

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

1月铝价高位回落，整体维持在此前的震荡区间。1月国内电解铝供应依旧存在干扰，云南地区维持减产，国内电解铝运行产能4200万吨，需求端型材开工继续走弱，传统建筑类需求依旧疲软，电网订单的拿货对于铝杆铝线缆需求有所支撑，光伏和汽车需求维持景气。截至1月底沪铝主力合约收盘于19010元/吨，月涨幅-2.49%，伦铝电3月合约收盘于2246.5元/吨，月涨幅-4.15%。

### ● 后市展望及策略建议

供应端，2023年12月份（31天）国内电解铝产量356.2万吨，同比增长3.6%。12月国内电解铝日均产量环比下降3800多吨至11.49万吨附近。2023年全年国内电解铝累计产量达4151.3万吨，同比增长3.6%。2024年一季度云南等地区电力供需暂未出现较大矛盾，预计省内电解铝或将继续持稳运行为主，其他企业暂未听闻有大规模检修或投产计划，国内电解铝运行产能或稳定在4200万吨附近。

需求端，2024年1月国内铝加工行业综合PMI指数录得42.90%，依然处于荣枯线以下。1月临近春节假期，企业逐步减产放假，部分中小型企业尤其是位于北方地区的，月中便已停产放假，因此本月生产指数环比显著下滑。进入2024，国内铝型材企业开工率继续呈现下滑趋势。传统地产需求方面依旧弱势，销售数据同比仍然为负，汽车和电网需求的景气支撑铝消费，年底光伏需求超预期增长带动工业型材消费。

1月铝价再度从高位回落，需求端淡季效应明显。尽管在供应

端环比增量有限，但下游加工企业的订单明显走弱，远期受限于海外衰退的担忧，整体预期也不高。不过随着铝价的回落，受到氧化铝价格大幅上涨的影响，电解铝成本支撑上移，铝锭库存维持低位，市场下修节前库存预期，铝价下方存在支撑。

● **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 铝土矿供应存在干扰.....	1
2.1.2 氧化铝产量回升较慢.....	2
2.2 铝锭供应环比回落.....	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 铝水比例维持高位.....	6
3.2 国内库存超预期去库.....	7
3.2 海外库存小幅去库.....	8
4、需求篇.....	8
4.1 铝加工景气回落.....	8
4.2 国内消费进入淡季.....	9
4.2.1 地产行业仍在筑底.....	9
4.2.2 电网订单支撑铝线缆需求.....	10
4.2.3 年末光伏装机创新高.....	11
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: 中国房屋新开工面积 (万平方米)	10
图 36: 中国房屋竣工面积 (万平方米)	10
图 37: 中国商品房销售面积 (万平方米)	10

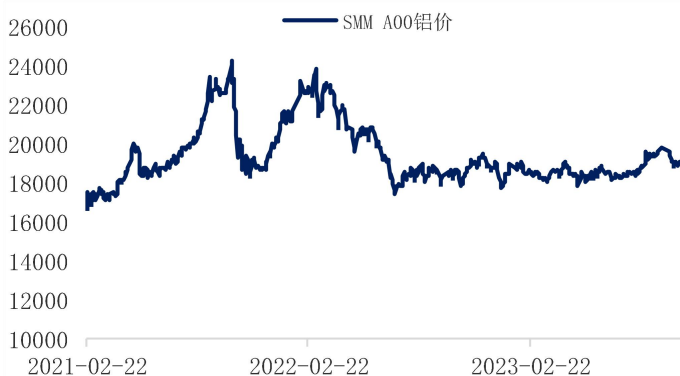
---

图 38: 中国房地产开发投资额 (亿元) .....	10
图 39: 中国发电设备装机同比 (%) .....	11
图 40: 中国电网投资量 (亿元) .....	11
图 41: 中国电源投资金额累计同比 (%) .....	12
图 42: 中国光伏装机量 (万千瓦) .....	12
图 43: 中国汽车月度产量 (辆) .....	12
图 44: 中国新能源汽车产量 (辆) .....	12

## 1、行情回顾

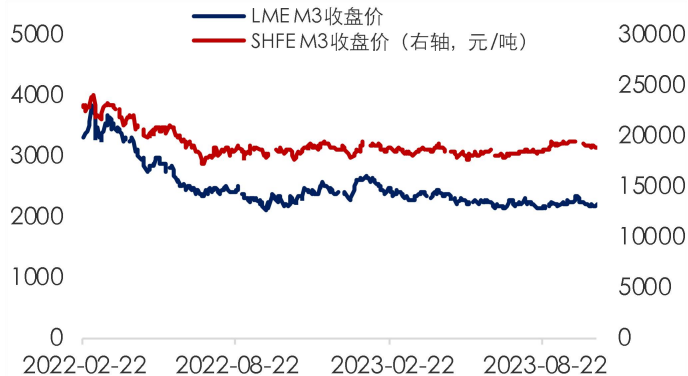
1月铝价高位回落，整体维持在此前的震荡区间。1月国内电解铝供应依旧存在干扰，云南地区维持减产，国内电解铝运行产能4200万吨，需求端型材开工继续走弱，传统建筑类需求依旧疲软，电网订单的拿货对于铝杆铝线缆需求有所支撑，光伏和汽车需求维持景气。截至1月底沪铝主力合约收盘于19010元/吨，月涨幅-2.49%，伦铝电3月合约收盘于2246.5美元/吨，月涨幅-4.15%。

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

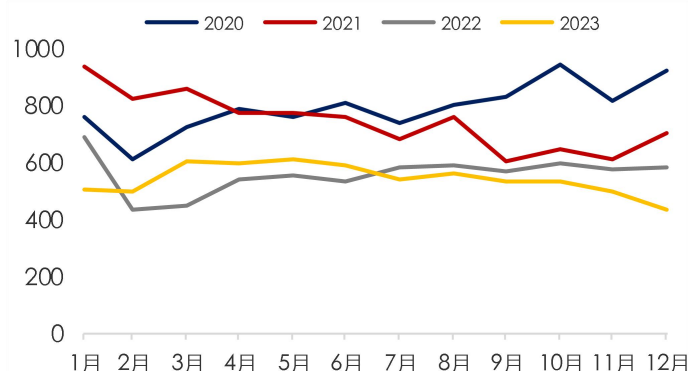
### 2.1、原料供应偏紧

#### 2.1.1 铝土矿供应存在干扰

根据 SMM 数据，2023 年 12 月，国产铝土矿 439.24 万吨，同比下降 25.29%，2023 全年国产铝土矿产量 6548.62 万吨，同比下降 2.78%。进口方面，据海关总署数据显示，2023 年中国铝土矿进口量共计 14164 万吨，同比增加 12.9%，创历史新高，其中超过 94%来自几内亚和澳大利亚。目前根据 Mysteel 空间数据显示，几内亚油储罐爆炸事件的影响还在持续发酵中，时隔一个多月，政府和矿山还普遍没有找到合适的处理方式，几内亚铝土矿发运量自爆炸起连续 4 个星期低于 200 万吨/周，2024 年 1 月 12-18 日发运总量更是进一步下跌至 146.9 万吨，周环比下跌 19.2%，同比下跌 13.3%。另外，自一月份起澳大利亚也进入雨季，铝土矿的发运量将有一定程度地降低。综上，2024 年一季度预计铝土矿供应偏紧张，现货供应量的减少对进

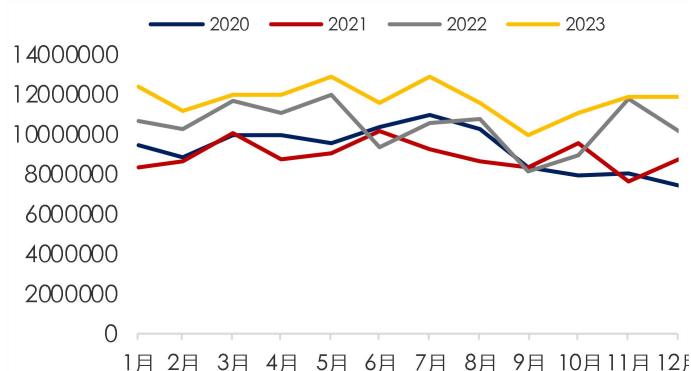
口铝土矿价格提供有力支撑。

图 3: SMM 中国铝土矿产量 (万吨)



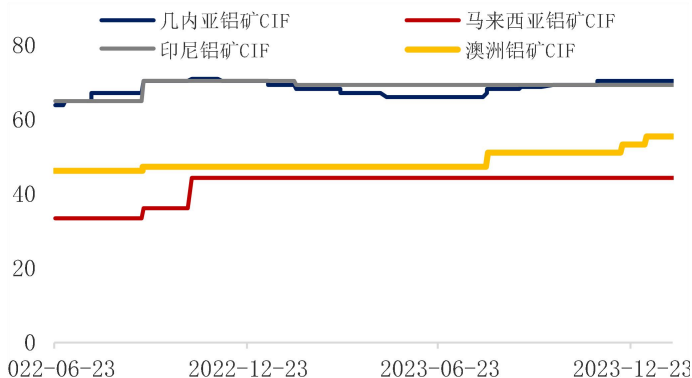
数据来源: SMM, 兴证期货

图 4: 中国铝土矿进口量 (万吨)



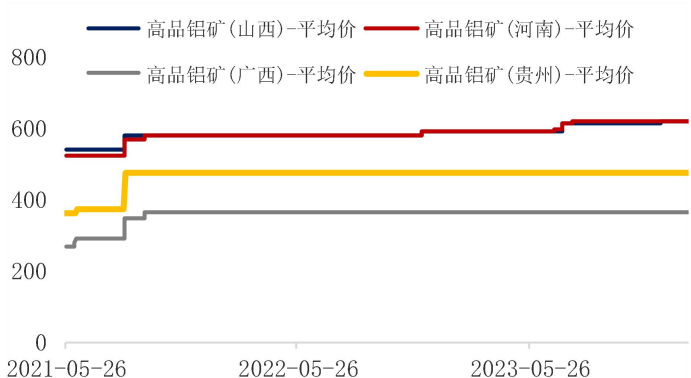
数据来源: 海关数据, 兴证期货

图 5: 国产铝高品铝土矿价格 (元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 6: 进口铝土矿 CIF 价 (美元/吨)



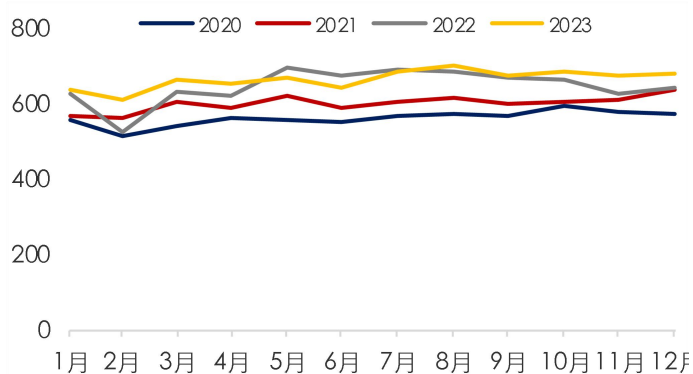
数据来源: SMM, 兴证期货

### 2.1.2 氧化铝产量回升较慢

SMM 数据显示, 12 月 (31 天) 中国冶金级氧化铝产量为 679.5 万吨, 日均产量环比减少 0.56 万吨/天至 21.92 万吨/天。12 月总产量环比 11 月增加 0.7%, 同比去年增加 5.7%。截至 12 月末, 中国氧化铝建成产能为 10000 万吨, 运行产能为 8004 万吨, 全国开工率为 80.0%。1-12 月中国氧化铝累计产量达 7980.4 万吨, 同比增长 2.7%。目前山西、河南地区处于停产状态的矿山短期复产难度较大, 当地矿石供应紧缺将持续限制部分产能, 整体开工或将维持较低位; 广西地区 12 月因矿石供应问题维持压产的企业短期较难恢复至满产状态; 山东、河南地区部分受限于环保政策的焙烧产能目前均已恢复正常生产, 但年底北方地区重污染天气频发, 不排除再度限产预期, 故 SMM 预计 2024 年 1 月日均产量为 22.05 万吨/天, 总运行产能为 8050 万吨左右, 同比上涨 7.3%。

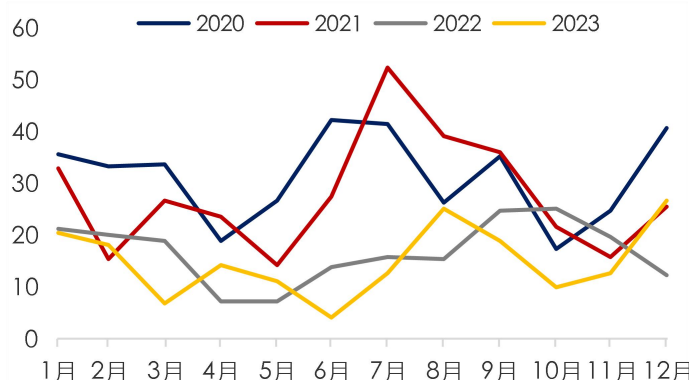
进出口方面,据海关总署数据显示 2023 年 1-12 月累计进口 182.74 万吨,同比下降 9.58%; 2023 年 1-12 月累计出口 126.53 万吨,同比增加 25.58%; 2023 年 1-12 月中国氧化铝累计净进口量为 56.21 万吨,同比下降 44.53%。其中澳大利亚继续稳居首位。2023 年中国进口澳大利亚氧化铝总量为 84.13 万吨,占总量的 46%。自 1 月份起国内氧化铝减产产能逐步恢复,加之疫情逐渐放开及新投产产能陆续投产,供应紧张局面缓解,而海外氧化铝价格由于供应紧张居高,加之海运费上涨,没有进口优势,进口量维持下行状态。直到 8 月份,国内氧化铝企业开始实施不同程度减产检修,整体行业开工率较低,氧化铝供应趋紧,对海外进口需求增加。

图 7: SMM 中国氧化铝产量 (万吨)



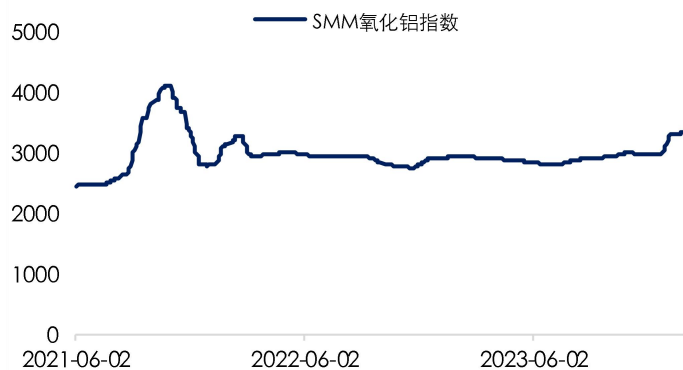
数据来源: SMM, 兴证期货

图 8: 中国氧化铝进口量 (万吨)



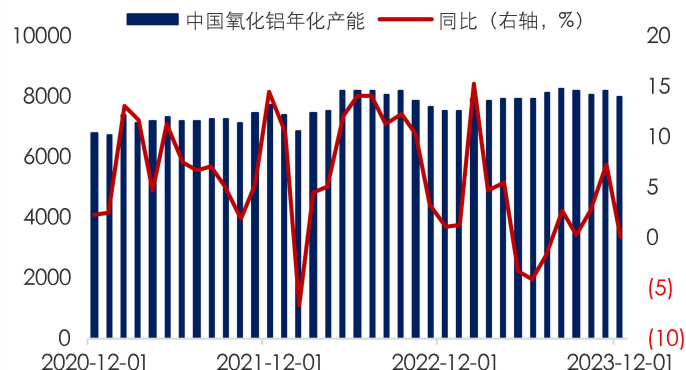
数据来源: 海关数据, 兴证期货

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 铝锭供应环比回落

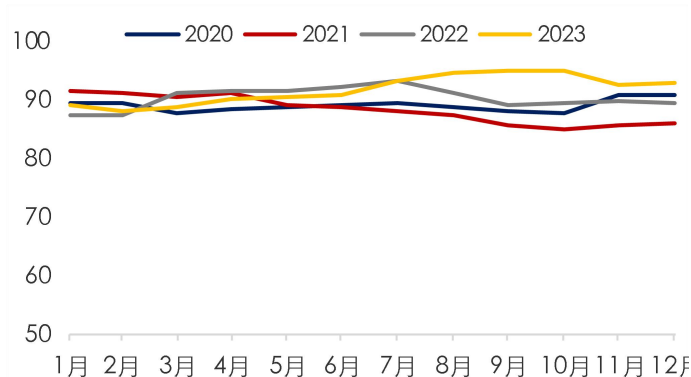
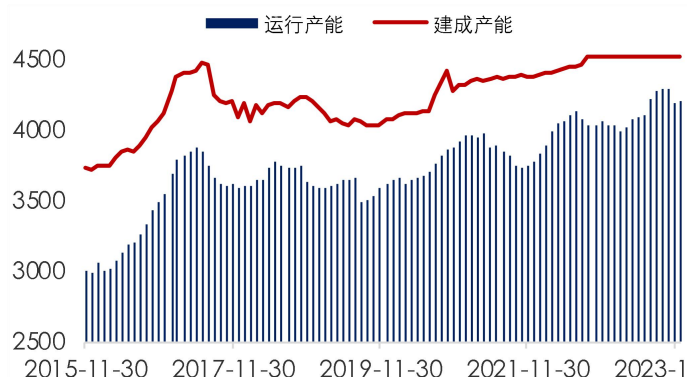
据 SMM 统计,2023 年 12 月份 (31 天) 国内电解铝产量 356.2 万吨,同比增长 3.6%。12 月国内电解铝日均产量环比下降 3800 多吨至 11.49 万吨附近。2023 年全年国内电解铝累计产量达 4151.3 万吨,同比增长 3.6%。



进入 2024 年 1 月份，云南等地区电力供需暂未出现较大矛盾，预计省内电解铝或将继续持稳运行为主，其他企业暂未听闻有大规模检修或投产计划，SMM 预计到 1 月份国内电解铝运行产能或稳定在 4200 万吨附近，1 月份国内电解铝日均产量环比持稳为主，预计 1 月（31 天）国内电解铝总产量在 356 万吨左右，同比增长 4.2%。

图 11：中国电解铝产能（万吨）

图 12：中国电解铝月度开工率（%）

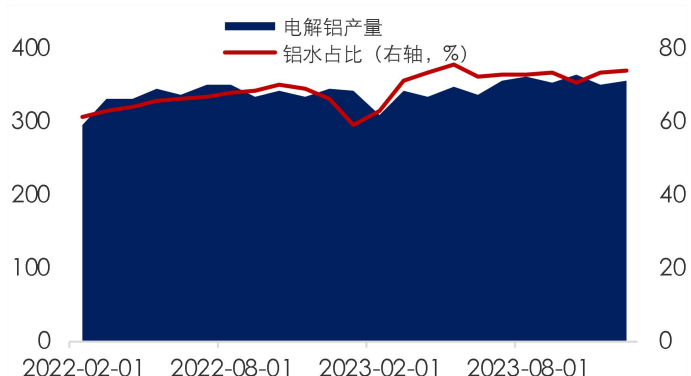
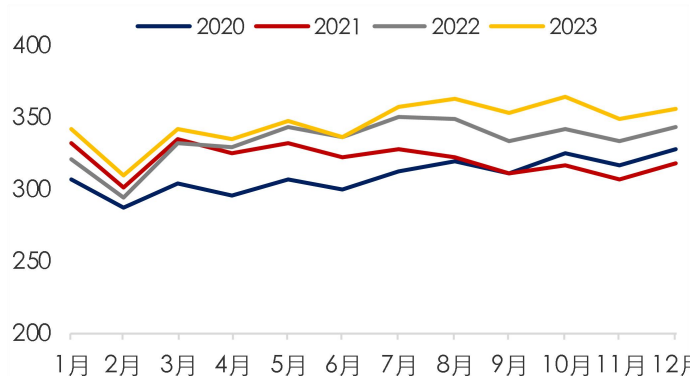


数据来源：SMM，兴证期货

数据来源：SMM，兴证期货

图 13：中国电解铝月度产量（万吨）

图 14：中国电解铝月度铝水比例（万吨）



数据来源：SMM，兴证期货

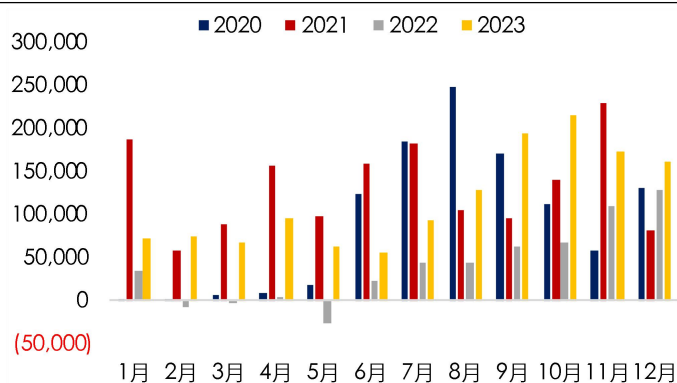
数据来源：SMM，兴证期货

## 2.3 电解铝进口同比大增

据海关数据显示，2023 年 12 月原铝进口量为 17.5 万吨 同比增长 37.2%；2023 年原铝出口总量 15 万吨左右，同比减少 23.4%；2023 年全年国内原铝总进口总量为 154.21 万吨，同比大增 130.8%；国内原铝总净进口总量达 139.19 万吨，同比增加 1198%。

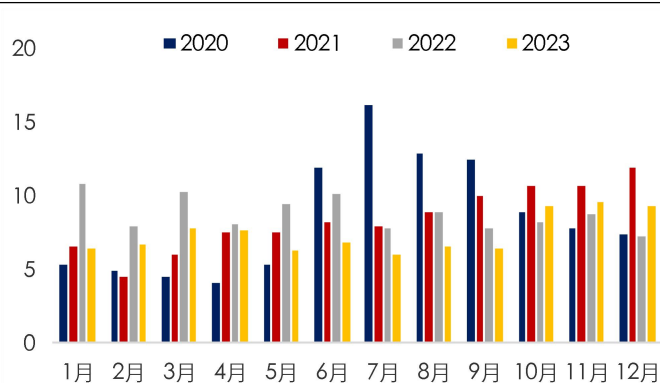
四季度铝锭进口盈亏围绕零轴波动，10 和 12 月进口盈利窗口长时间打开。当前铝价内强外弱的格局在延续，2024 年 1 月进口盈利窗口也短暂打开，预计一季度原铝进口将维持高位。

图 15: 中国电解铝净进口量 (万吨)



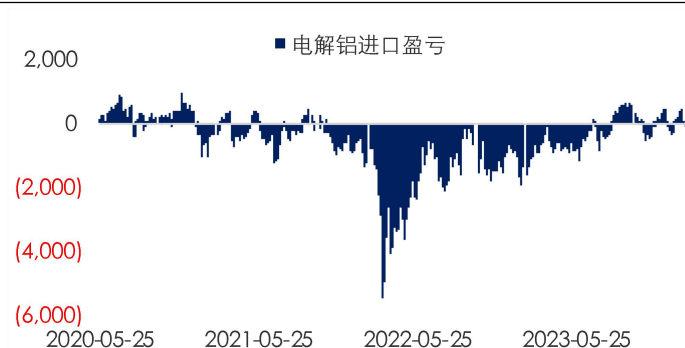
数据来源: WIND, 兴证期货

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)

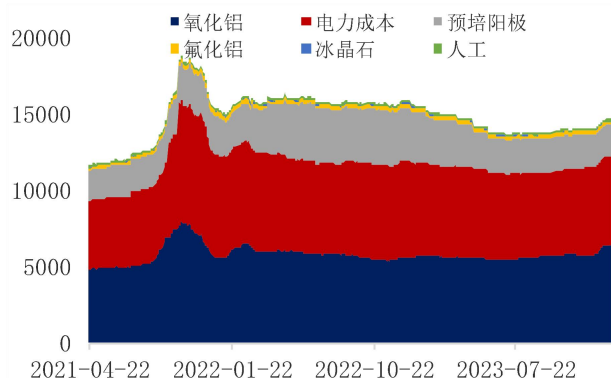


数据来源: WIND, 兴证期货

## 2.4 成本小幅回升

根据 SMM 数据,截至 1 月底国内电解铝即时完全成本在 16,876 元/吨附近,环比上月底回升 446 元/吨。当前全国电解铝加权平均盈利在 2034 元/吨左右,环比上月底下降 1106 元/吨。1 月电解铝成本大幅上行,主要由于氧化铝价格的上行,阳极成本较上月小幅下降,电力价格基本稳定。氧化铝市场近期减产扰动较多,支撑现货价格上行,电解铝行业用电成本的窄幅上调或拉动行业即时成本稳定在 16800 元/吨附近。

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 20：中国电解铝成本模型：利润（元/吨）



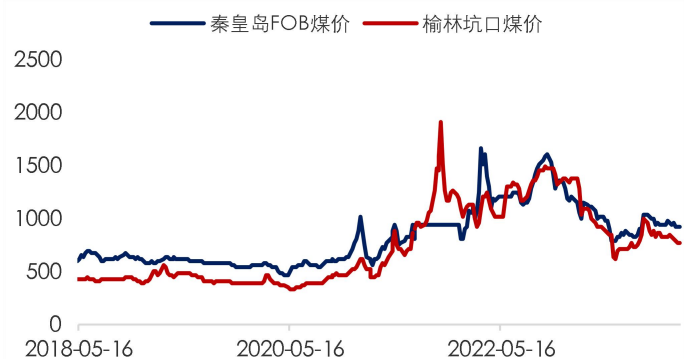
数据来源：SMM，兴证期货

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 22：国内电煤价格（元/吨）



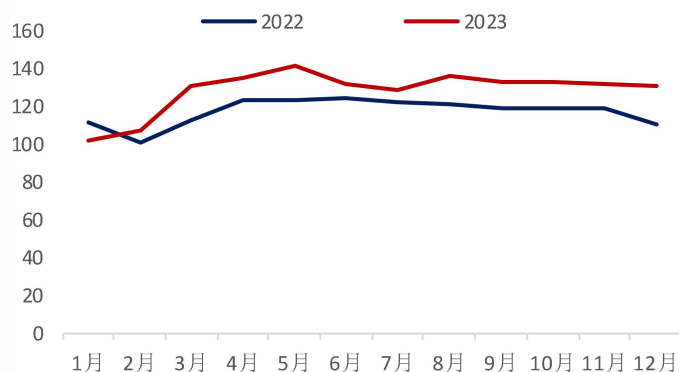
数据来源：SMM，兴证期货

### 3、库存篇

#### 3.1 铝水比例维持高位

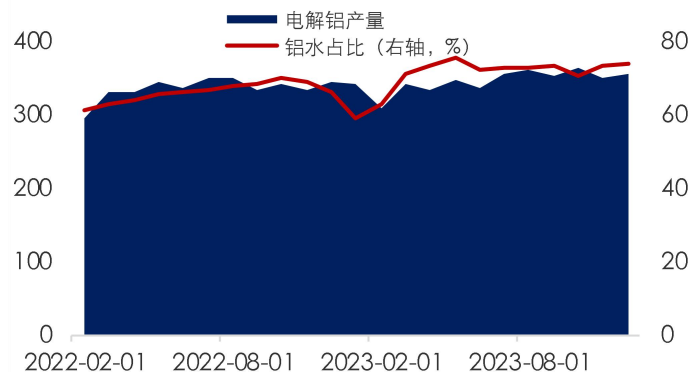
12 月份国内铝水合金化比例维持高位，仅内蒙古、青海等地区部分铝厂铝合金化比例小幅下降，其他区域电解铝厂多执行铝液长单合同，力求完成全年铝液合金化目标，铝液占比仍呈现稳中小增状态，SMM 测算 12 月份行业铝液合金化比例环比增长 0.7 个百分点至 74.1% 附近。根据 SMM 铝水比例数据测算，12 月份国内电解铝铸锭量同比减少 20%，2023 年全年国内铸锭总量约为 1206 万吨，同比减少 11.3%。

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 国内库存超预期去库

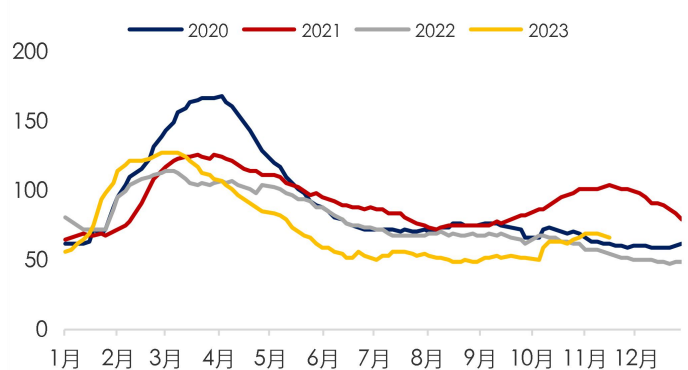
截至 1 月 29 日, SMM 统计电解铝锭社会总库存 46.7 万吨, 国内可流通电解铝库存 34.1 万吨, 连续两周有余的去库节奏在一月底的最后一个周末过后戛然而止。1 月国内铝锭库存整体上维持去库, 同比来看, 当前国内库存总量继续稳居近七年同期低位水平, 与去年同期的库存差已拉大至 46.7 万吨, 且去年同期的库存量恰巧已是今年的两倍之多。当然, 抛开假期的影响来比较库存量意义不大, 我们关注近六年春节前后的周度库存变化, 对比春节前第二周库存量, 2024 年仍然是最低的。相较于铝锭库存, 铝棒库存的表现更早受到下游节前放假的冲击, 已持续接近半月。据 SMM 统计, 1 月 29 日国内铝棒社会库存 12.77 万吨, 与上周四相比累库 1.70 万吨, 国内铝棒库存已不在近四年同期低位的位置。春节假期前后, 国内铝锭将进入持续累库阶段, 2 月节前最后一日国内铝锭社会总库存或将累库至 55-60 万吨左右, 节后的库存高点将在 90-95 万吨附近。

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)

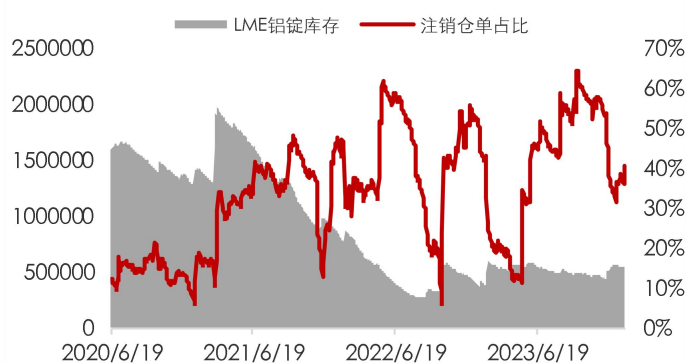


数据来源: SMM, 兴证期货

### 3.2 海外库存小幅去库

截至 1 月 31 日，LME 电解铝库存 534575 吨，同比去年同期增加 130250 吨，环比去年 12 月底下降 11475 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)



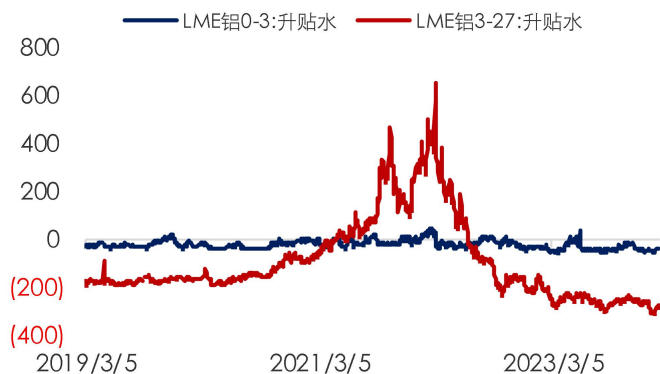
数据来源: SMM, 兴证期货

图 28: LME 电解铝分大洲库存 (美元/吨)



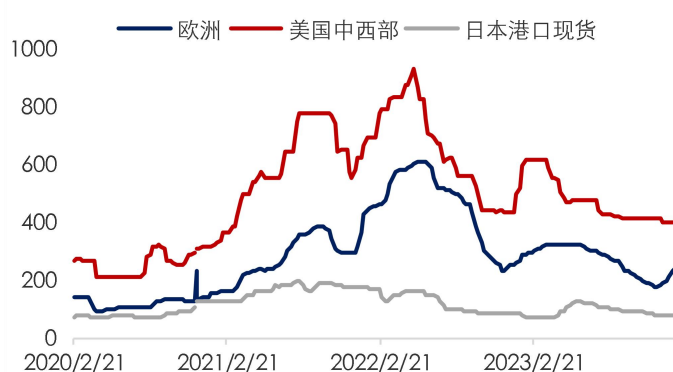
数据来源: SMM, 兴证期货

图 29: LME 电解铝现货升水 (美元/吨)



数据来源: SMM, 兴证期货

图 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

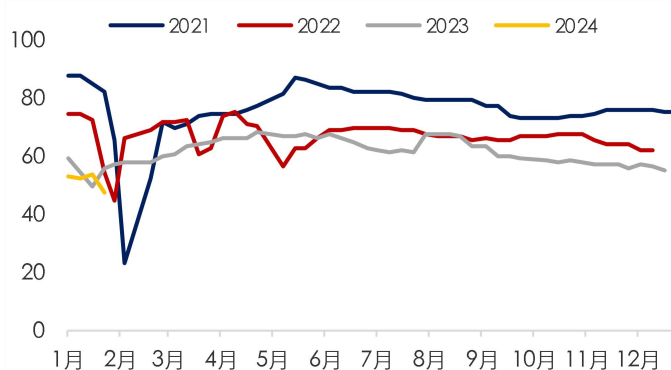
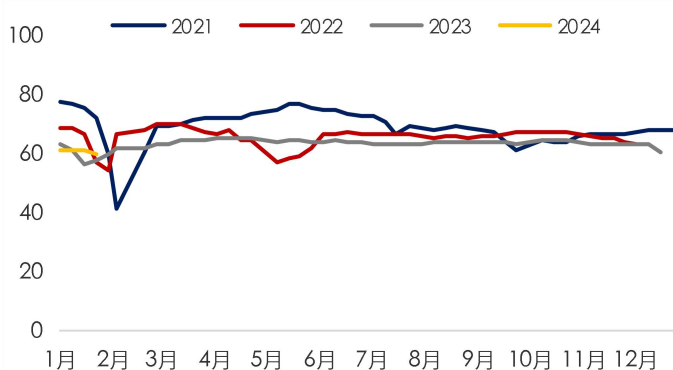
### 4.1 铝加工景气回落

根据 SMM 数据，2024 年 1 月国内铝加工行业综合 PMI 指数录得 42.90%，依然处于荣枯线以下。1 月临近春节假期，企业逐步减产放假，部分中小型企业尤其是位于北方地区的，月

中便已停产放假，因此本月生产指数环比显著下滑。由于生产与订单量减少，原材料采购量随之减少，叠加近几年终端消费疲弱，企业多按需采购、生产，原材料库存量减少且节前备货情绪不高。分品种来看，铝线缆和铝板带维持景气，终端电力电网行业相对较好，其余品种多在荣枯线以下，型材厂尤其是建筑型材下滑明显，多数建筑型材厂1月底至2月初放假，因此1月逐步减产，工业材年前抢工交付对生产有一定支撑，但新增订单不足，除部分光伏型材厂接到急单外，整体均呈现订单走弱的趋势。整体来看，一季度作为铝加工企业的淡季，叠加2月春节假期影响，国内铝加工行业 PMI 预计继续维持荣枯线以下。

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 (%)

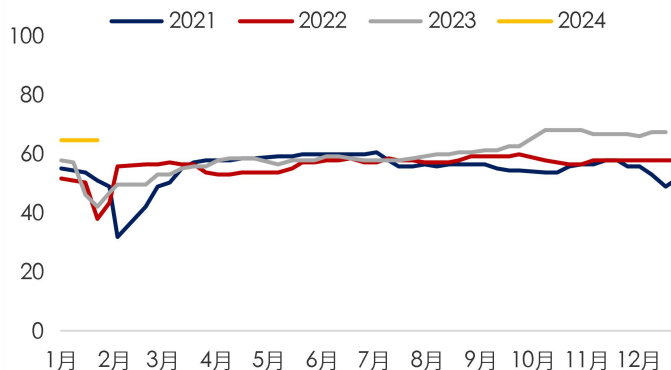
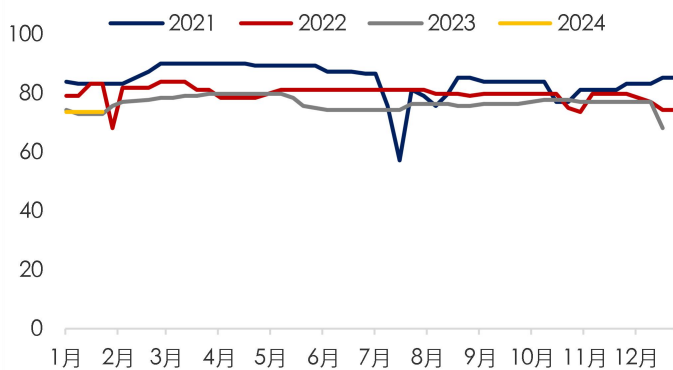


数据来源：SMM，兴证期货

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

## 4.2 国内消费进入淡季

### 4.2.1 地产行业仍在筑底

2023 年国内房地产全年维持弱势，从统计局数据看销售降幅明显，城市分化较大。2023 年，商品房销售额 11.7 万亿元，同比-6.5%，2021-2023 年复合增速为-20%，较 2021 年最高

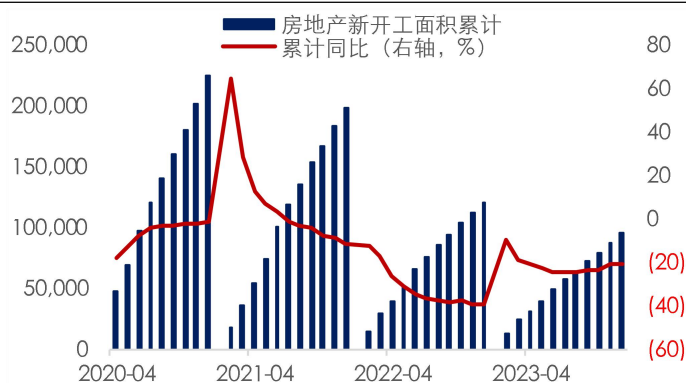


点 18.2 万亿元下降 36%，已大致回到 2016 年的水平。进入 2024 年一月，由于基数原因销售同比微降。截至 2024 年 1 月 28 日，30 城商品房累计成交面积为 692 万㎡，同比-7.7%。

1 月以来政策密集出台，1 月 24 日，央行和金融监管总局联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，突破性允许经营性物业贷款偿还房企承贷项目以外其他债务，极大提升此方式融资的实际价值。1 月 2 日，广州市人民政府办公厅印发《关于进一步优化我市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，近似全面放开限购，力度超过 2014 年，有助于打通置换链条，对当前低迷的基本面有一定的提振作用。整体来看，临近年关政策端的发力依旧处在改善预期程度，行业基本面的筑底阶段尚未结束。

图 35：中国房屋新开工面积（万平方米）

图 36：中国房屋竣工面积（万平方米）



数据来源：WIND，兴证期货

数据来源：WIND，兴证期货

图 37：中国商品房销售面积（万平方米）

图 38：中国房地产开发投资额（亿元）



数据来源：WIND，兴证期货

数据来源：WIND，兴证期货

## 4.2.2 电网订单支撑铝线缆需求

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。

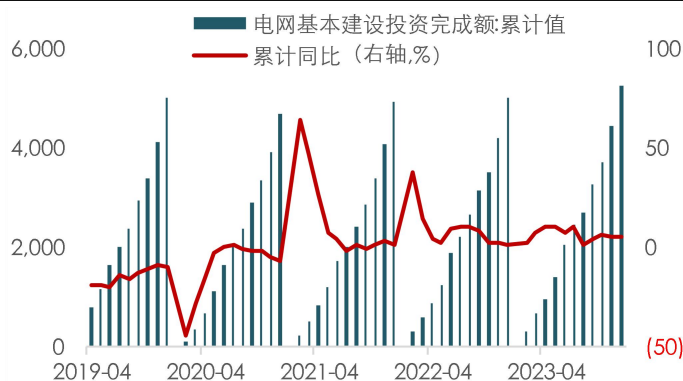
12月国网输变电材料第六批中标结果公示，其中导地线中标总数量为11.91万吨，龙头企业在手订单均有新增，铝线缆开工依旧维持高位。进入1月份下旬，龙头企业出货依旧保持正常，因特高压订单交付需求，生产稳定进行。根据SMM调研了解，目前龙头企业中有部分交付特高压订单较多，生产人员将提前返岗进行生产，2月以生产成品库存为主，预计3月开始集中交付。随着交通运输逐渐暂停，以及企业进入放假状态，行业将会正式进入淡季阶段，2月份铝线缆开工率或有大幅下滑趋势。

**图 39：中国发电设备装机同比（%）**



数据来源：IFind，兴证期货

**图 40：中国电网投资量（亿元）**



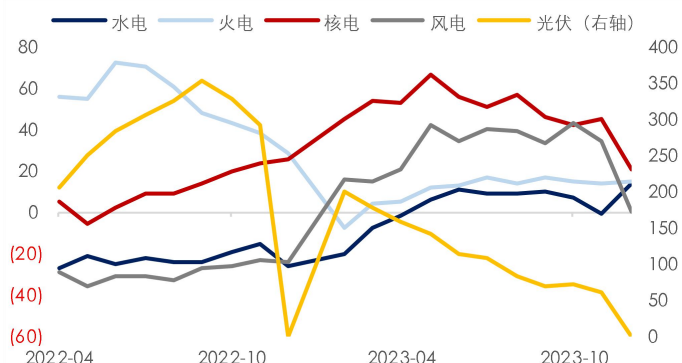
数据来源：IFind，兴证期货

### **4.2.3 年末光伏装机创新高**

2023年12月国内光伏新增装机51.9GW，同增139%，环增143%，创单月光伏新增装机历史新高，超市场预期，主要受益于年末抢装潮。23年全年国内光伏新增装机215.8GW，同比高增146.8%。出口方面，2023年12月国内光伏组件出口量16.2GW，同比+50%，环比-8.6%，出口金额21.3亿美元，同比-19.9%，环比-8.6%，欧洲如期去库，亚太和中东等新兴市场支撑需求。光伏型材加工厂订单量超季节的回升，给予国内铝型材龙头企业开工率正向支撑，1月维持5成以上。不过随着进入2月，加工企业逐步放假，型材厂开工率偏弱运行的预期不变。



图 41: 中国电源投资金额累计同比 (%)



数据来源: IFind, 兴证期货

图 42: 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

12月乘用车批发销量同比增长23%，环比增长7%，新能源车渗透率突破40%在政府汽车促消费政策以及车企年末冲刺全年销量目标的推动下，12月乘用车批发销量同比增长23.0%、环比增长7.4%，并且呈现高端化趋势，表现为15-40万价格带乘用车销量占比环比提升。

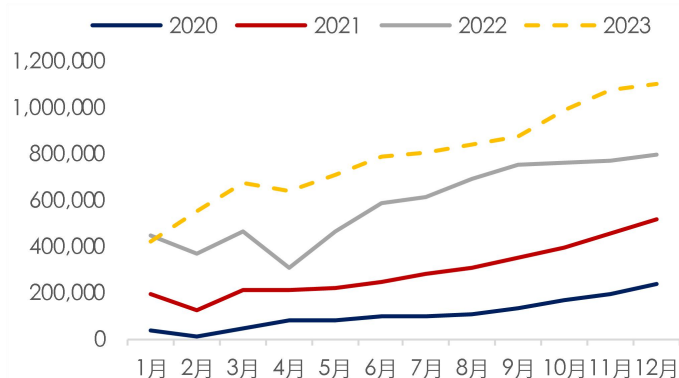
据乘联会，1月8-14日国内狭义乘用车批发、零售销量同比分别增长18%、15%。2024年1月部分厂商维持促销力度，加之2023年1月乘用车市场承压较大，预计2024年1月国内乘用车销量有望实现同比“开门红”。据乘联会预估，预计1月狭义乘用车零售销量约220万辆左右，同比因去年低基数影响大幅增长70.2%。预计1月新能源车零售销量约80万辆左右，同比增长141.0%，环比下降15.3%，新能源渗透率约36.4%。受此影响，汽车型材持稳运行，据SMM了解，汽车型材厂对2024年预期较为积极，且部分企业开始关注充电桩市场。

图 43: 中国汽车月度产量 (辆)



数据来源: WIND, 兴证期货

图 44: 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. 欧美经济衰退超预期；
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。