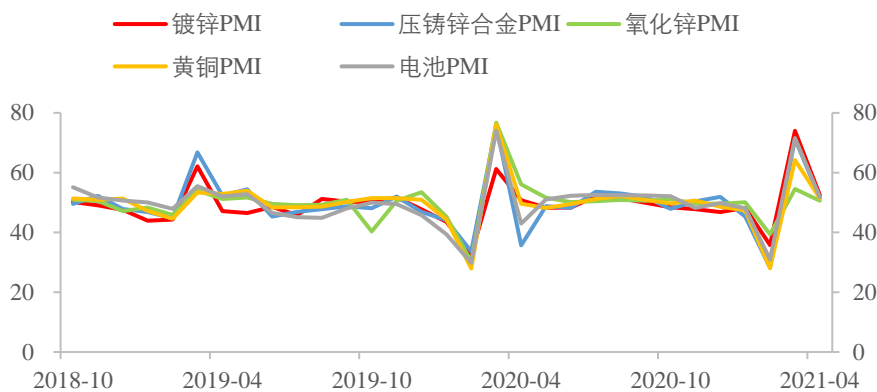
2020 年下半年以来，国内疫情防控成功，率先摆脱新冠疫情的负面影响。目前我国制造业 PMI 已经连续 15 个月位于临界点以上，仅新出口订单受海外疫情影响出现波动。今年各地员工“原地过年”情况较多，春节过后需求回升较快，下游各消费领域企业的订单陆续增多。

图15：中国制造业 PMI



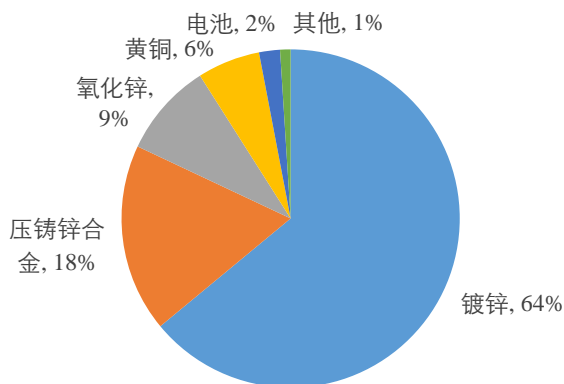
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图16：锌下游各消费领域 PMI



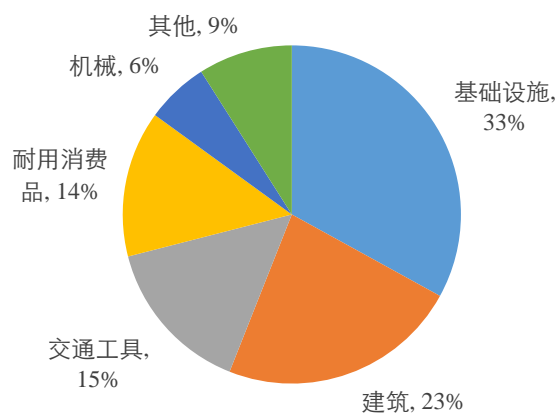
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图17: 国内锌初级消费结构



数据来源：安泰科，兴证期货研发部

图18: 国内锌终端消费结构

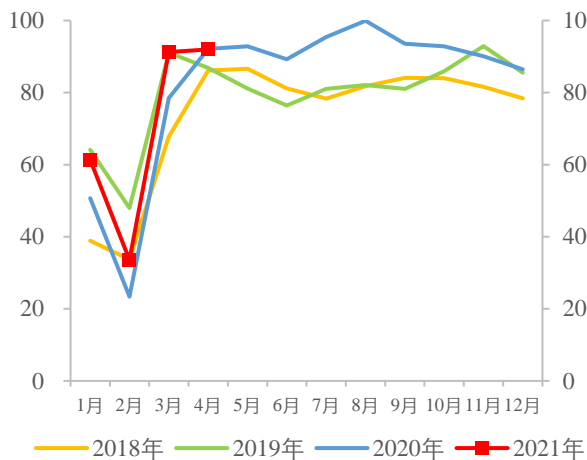


数据来源：安泰科，兴证期货研发部

3.2.1 下游开工率整体向好

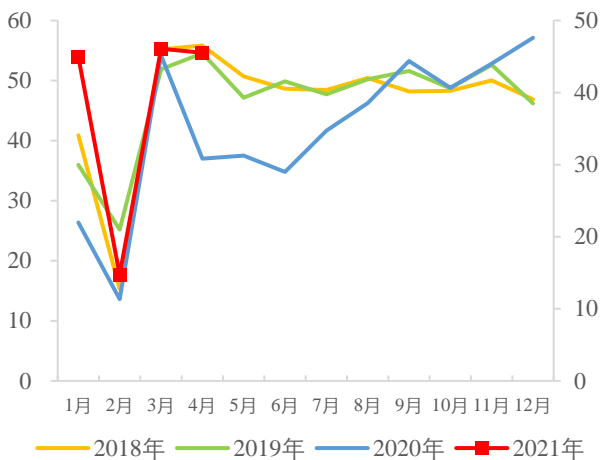
下游各消费领域中，镀锌结构件和压铸锌合金企业的开工率处于历史相对高位，需求拉动效果明显。氧化锌和黄铜企业开工率相对平稳，下游开工率整体向好。

图19: 镀锌结构件企业开工率 (单位: %)



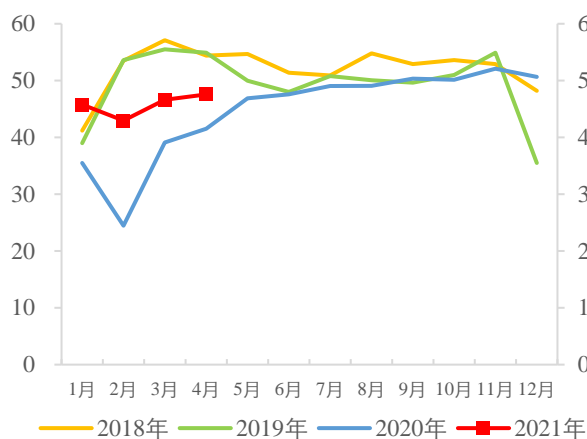
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图20: 压铸锌合金企业开工率 (单位: %)



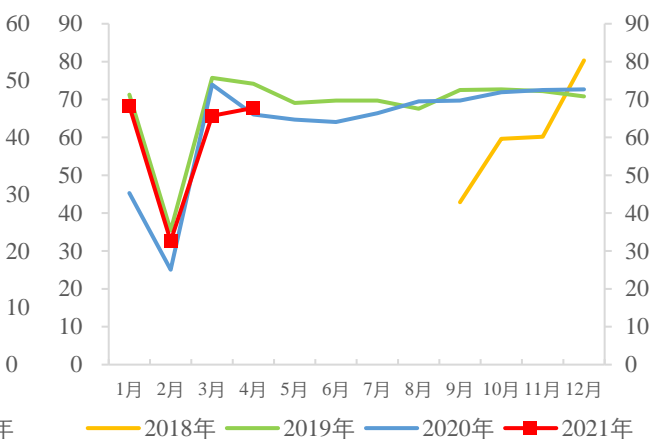
数据来源：SMM，兴证期货研发部

图21: 氧化锌企业开工率 (单位: %)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图22: 黄铜企业开工率 (单位: %)

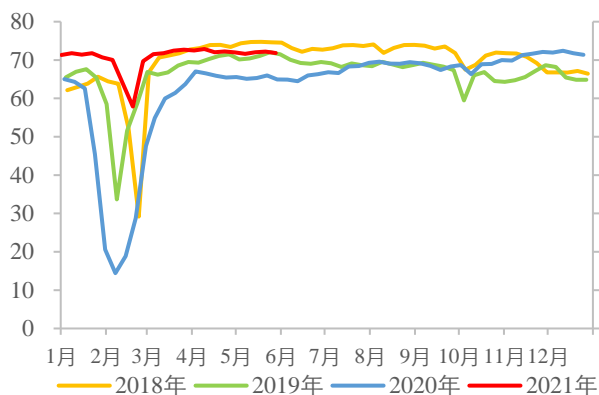


数据来源: SMM, 兴证期货研发部

3.2.2 镀锌板卷进入去库节奏

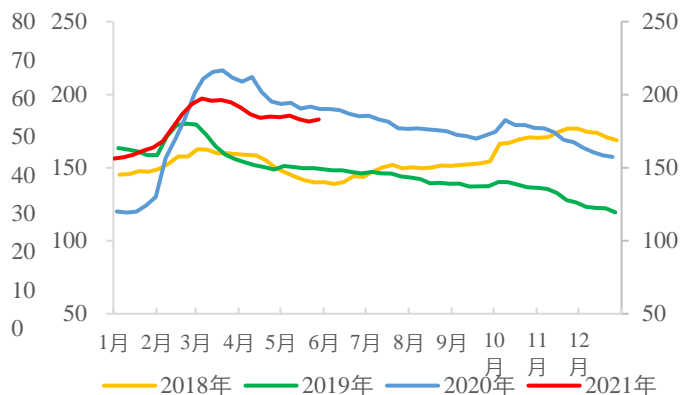
今年春节“原地过年”情况较多,镀锌板卷企业春节停产幅度明显低于往年,截至目前镀锌板卷企业仍保持较高的产能利用率。镀锌板卷企业厂库降幅显著,带动镀锌板卷总库存进入去库节奏。

图16: 镀锌板卷企业产能利用率 (单位: %)



数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

图17: 镀锌板卷库存 (单位: 万吨)

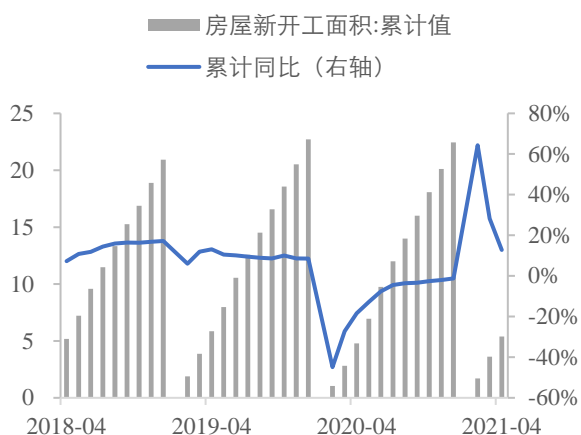


数据来源: Mysteel, 兴证期货研发部

3.2.3 房地产施工、销售进度加快

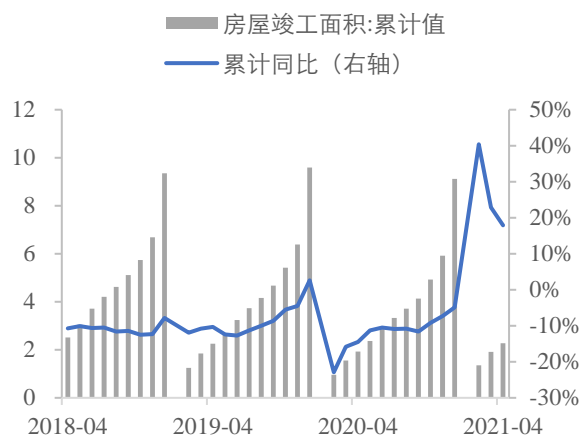
地产企业为了回笼资金，施工、销售进度加快，截至今年4月份，房地产施工、销售累计同比增速相比2019年仍创历史新高，地产数据持续好转，拉动对锌的需求。

图23: 房屋累计新开工面积 (单位: 亿平方米)



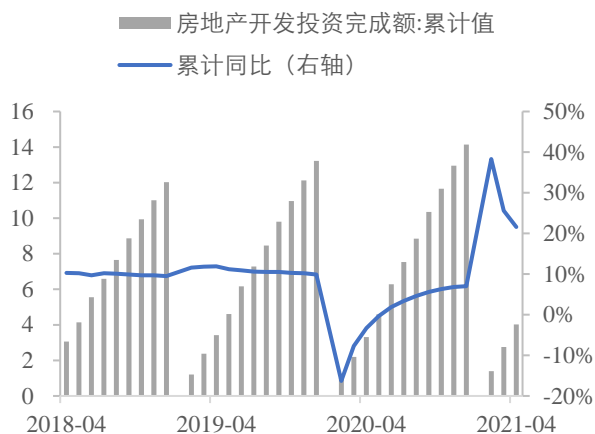
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图24: 房屋累计竣工面积 (单位: 亿平方米)



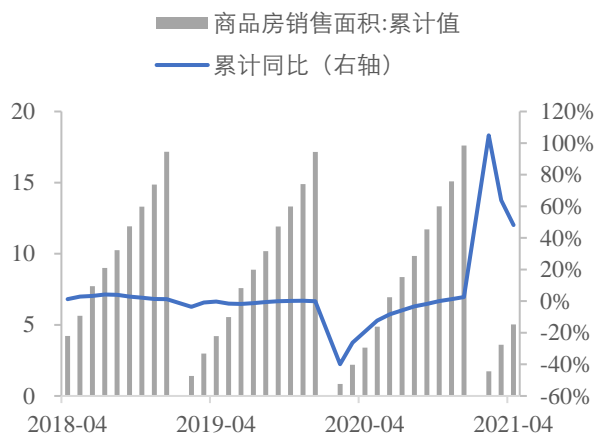
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图25: 房地产开发投资累计额 (单位: 亿平方米)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图26: 商品房累计销售面积 (单位: 亿元)

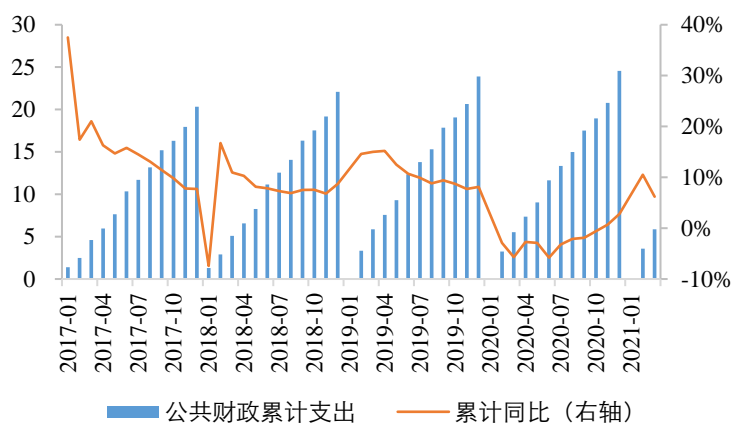


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2.4 基建投资持续增长

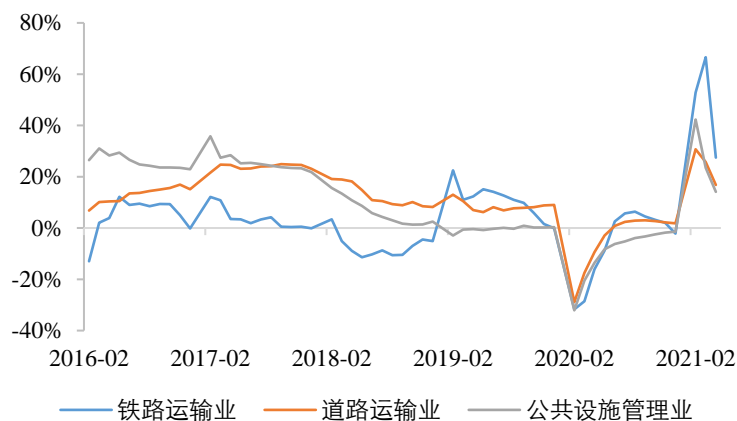
铁路、公路运输都是镀锌板的重要应用领域，疫情以来，基建投资拉动固定资产投资快速持续增长。后疫情时代，基建投资仍将成为刺激经济增长的重要动力。

图27：公共财政累计支出及累计同比（单位：万亿元）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图28：基建各领域投资累计同比



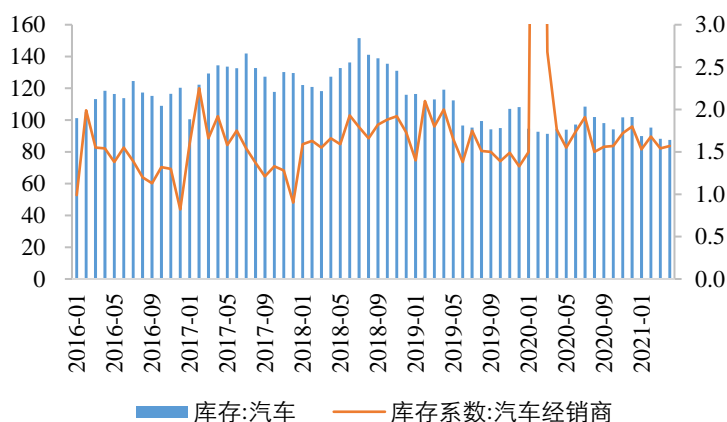
数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.2.5 汽车家电消费反弹

新冠疫情以来，新增的出行需要（替代公共交通需求）使得汽车月度产量开始高速增长。

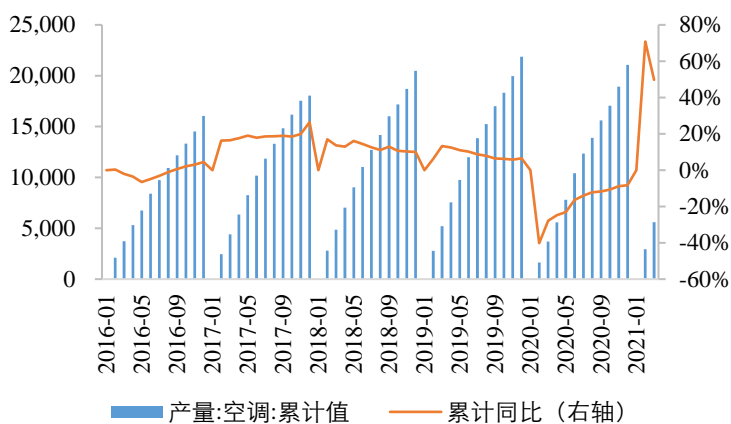
随着房地产销售面积增速的转正，空调等家电库存增速拐点的出现，高库存情况将逐步缓解，需求拉动有望提速。

图29：汽车库存及库存指数（单位：万辆）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图30：空调累计产量及累计同比（单位：万台）

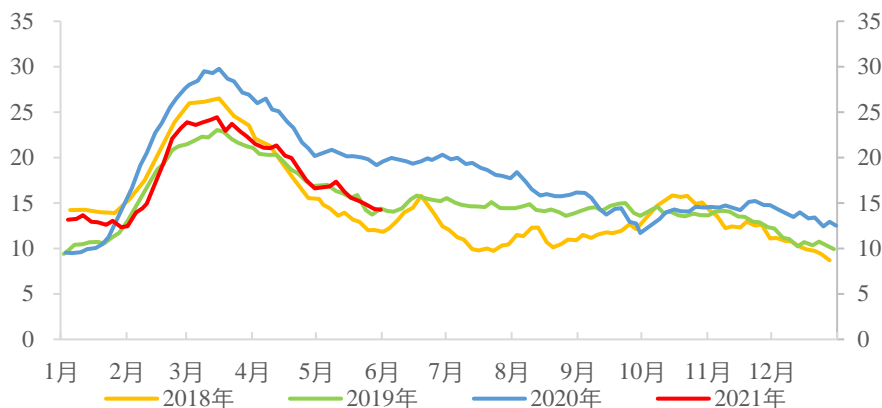


数据来源：Wind，兴证期货研发部

3.4 精炼锌旺季去库加速

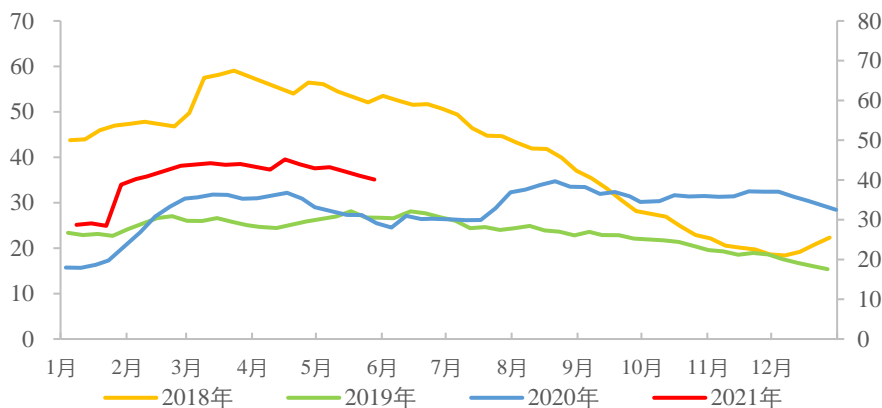
今年精炼锌淡季累库幅度相对低于历史同期水平，春节后进入精炼锌传统的消费旺季，国内精炼锌社会库存加速去化。截至目前，精炼锌社会库存与历史同期持平。

图31: 国内精炼锌季节性社会库存 (单位: 万吨)



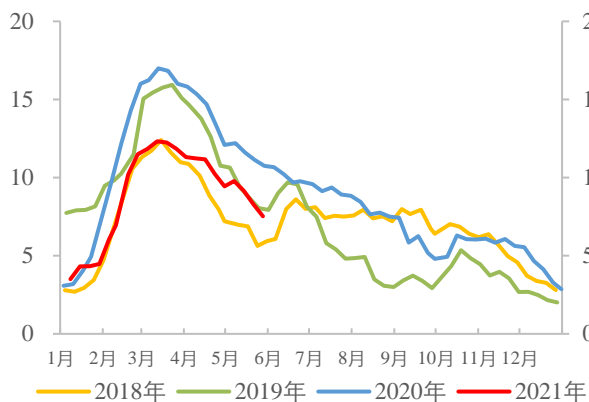
数据来源: SMM, 兴证期货研发部

图32: 两大交易所叠加保税区库存 (单位: 万吨)



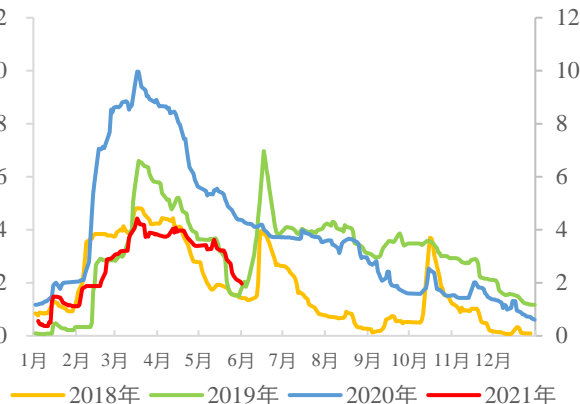
数据来源: Wind, SMM, 兴证期货研发部

图33: 上期所锌库存季节性 (单位: 万吨)



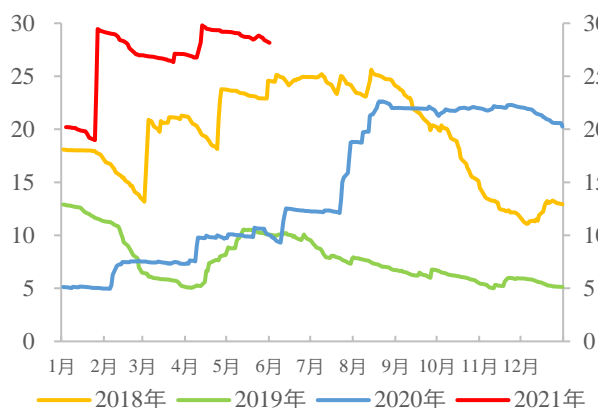
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图34: 上期所锌注册仓单 (单位: 万吨)



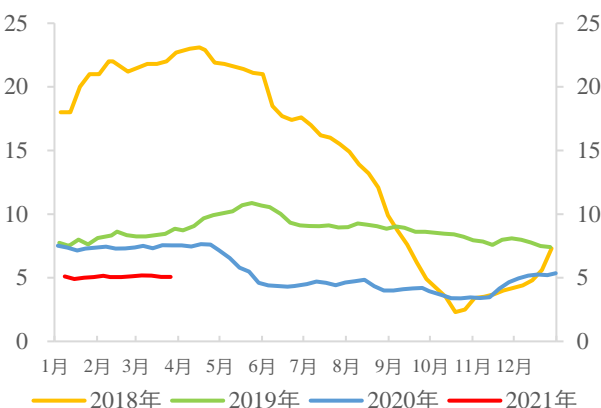
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图35: LME 锌库存季节性 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图36: 保税区库存季节性 (单位: 万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货研发部

4. 结论

锌精矿供给持续偏紧。一季度主要海外矿企的锌矿产量环比 2020 年四季度下降 7.1%，国内中小型矿山开工持续受阻，叠加 Red Dog 锌矿的销量预期同比减少 5.3 万吨，二季度锌矿的供给持续偏紧。这是我们认为供应端对锌价支撑的主要逻辑之一。

二季度海外疫情反复，或影响矿山生产。全球主要锌矿生产国中，秘鲁（全球占比 11%）和印度（全球占比 6%）今年以来新冠疫情出现反复，新增确诊病例出现高峰，二季度的矿山生产可能会受到影响。随着疫苗接种逐步推进，海外每日确诊病出现下滑。

锌精矿加工费 TC 维持低位，冶炼厂超预期开工动力不足。国产锌矿加工费维持在 3,950 元/吨，进口锌矿加工费维持在 70 美元/干吨的低位，冶炼盈利水平较低，盈亏不确定性较强，冶炼厂不具备大幅提高开工率的动力，精炼锌供应压力预期不大。

国内下游消费恢复明显。2020 年下半年以来，国内疫情防控成功，率先摆脱新冠疫情的负面影响。目前我国制造业 PMI 已经连续 15 个月位于临界点以上，仅新出口订单受海外疫情影响出现波动。今年各地员工“原地过年”情况较多，春节过后需求回升较快，下游各消费领域企业的订单陆续增多。

精炼锌旺季去库加速。今年精炼锌淡季累库幅度相对低于历史同期水平，春节后进入精炼锌传统的消费旺季，国内精炼锌社会库存加速去化。截至目前，精炼锌社会库存与历史同期持平。

综上所述我们认为，锌价短期内易受宏观情绪影响出现震荡，下游企业逢低采购意愿较强，在

锌价下方形成有力支撑。今年二季度锌精矿的供给持续偏紧，疫情后全球经济复苏加快，随着精炼锌旺季去库加速，锌的供需格局将持续好转，我们认为锌价有望进一步上涨。仅供参考。

5. 风险提示

海外主要经济体疫情反复；欧美实体经济恢复不及预期；宏观货币政策变化超预期。

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。