

有色研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

马志君

从业资格编号：F03114682

娄婧

从业资格编号：F03114337

联系人：

马志君

电话：021-68982784

邮箱：mazj@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

3月铝价震荡走高。3月国内电解铝供应依旧存在干扰，云南地区难以复产，国内电解铝运行产能维持在4200万吨，需求端型材开工开始修复，传统建筑类需求依旧疲软，不过光伏和汽车需求维持景气支撑工业型材开工上行。3月电网订单的拿货对于铝杆铝线缆需求有所支撑，截至3月底沪铝主力合约收盘于19925元/吨，月涨幅4.62%，伦铝电3月合约收盘于2335元/吨，月涨幅4.80%。

● 后市展望及策略建议

供应端，2024年2月份（29天）国内电解铝产量333.3万吨，同比增长7.81%。2月份国内电解铝行业日均产量环比持稳在11.49万吨附近。进入3月份，云南省内电力出现富余，将于近期释放80万千瓦负荷电力用于省内电解铝企业复产，折合电解铝年化产能52万吨左右，将在4月底左右完成启槽工作，其余剩余产能复产或因区域内干旱水电供应不足暂且搁置，3月份国内电解铝日均产量环比持稳，行业产量增量需要在4月中旬出现小幅增量，SMM估计3月份国内电解铝月度产量356万吨，同比增加4%左右。

需求端，2024年3月国内铝加工行业综合PMI指数录得68.8%，回升至荣枯线以上且增幅较大。今年整体下游需求复苏呈现延迟的态势，3月中下旬地产工程等板块才复工下单采购，但相较于2月的春节影响，3月企业生产与订单量显著回升。新能源和汽车的需求整体较好，支撑工业型材同比增长。3月下旬开始国网订单提货在即，行业提货量逐步抬高，铝线缆开工预计逐步走升。

综合来看，一季度国内电解铝供应端整体依旧受云南减产困扰，



需求端随着旺季来临有所修复，但地产开工销售数据显示其依旧疲软。新能源和汽车需求支撑铝消费，供需都偏弱的格局下，今年春节的累库幅度明显低于往年。不过随着铝价上涨，多地现货出现贴水行情，显示需求端对高铝价的不认可，铝价上方空间或有限。

● **风险提示：**

1. 欧洲能源问题出现反复；
2. 欧美经济衰退超预期；
3. 国内房地产超预期恢复

报告目录

1、行情回顾	1
2、供应篇	1
2.1、原料供应偏紧	1
2.1.1 国产矿供应维持偏紧	1
2.1.2 氧化铝陆续复产	2
2.2 云南冶炼逐步复产	3
2.3 电解铝进口同比大增	4
2.4 成本小幅回升	5
3、库存篇	6
3.1 铝水比例回升	6
3.2 春季累库低于往年	7
3.2 海外库存整体维持低位	7
4、需求篇	8
4.1 铝加工需求修复	8
4.1.1 铝加工开工回升	8
4.1.2 铝材出口超预期	9
4.2 旺季需求喜忧参半	10
4.2.1 地产同比延续下滑	10
4.2.2 电网订单逐步放量	11
4.2.3 光伏装机维持高增长	12
4.2.4 汽车需求预期良好	12
5、风险提示	13

图目录

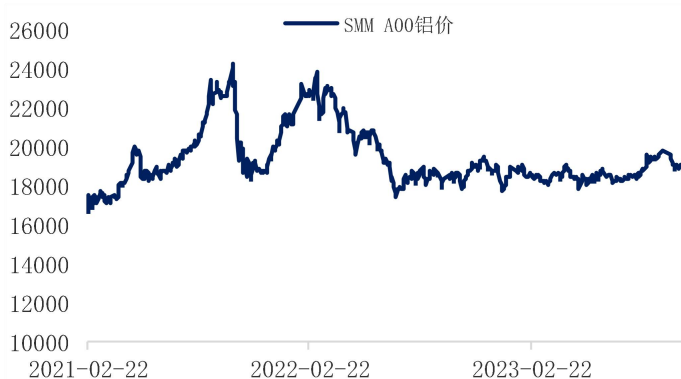
图 1: SMM A00 铝锭价 (元/吨)	1
图 2: 沪铝主力合约&伦铝电 3 合约 (美元/吨)	1
图 3: SMM 中国铝土矿产量 (万吨)	2
图 4: 中国铝土矿进口量 (万吨)	2
图 5: 国产铝高品铝土矿价格 (元/吨)	2
图 6: 进口铝土矿 CIF 价 (美元/吨)	2
图 7: SMM 中国氧化铝产量 (万吨)	3
图 8: 中国氧化铝进口量 (万吨)	3
图 9: SMM 氧化铝指数 (元/吨)	3
图 10: SMM 中国氧化铝年化运行产能 (万吨)	3
图 11: 中国电解铝产能 (万吨)	4
图 12: 中国电解铝月度开工率 (%)	4
图 13: 中国电解铝月度产量 (万吨)	4
图 14: 中国电解铝月度铝水比例 (万吨)	4
图 15: 中国电解铝净进口量 (万吨)	5
图 16: 中国未锻轧铝合金净进口量 (万吨)	5
图 17: 中国电解铝进口盈亏 (元/吨)	5
图 18: 电解铝保税区库存 (吨)	5
图 19: 中国电解铝成本模型: 成本 (元/吨)	6
图 20: 中国电解铝成本模型: 利润 (元/吨)	6
图 21: 中国电解铝平均电力成本 (元/吨)	6
图 22: 国内电煤价格 (元/吨)	6
图 23: 中国铝棒产量 (万吨)	7
图 24: 中国电解铝月度铝水比例 (万吨)	7
图 25: SHFE 电解铝库存 (吨)	7
图 26: 中国电解铝社会库存 (万吨)	7
图 27: LME 电解铝库存 (吨)	8
图 28: LME 电解铝分大洲库存 (美元/吨)	8
图 29: LME 电解铝现货升水 (美元/吨)	8
图 30: 海外现货铝美元升水 (美元/吨)	8
图 31: 中国铝加工平均周度开工率 (%)	9
图 32: 中国铝型材周度开工率 (%)	9
图 33: 中国铝板带周度开工率 (%)	9
图 34: 中国铝线缆周度开工率 (%)	9
图 35: 中国铝材出口量 (万吨)	10
图 36: 中国铝型材出口量 (万吨)	10

图 37: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	11
图 38: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	11
图 39: 中国商品房销售面积 (万平方米)	11
图 40: 中国房地产开发投资额 (亿元)	11
图 41: 中国发电设备装机同比 (%)	12
图 42: 中国电网投资量 (亿元)	12
图 43: 中国电源设备投资额 (亿元)	12
图 44: 中国光伏装机量 (万千瓦)	12
图 45: 中国汽车月度产量 (辆)	13
图 46: 中国新能源汽车产量 (辆)	13

1、行情回顾

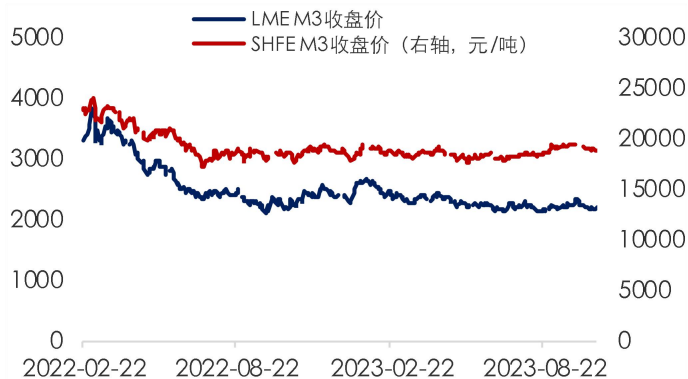
3月铝价震荡走高。3月国内电解铝供应依旧存在干扰，云南地区难以复产，国内电解铝运行产能维持在4200万吨，需求端型材开工开始修复，传统建筑类需求依旧疲软，不过光伏和汽车需求维持景气支撑工业型材开工上行。3月电网订单的拿货对于铝杆铝线缆需求有所支撑，截至3月底沪铝主力合约收盘于19925元/吨，月涨幅4.62%，伦铝电3月合约收盘于2335元/吨，月涨幅4.80%。

图 1: SMM A00 铝锭价 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 2: 沪铝主力合约&伦铝电3 合约 (美元/吨)



数据来源: 公开资料, 兴证期货

2、供应篇

2.1、原料供应偏紧

2.1.1 国产矿供应维持偏紧

根据 SMM 数据, 2024 年 2 月, 国产铝土矿 401.83 万吨, 同比下降 20.3%, 1-2 月合计进口量 850 万吨, 同比下降 16.2%。国产铝土矿环比继续下滑, 当前晋豫因故停产矿山仍处于停滞状态。尚未有明确的复产预期, 晋豫国产矿供应维持偏紧, 部分氧化铝厂已增加进口矿使用比例。

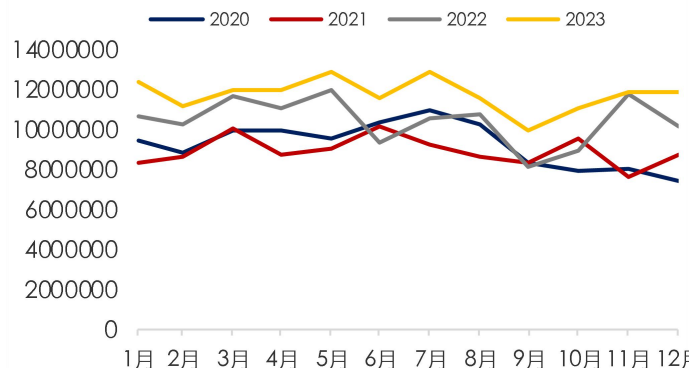
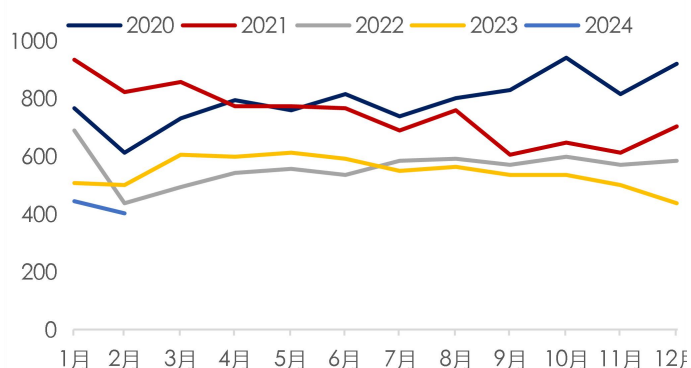
进口方面, 2024 年 1-2 月合计进口铝土矿 2448 万吨, 同比增加 3.6%, 其中 1 月份进口 1320 万吨, 同比增加 6.6%, 2 月份进口 1128 万吨, 同比增加 0.4%。2 月环比回落较多主要减量来自几内亚。受几内亚油储罐爆炸初步影响, 2 月中国自几内亚进口铝土矿量有所缩减, 为 889 万吨, 同比上涨 12.3%, 环比下降 4.3%。同月, 澳大利亚受雨季来临影响, 出口至中国铝

土矿量也有所下降，达到 201 万吨，同比上涨 0.7%，环比下降 42.2%。

目前，国产矿供应持续收紧的政策暂无放松迹象，不过二季度之后，几内亚有 4 家新投矿山将陆续出矿，另外，几内亚现有矿山中也有个别矿山在 2024 年有扩产的计划。如果进展顺利，供应端累计将有超过 1000 万吨/年的新增产能，进口铝土矿在二季度后的预计有增量释放。

图 3: SMM 中国铝土矿产量 (万吨)

图 4: 中国铝土矿进口量 (万吨)

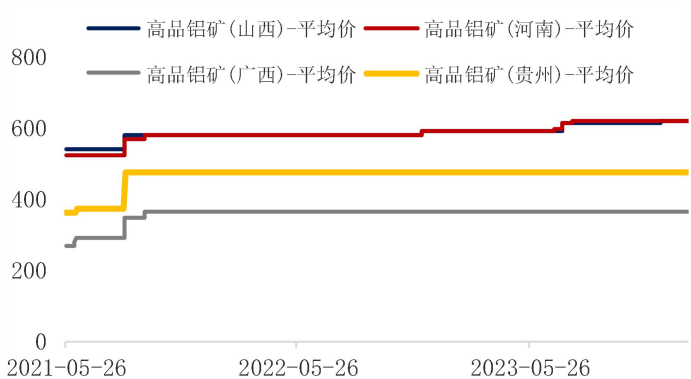
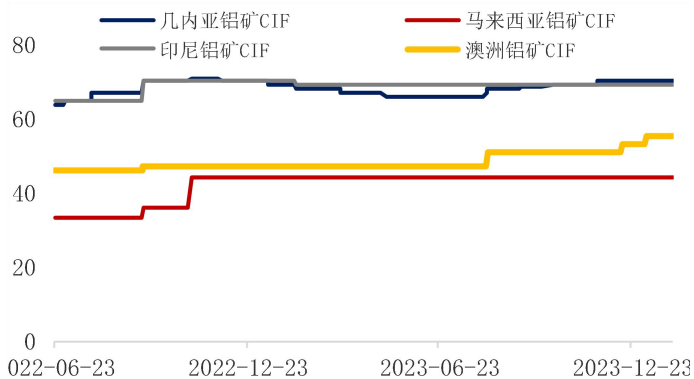


数据来源: SMM, 兴证期货

数据来源: 海关数据, 兴证期货

图 5: 国产铝高品铝土矿价格 (元/吨)

图 6: 进口铝土矿 CIF 价 (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

数据来源: SMM, 兴证期货

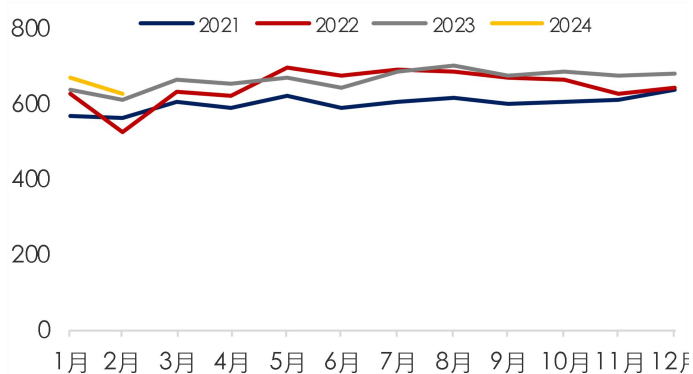
2.1.2 氧化铝陆续复产

SMM 数据显示，2 月（29 天）中国冶金级氧化铝产量为 628.1 万吨，日均产量环比减少 0.02 万吨/天至 21.66 万吨/天。2 月总产量环比 1 月减少 6.8%，同比去年增加 2.4%。截至 2 月末，中国氧化铝建成产能为 10000 万吨，运行产能为 7905 万吨，全国开工率为 79.0%。进入 3 月，晋豫地区部分氧化铝企业通过补充进口矿、增加外采量或使用低品位矿石陆续实现复产，3 月份国内氧化铝复产产能累计达到 790 万吨。3 月影响氧化铝企业运行的主要因素在于矿石等原料保供压力缓解、检修结束恢复生产、局部重污染天气变化、突发天然气管道故障、

计划内焙烧炉停产等方面。

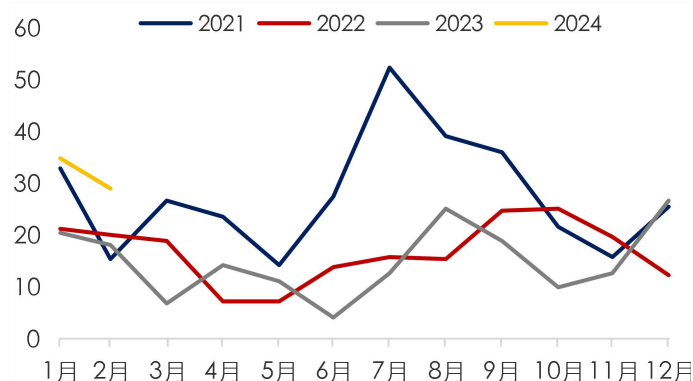
进出口方面，2024年1-2月累计出口27.75万吨，同比增加10.21%；2024年1-2月累计进口64.35万吨，同比增加64.96%；2024年1-2月中国氧化铝累计净进口量为36.6万吨，同比增加164.64%。今年一季度，进口量大大增加，市场呈现净进口局面。主要受到国内氧化铝受重污染天气及原料供应紧张等问题影响，部分氧化铝相继出现减产现象，市场现货供应趋紧，导致进口需求增加。

图 7: SMM 中国氧化铝产量 (万吨)



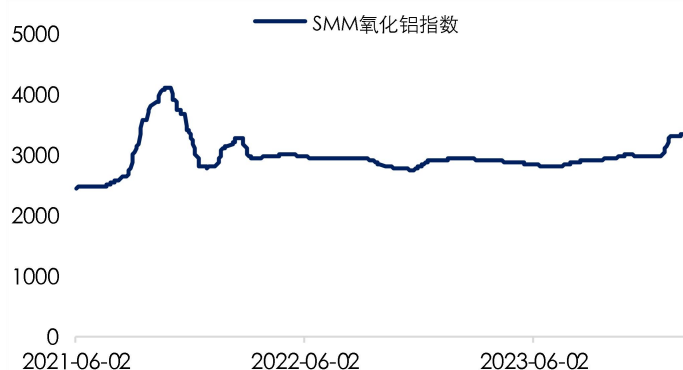
数据来源: SMM, 兴证期货

图 8: 中国氧化铝进口量 (万吨)



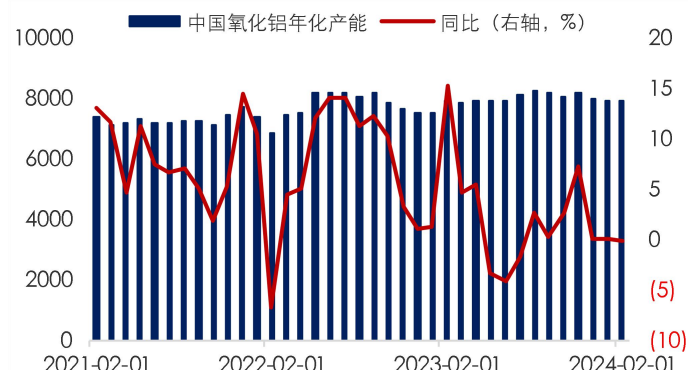
数据来源: 海关数据, 兴证期货

图 9: SMM 氧化铝指数 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 10: SMM 中国氧化铝年化运行产能 (万吨)



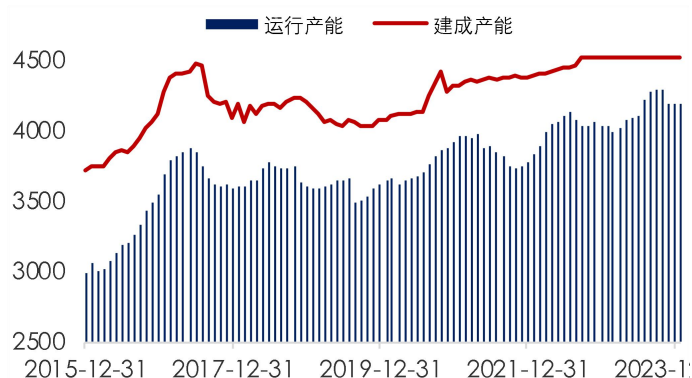
数据来源: SMM, 兴证期货

2.2 云南冶炼逐步复产

据 SMM 统计，2024 年 2 月份（29 天）国内电解铝产量 333.3 万吨，同比增长 7.81%。2 月份国内电解铝行业日均产量环比持稳在 11.49 万吨附近。2 月份国内电解铝企业持稳运行为主，月底内蒙古某铝厂突发停电导致铝厂停运，最终导致企业 46 台槽子产量运行不稳定需要检修。进入 3 月份，据 SMM 调研显示，近期云南省外送电力量有所下降，且省内风、光等电力

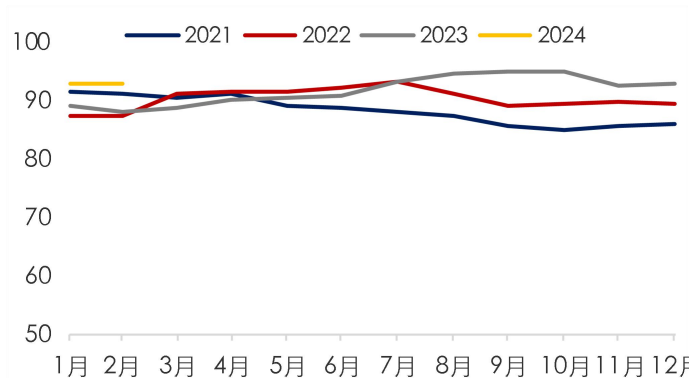
补充较好，省内电力出现富余，云南省政府及相关部门鼓励工业用电，经过省内专班会议决定，省内将于近期释放 80 万千瓦负荷电力用于省内电解铝企业复产，折合电解铝年化产能 52 万吨左右，将在 4 月底左右完成启槽工作，其余剩余产能复产或因区域内干旱水电供应不足暂且搁置，3 月份国内电解铝日均产量环比持稳，行业产量增量需要在 4 月中旬出现小幅增量，SMM 预计 3 月份国内电解铝月度产量 356 万吨，同比增加 4%左右。

图 11：中国电解铝产能（万吨）



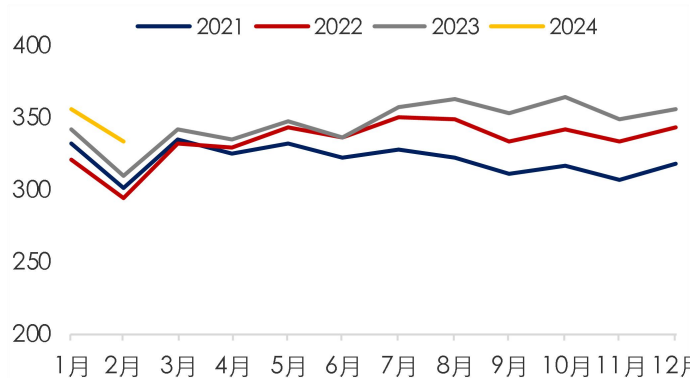
数据来源：SMM，兴证期货

图 12：中国电解铝月度开工率（%）



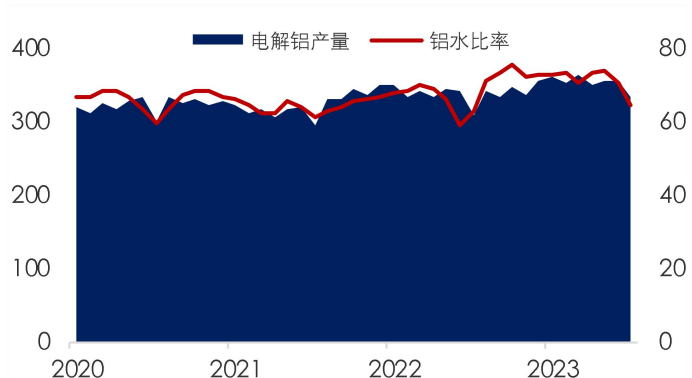
数据来源：SMM，兴证期货

图 13：中国电解铝月度产量（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 14：中国电解铝月度铝水比例（万吨）

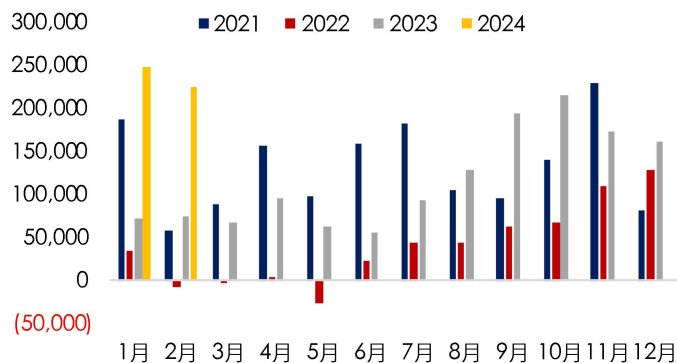


数据来源：SMM，兴证期货

2.3 电解铝进口同比大增

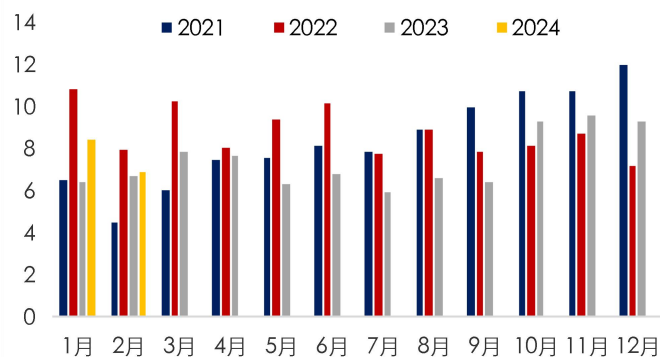
根据海关数据显示，2024 年 1-2 月国内原铝进口总量 47.2 万吨，同比增长 214.7%。一季度铝锭进口盈亏围绕零轴波动，1 月下旬和 3 月上旬进口盈利窗口打开。当前铝价内强外弱的格局在延续，预计一季度原铝进口将维持高位。

图 15: 中国电解铝净进口量 (万吨)



数据来源: WIND, 兴证期货

图 16: 中国未锻轧铝合金净进口量 (万吨)



数据来源: WIND, 兴证期货

图 17: 中国电解铝进口盈亏 (元/吨)



数据来源: WIND, 兴证期货

图 18: 电解铝保税区库存 (吨)

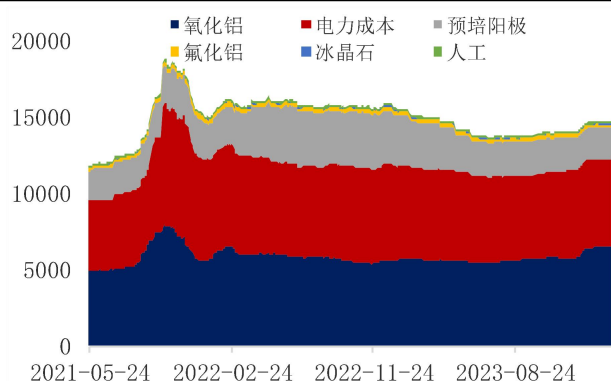


数据来源: WIND, 兴证期货

2.4 成本小幅回升

根据 SMM 数据,截至 3 月底国内电解铝即时成本约为 16,803 元/吨,较 3 月初下降 74 元/吨。当前氧化铝价格较 2 月环比上行新的一个月预焙阳极有上涨预期,预计 4 月份行业成本或有小幅走高的预计。

图 19：中国电解铝成本模型：成本（元/吨）



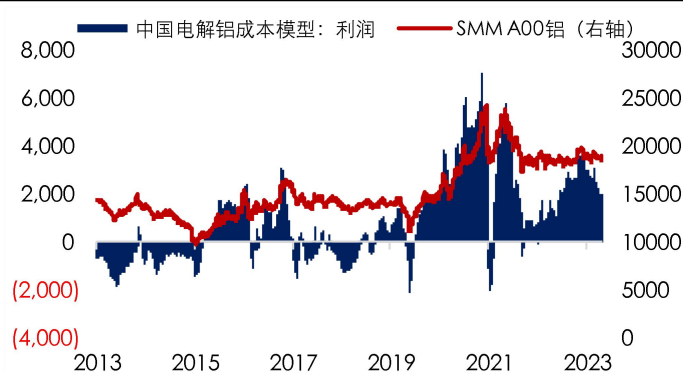
数据来源：SMM，兴证期货

图 21：中国电解铝平均电力成本（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 20：中国电解铝成本模型：利润（元/吨）



数据来源：SMM，兴证期货

图 22：国内电煤价格（元/吨）



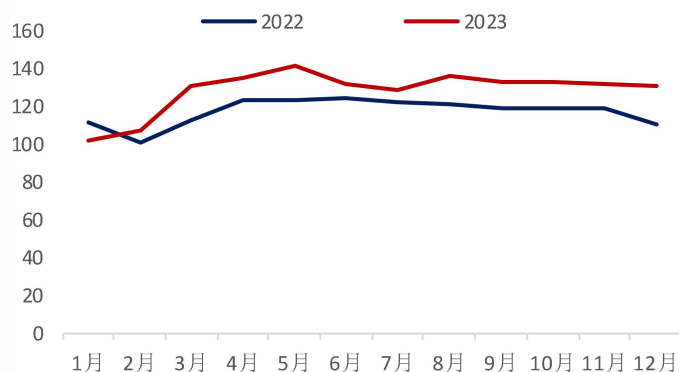
数据来源：SMM，兴证期货

3、库存篇

3.1 铝水比例回升

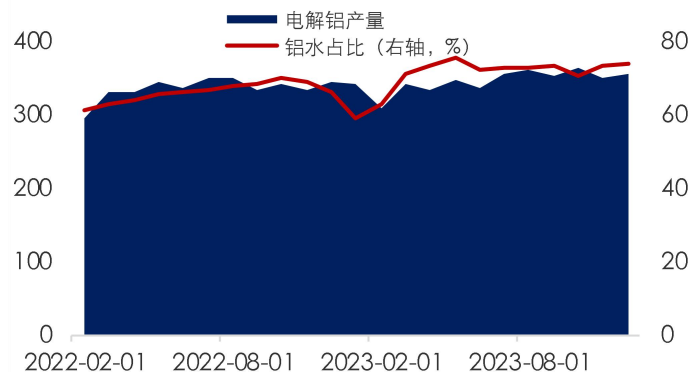
2 月份受春节影响，下游铝加工企业春节假期停减产情况普通，导致 2 月行业铝水比例环比下降 6.1 个百分点，同比上涨 1.6 个百分点至 64.29%左右。根据 SMM 铝水比例数据测算，2 月份国内电解铝铸锭量同比增加 3.21%至 119 万吨附近。进入 3 月向传统旺季过渡，国内终端需求逐步复苏，铝下游加工企业生产稳定，行业铸锭量恢复至正常状态，据 SMM 初步调研测算，3 月份行业铝水比例或回升至 70%以上，同比增长 6 个百分点。

图 23: 中国铝棒产量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 24: 中国电解铝月度铝水比例 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

3.2 春季累库低于往年

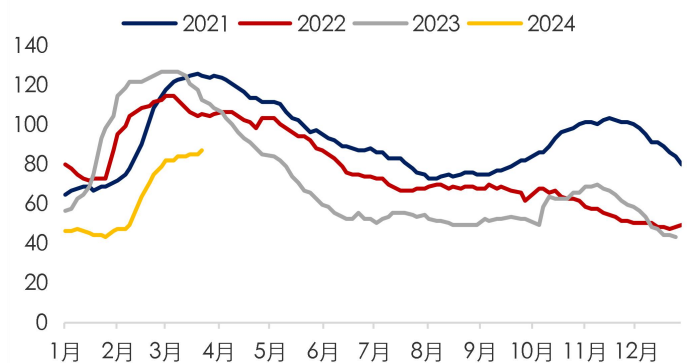
据 SMM 数据显示, 2 月以来国内电解铝社会库存持续增加, 进入 3 月尾声开始去库。截至 4 月 1 日, SMM 统计电解铝锭社会总库存 85.8 万吨, 国内可流通电解铝库存 73.2 万吨, 环比上周四下降 0.7 万吨, 在去库拐点出现后已去库 1.2 万吨, 今年从累库幅度和累库来看都低于往年。不过需要关注的是, 国内铝锭刚去库不到一周, 铝棒却出现较大幅累库。自 2 月底铝棒去库拐点出现后, 4 月初国内铝棒库存首次有累库的情况出现。从当前佛山和无锡地区现货目前深度贴水, 也可以看出高位铝价继续下游造成抑制, 据 SMM 统计, 三月最后一周铝锭出库量 10.69 万吨, 环比下降 0.84 万吨。铝棒出库量为 4.66 万吨, 环比下降 0.62 万吨。

图 25: SHFE 电解铝库存 (吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 26: 中国电解铝社会库存 (万吨)



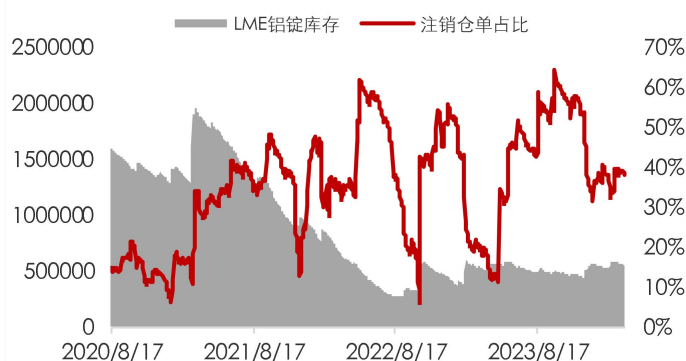
数据来源: SMM, 兴证期货

3.2 海外库存整体维持低位

2024 年一季度, 整体平稳维持在一个历史相对低位。截至 3 月底, LME 电解铝库存 554475 吨, 同比去年同期小幅增加 26125 吨, 环比 2 月底减少了 38250 吨。进入 2024 年 LME 铝锭库

存在经历的去去年四季度的一轮累库重新开始去库,主要系部分LME 亚洲库存通过进口进入国内。从全球铝现货升水以及 LME 铝现货升水依旧处在贴水状态中来看,当前海外铝现货供需尚不紧张。去年下半年欧洲铝厂开始复产之后,2024 欧美需求端的预期较弱,这意味着后续海外铝库存继续去库的空间有限。

图 27: LME 电解铝库存 (吨)



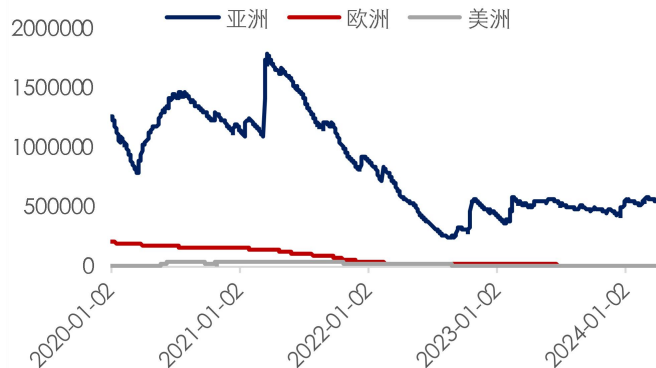
数据来源: SMM, 兴证期货

图 29: LME 电解铝现货升水 (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 28: LME 电解铝分大洲库存 (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 30: 海外现货铝美元升水 (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

4、需求篇

4.1 铝加工需求修复

4.1.1 铝加工开工回升

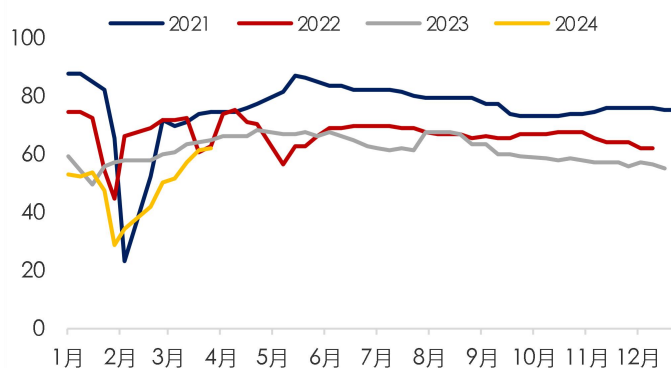
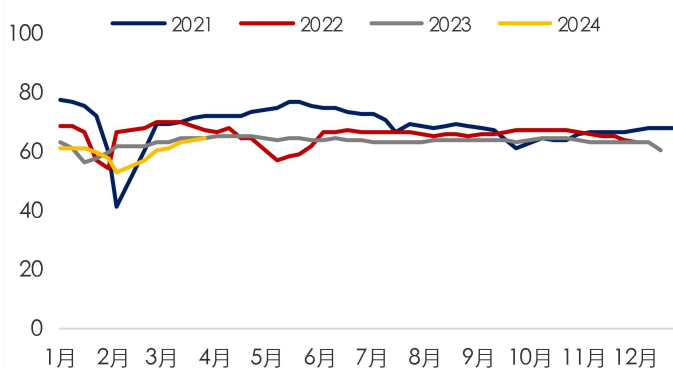
据 SMM 数据显示,2024 年 3 月国内铝加工行业综合 PMI 指数录得 68.8%,回升至荣枯线以上且增幅较大。从细分的指标上来看,3 月国内铝加工下游生产能力已恢复至正常水平,据 SMM 调研了解,今年整体下游需求复苏呈现延迟的态势,3 月中下旬地产工程等板块才复工下

单采购，但相较于2月的春节影响，3月企业生产与订单量显著回升。

具体来看，在政府多重利好政策支持下，工地、工程逐步复工，城中村改造带动门窗需求增加，支撑建筑铝型材需求修复；3月工业型材已恢复至正常生产状态，新能源产业链订单量稳中向好，光伏板块复产迅速，汽车板块需求稳定，行业对4月份用铝型材量较为积极。3月份铝线缆企业整体开工逐渐恢复，头部企业进入较为紧张的订单交付状态，中小企业开工稍有回暖，进入4月国网订单提货在即，行业提货量逐步抬高，预计铝线缆企业开工率将得到支撑。

图 31：中国铝加工平均周度开工率（%）

图 32：中国铝型材周度开工率（%）

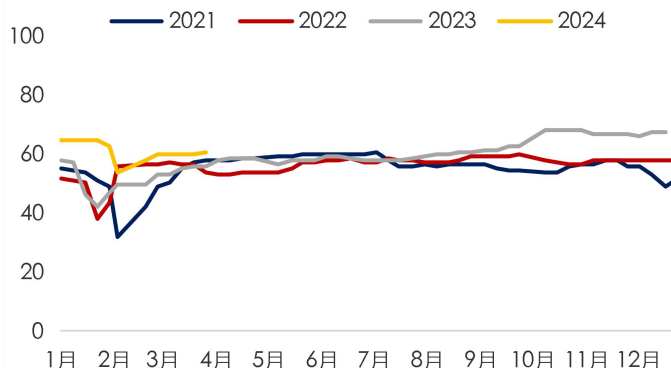
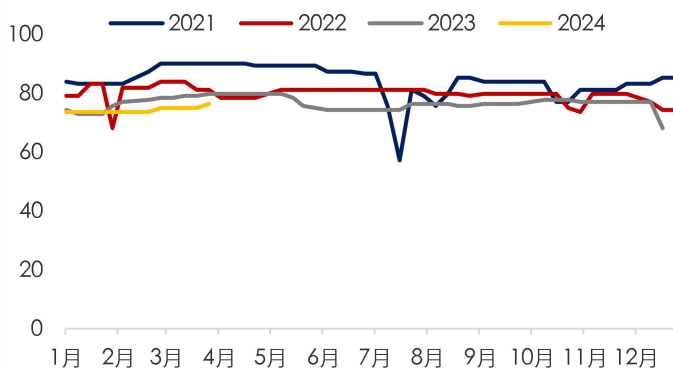


数据来源：SMM，兴证期货

数据来源：SMM，兴证期货

图 33：中国铝板带周度开工率（%）

图 34：中国铝线缆周度开工率（%）



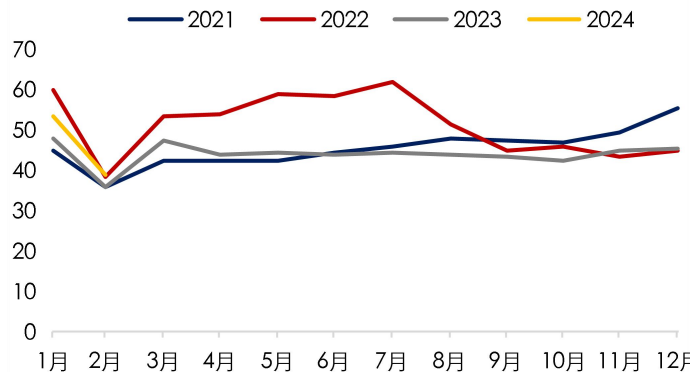
数据来源：SMM，兴证期货

数据来源：SMM，兴证期货

4.1.2 铝材出口超预期

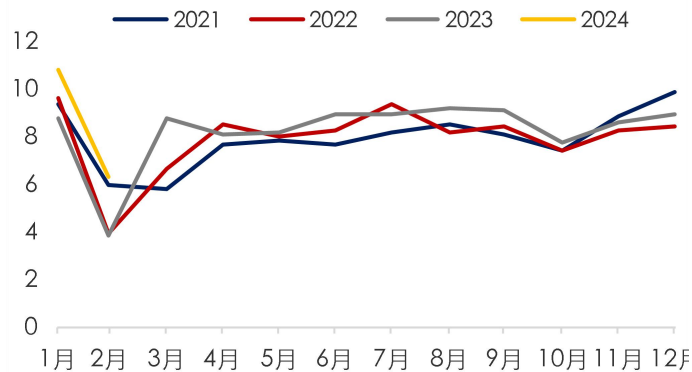
2024年1-2月份国内铝型材出口量17.09万吨，环比增长3.26%，同比增长35.36%，其中1月国内铝型材出口量为10.83万吨，环比增长21.86%，同比增长23.55%；2月国内铝型材出口量为6.26万吨，环比减少42.15%，同比增长62.15%。1-2月份国内铝型材出口量增幅明显，主因国内春节放假，海外节前备货海外，采购、发货举动提速导致。

图 35: 中国铝材出口量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 36: 中国铝型材出口量 (万吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

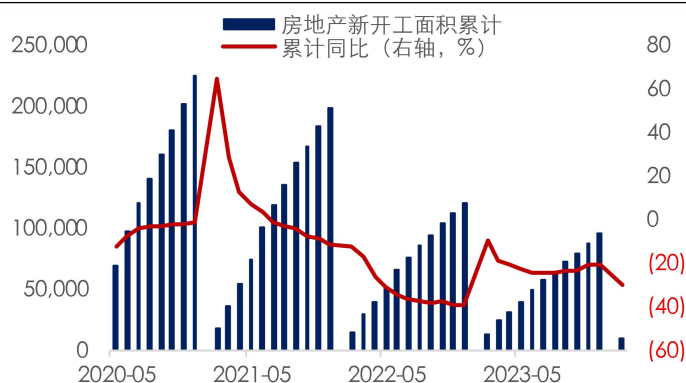
4.2 旺季需求喜忧参半

4.2.1 地产同比延续下滑

根据中指院数据, 2024年1-3月, TOP100房企销售总额为8978亿元, 同比下降49%; 销售面积5212万平方米, 同比下降49.5%; 权益拿地金额为221亿元, 同比增长14.9%; 权益拿地面积为3826万平方米, 同比增长22.2%。权益新增货值5554亿元, 同比增长25.3%。其中3月随着传统旺季来临, 房企供应增加、春节需求的延后释放、以及季度末房企促销力度加大带动成交环比增长, 但是同比依然保持较大降幅, 不过3月底市场热度有环比走弱的现象, 传统小阳春成色不足。

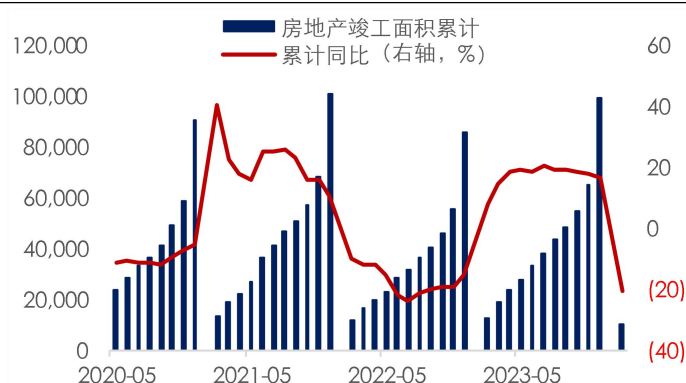
3月全国各地地产政策继续出台, 两会《政府工作报告》明确提出要“优化房地产政策”; 国常会再次强调“促进房地产市场平稳健康发展, 加快完善市场+保障的住房供应体系”。地方政策方面, 标杆城市持续松绑, 深圳全面取消70/9政策, 上海也开始放松比例要求; 北京不再执行离婚限购政策; 广州或放松预售限制; 杭州全面取消二手房限购政策。后续或带动市场信心的一定修复, 但整体2024年的房地产都难言增长, 处在一个行业转型, 降幅收窄的阶段。

图 37: 中国房屋新开工面积 (万平方米)



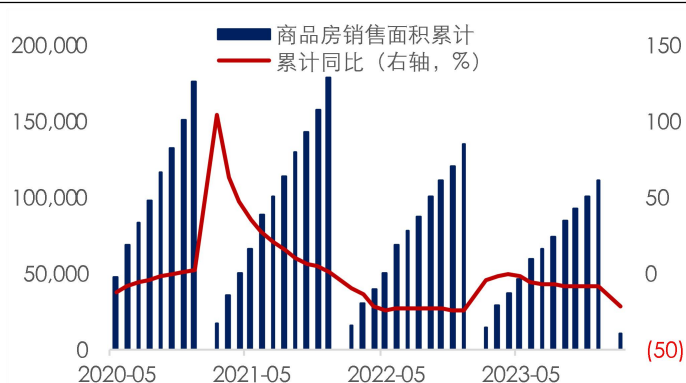
数据来源: WIND, 兴证期货

图 38: 中国房屋竣工面积 (万平方米)



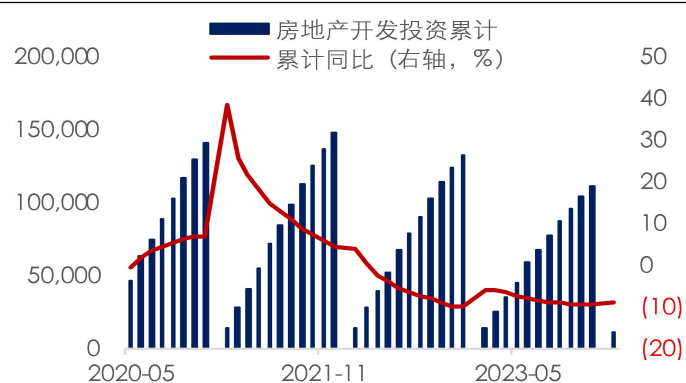
数据来源: WIND, 兴证期货

图 39: 中国商品房销售面积 (万平方米)



数据来源: WIND, 兴证期货

图 40: 中国房地产开发投资额 (亿元)



数据来源: WIND, 兴证期货

4.2.2 电网订单逐步放量

2023 年电网工程完成投资 5275 亿元, 同比增长 5.4%。国家能源局 1 月印发的 2024 年能源监管工作要点 (下文简称《要点》) 提出, 要保障新能源和新型主体接入电网, 指导电网企业进一步优化并网流程、提高并网时效, 推动“沙戈荒”风光基地、分布式电源储能、充电桩等接入电网, 特高压建设有望持续推进, 预计今年将有 4-5 条特高压线路投建, 带动铝线缆需求。

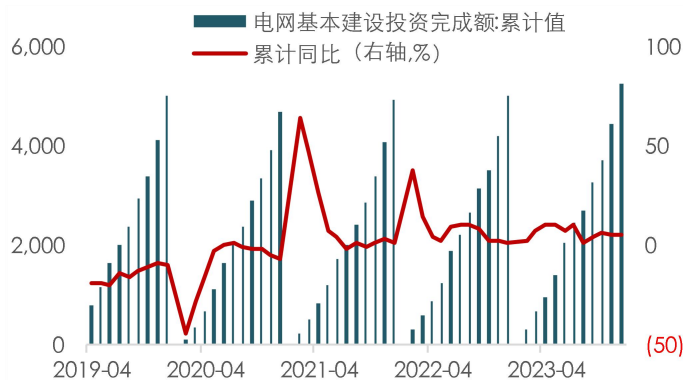
具体到当前来看, 根据 SMM 统计的国网订单, 3 月铝线缆的提货量在 12.5 万吨, 而即将进入的 4 月提货量有 17.3 万吨, 提货量环比上涨 38.5%。虽然下游企业表现新增订单不及预期, 但在国网订单的交付压力下, 行业的提货量正有所抬升, 给予企业开工一定支撑。受终端提货影响, 预计短期铝线缆开工将稳中向好。

图 41: 中国发电设备装机同比 (%)



数据来源: IFind, 兴证期货

图 42: 中国电网投资量 (亿元)



数据来源: IFind, 兴证期货

4.2.3 光伏装机维持高增长

近日, 国家能源局发布了《2024 年能源工作指导意见》, 该指导意见指出, 风力和太阳能电力的产量应占到全国总发电量 17% 以上。2024 年 1-2 月, 我国光伏新增装机 36.72GW, 同比增长 80.3%。截至 2 月底, 全国累计发电装机容量约 29.7 亿千瓦, 同比增长 14.7%。其中, 太阳能发电装机容量约 6.5 亿千瓦, 同比增长 56.9%; 风电装机容量约 4.5 亿千瓦, 同比增长 21.3%。出口方面, 根据 infolink 统计, 2023 年 1、2 月组件出口量为 21.9/21.2GW, 累计出口 43.1GW, 同比增长 45%, 前三大进口中国光伏组件市场为欧洲、印度与巴西, 三者合计进口量约占全球市场 60%。受到光伏需求的高景气, 一季度国内工业型材开工同比显著高于往年,

图 43: 中国电源设备投资额 (亿元)



数据来源: IFind, 兴证期货

图 44: 中国光伏装机量 (万千瓦)



数据来源: IFind, 兴证期货

4.2.4 汽车需求预期良好

根据中汽协数据, 2023 年我国汽车产销累计完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆, 同比分别增长 11.6% 和 12%, 产销量创历史新高, 实现两位数较高增长。新能源汽车产销分别完成 958.7

万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%和 37.9%，市场占有率达到 31.6%，高于上年 5.9 个百分点。

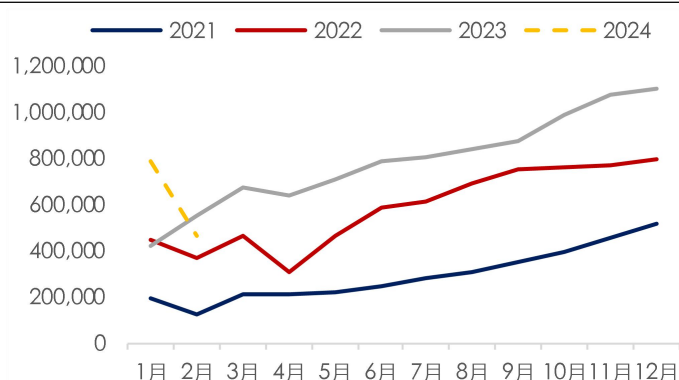
2024 年 1-2 月汽车产销分别完成 391.9 万辆和 402.6 万辆，同比分别增长 8.1%和 11.1%。其中，2 月汽车产销分别完成 150.6 万辆和 158.4 万辆，环比分别下降 37.5%和 35.1%，同比分别下降 25.9%和 19.9%。2024 年 1-2 月，新能源汽车产销分别完成 125.2 万辆和 120.7 万辆，同比分别增长 28.2%和 29.4%，市场占有率达到 30%。根据目前已有的数据，3 月的前三周零售新能源渗透率突破 45%。月底小米 SU7 的发布更是带动了行业整体的热度。国内新能源汽车的订单的需求稳定，也是一季度国内工业型材开工的重要支撑。

图 45：中国汽车月度产量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货

图 46：中国新能源汽车产量（辆）



数据来源：WIND，兴证期货

5、风险提示

1. 欧洲能源问题出现反复；
2. 美联储降息超预期；
3. 国内房地产超预期恢复

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。本人不曾因此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唯一因素。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。