



供破瓶颈，需入寒潮：最是伤锌

联系人：樊丙婷

从业资格编号：F3046207

E-mail: fanbt@cifutures.com.cn

Tel : 021-80220261

(本研报仅供参考，投资有风险，入市需谨慎)

- **宏观氛围偏空、美元维持高位，有色金属受压制：**一方面，主要经济体经济增速放缓以及金融市场波动加剧的前提下，对于有色金属的风险偏好将下降。另一方面，在2019年在失业率仍处低位、通胀仍有支撑的前提下，当前市场对于美联储未来加息路径的预期过于鸽派，更加数据依赖的美联储的加息次数有较大概率超预期，给予美元阶段性的提振，美元仍将处于高位，压制以美元计价的有色金属。
- **需求难有亮眼表现：**基建板块受限于地方隐性债务的增长和严监管，而家电汽车产销因经济增速放缓而下滑，刺激消费新政的落实尚需时日。因此终端消费难言乐观。
- **冶炼产能瓶颈有望突破，进口锌为潜在供应增量：**2019年国内外锌矿产能逐步释放将逐步传导至锌锭端，即一方面待采暖季后环保约束将边际减弱，且搬迁后新产能在一季度末将实现满产。另一方面国内外基本面的分化，进口盈利窗口或阶段性打开，进口锌的流入将增加国内锌供应。
- **综合看，**在弱宏观预期的背景下，2019年现实与预期的偏差依旧存在，但在冶炼端产能瓶颈突破的过程中将逐步修复。因此预计2019年锌价呈波浪式下跌，运行区间18000-21000，建议沪锌单边阶段性操作。因供应短缺格局的扭转尚需时日，而远月存在供应增加的压力，因此沪锌维持近高远低的结构，建议关注正套组合入场机会。

2018年在海外矿供应恢复的预期下，料锭端供应将增加，锌价整体呈下行走势



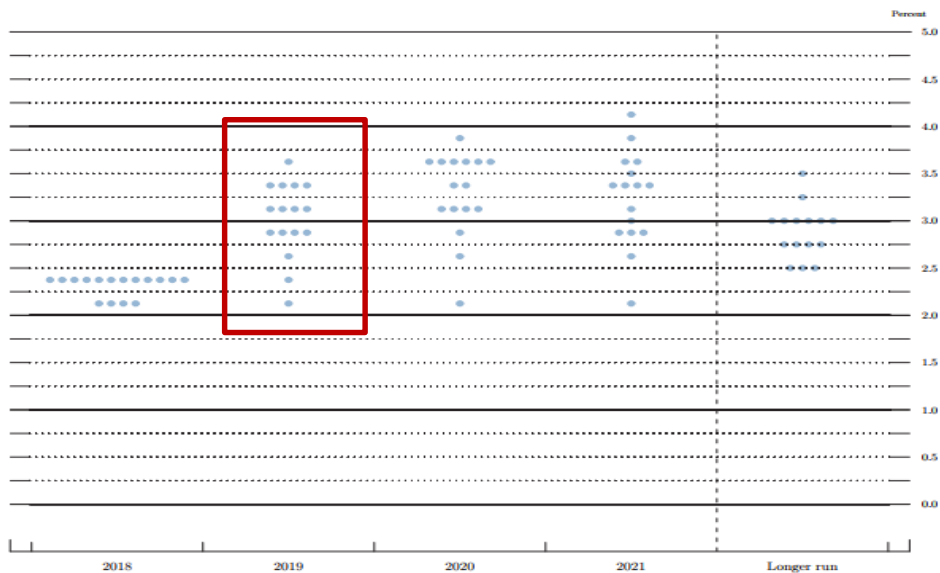
01

国际宏观：全球经济下行压力较大

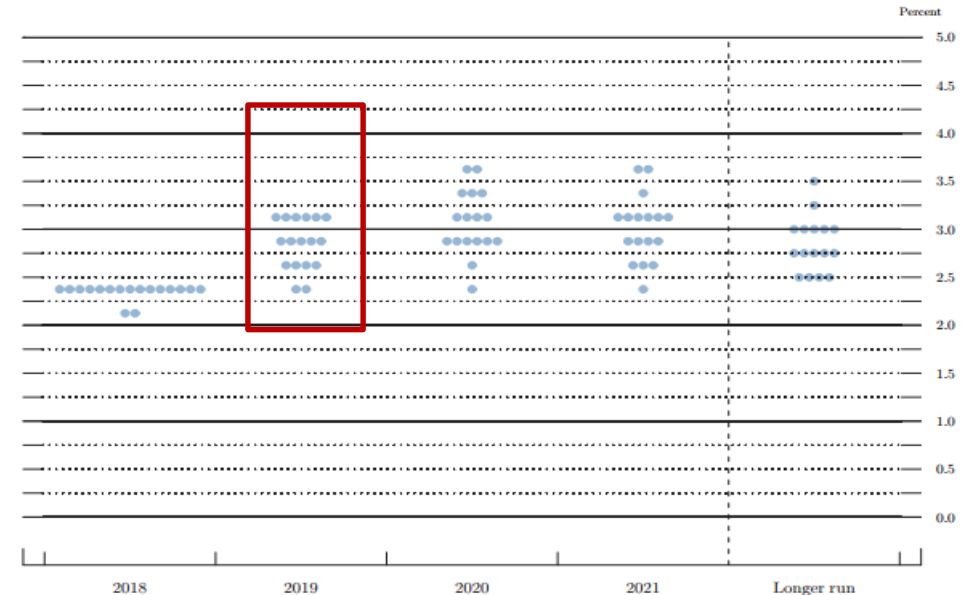
1.1 2018的最后一次加息释放出的信号：点阵图

- 2018年12月19日，美联储如期加息，但本次会议上释放出的信号与9月份相比，出现了耐人寻味的鸽派转变，首先是从最直接的点阵图可以看出，12月委员们对于2019年的中性利率区间预期显著下移，本次会议预期中值为2.9%，即还有两次加息空间，而在9月，委员们的2019年政策利率预期则是3.1%，约3-4次加息次数；
- 这在一定程度上证实了市场普遍的美联储转向的鸽派预期，但市场所预期的利率区间似乎与美联储有一定分歧。

2018年9月对2019年加息路径预期



2018年12月对2019年加息路径预期



1.2 市场对于接下来两年的利率预期

- 美联储加息后，市场给出了反映，也给出了自身的预期，截止12月20日，联邦利率期货显示市场预期2019年底利率将维持在2.5%附近水平，而到2020年末，市场对于利率的预期则在2.4%附近，而美联储的最新预测则在3.1%，两者相比，投资者已经开始在Price-In 2020年美联储将会有至少3次降息的预期；
- 显然，市场给出的预计更加鸽派，而驱动投资者的最大理由，便是美国经济大概率将在2019年陷入衰退，美联储将不得不降息救市。

2019年底利率将维持在2.5%附近水平



2020年底利率将维持在2.4%附近水平



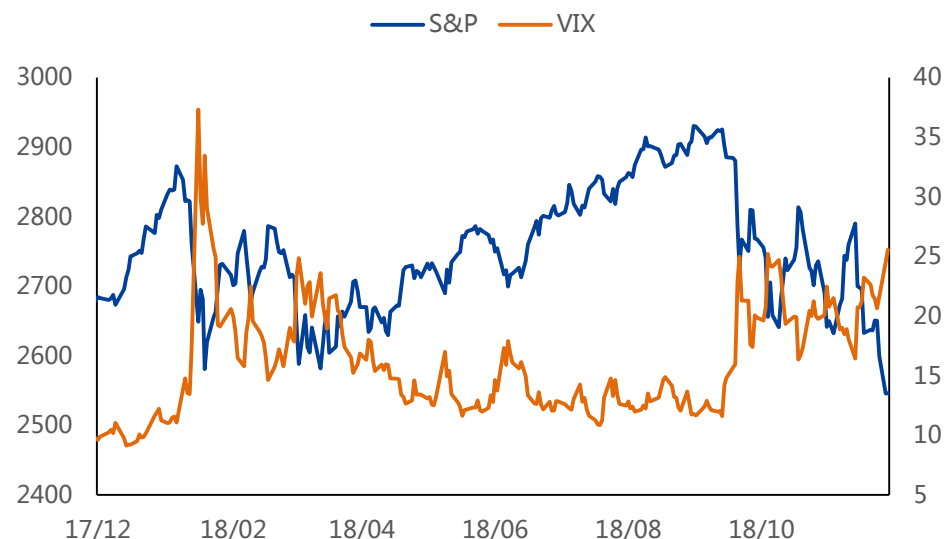
1.3 2019失业率大势：触底

- 从历史上看，美国非农失业率分别在2000年初、2006年末触底至3.8%与4.4%，随后美国经济则分别由于互联网泡沫、次贷危机陷入衰退；2018年11月，美国非农失业率降至3.7%，是1969年以来的最低水平；
- 当前外部有贸易战的宏观风险，内部有美联储持续收紧导致的美股进入熊市，历史并不必然重复，但历史总是重复，而美国企业的负债与盈利都早已到达历史最高，利率的抬升正在不断加大企业偿债压力，侵蚀企业利润，向失业率上升的传导将仅会是时间问题，2019年，美国失业率大概率触底，后续企业盈利的表现将决定失业率回升的高度。

美国非农失业率大概率触底



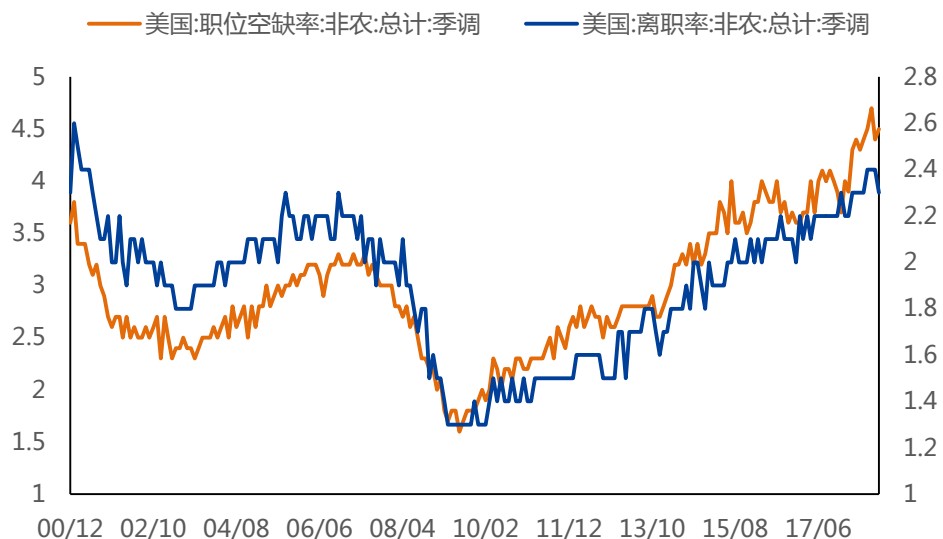
美股进入熊市



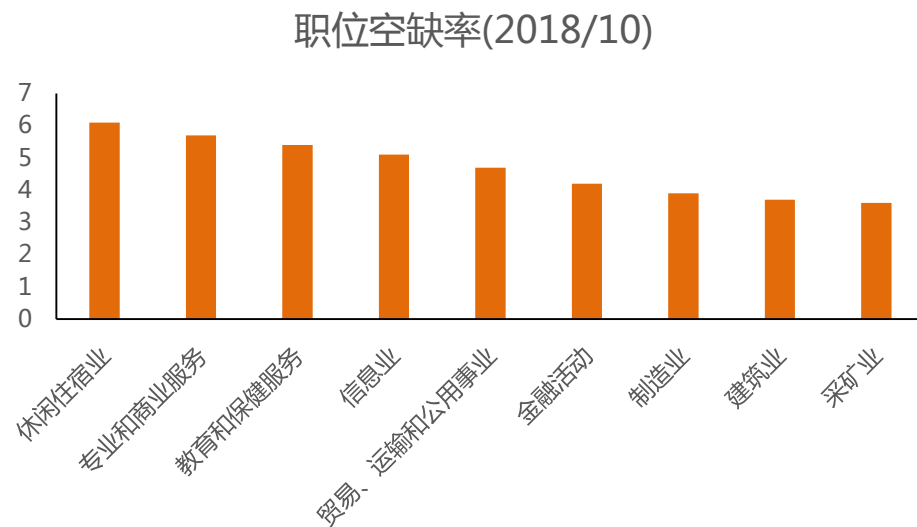
1.4 2019就业结构：重心由制造业转向服务业

- 当前美国职位空缺率与离职率都是历史高位，分项来看，在特朗普“America First”的思想，以及财政刺激的举措下，制造业快速扩张，也令相对廉价的劳动力大量涌入，这也是失业率持续下滑，但平均薪资未有显著提高的主因；
- 而制造业劳动力的涌入令服务业相关的职位空缺率较制造业等显著提高，而这些行业平均薪资也要高于制造业，在财政赤字大幅抬升、减税等举措利好基本消化等前提下，制造业扩张或告一段落，我们维持失业率触底大势判断不变，2019年的就业市场结构或出现服务业就业上升、制造业就业下降、整体薪资水平上升的局面。

美国职位空缺率、离职率处历史高位



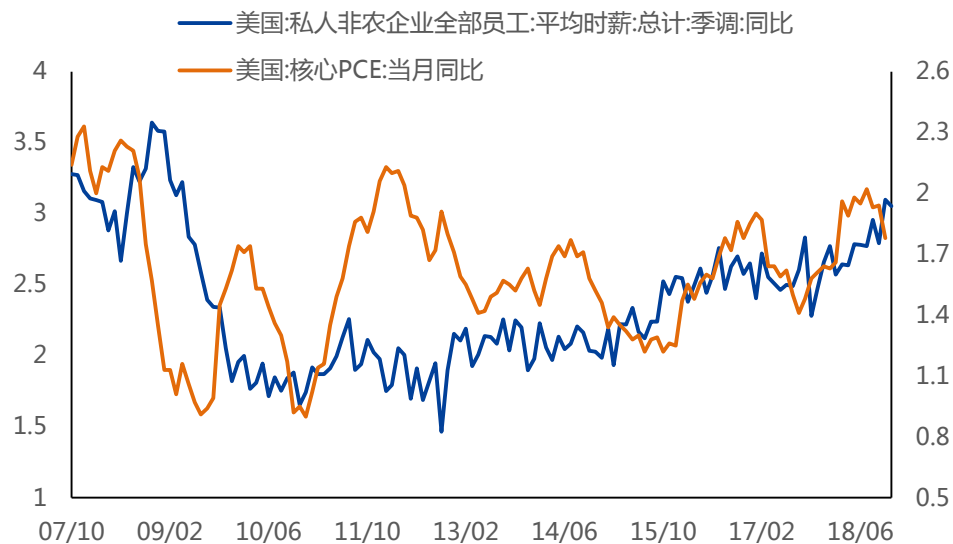
预计2019年制造业就业下降



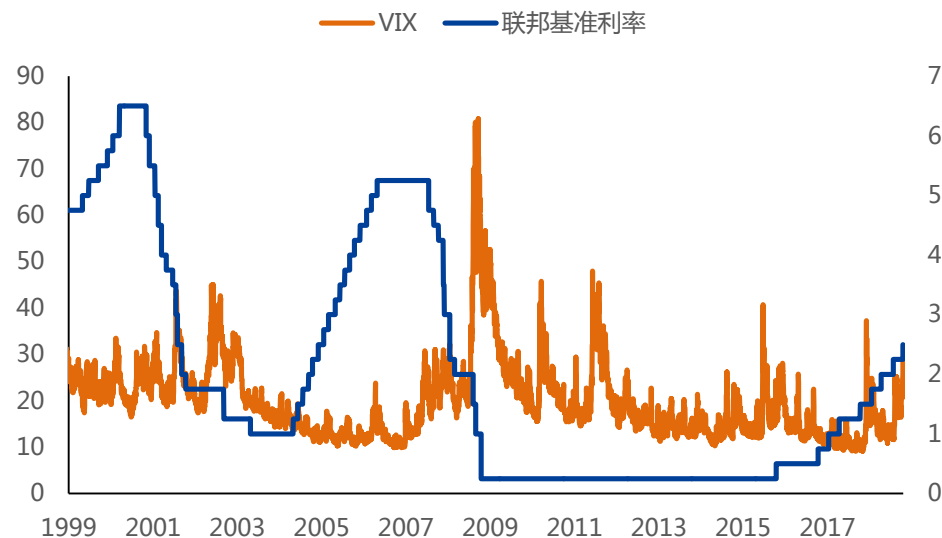
1.5 预期差：将给予2019年的美元阶段性提振

- 预期2019年薪资增速将不会出现显著回落，其对于未来通胀的支撑也将继续存在，失业率大势触底、通胀仍有支撑的前提下，断言美联储2019年将大幅放缓加息，甚至停滞显然是有过度预期之嫌，预计更加数据依赖的美联储加息次数将在2-3次左右；
- 目前过度price-in美联储放缓加息步伐的市场预期，与美联储的仍处收紧周期的预期存在差异，这样的差异将反映在2019年，给予美元阶段性的提振，但来自外部的压力也将令美元难以“更上层楼”。

未来通胀仍有支撑



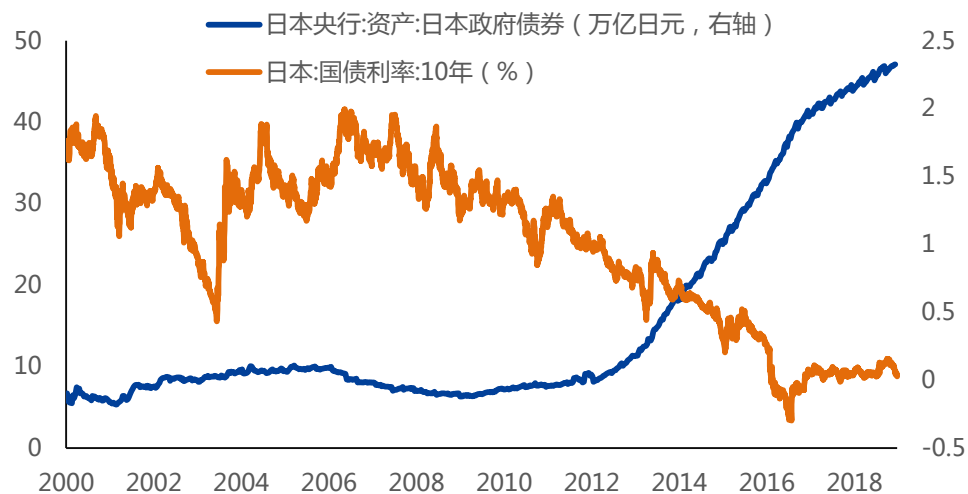
2019年美联储预计加息2-3次



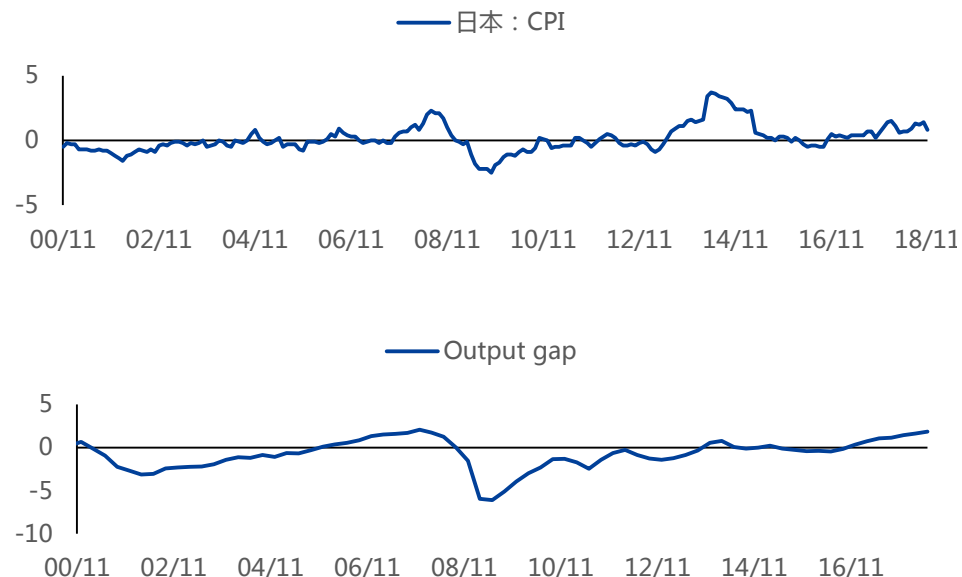
1.6 日元：或在2019年间接施压美元

- 无论是9月份GPIF所表态的即使央行所持日债已到达区间下限，且不会再为了保持在区间内而将到期的开放式基金份额转化为国债头寸，还是黑田东彦再度强调的“灵活的”国债操作策略，都表明了日央行将逐渐释放日本国债泡沫、减少国债购买的决心，这有望令未来日本国债收益率上限提高，从而对日元产生正向推动作用；
- 而从产出缺口、通胀的角度看，正值扩张的日本产出缺口对通胀滞后的、正向的作用将逐渐地体现在通胀未来的上行中，综合而言，日元有望在2019年再度成为表现相对最佳的货币之一，且避险驱动也将在2019年继续驱动日元。

日本国债收益率上限预计提高

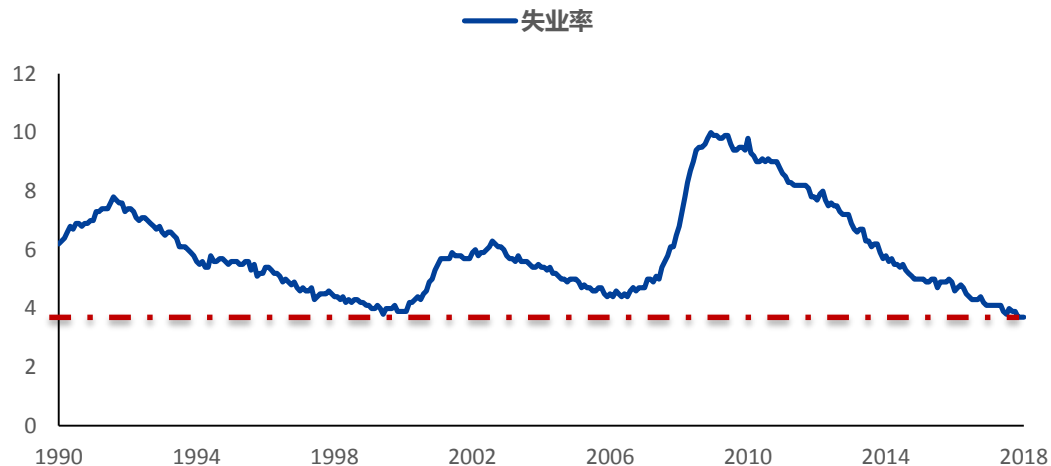


日本产出缺口扩张或驱动通胀上行



1.7 接近扩张周期末端的美国经济限制美元上方空间

失业率触底往往是衰退前的征兆



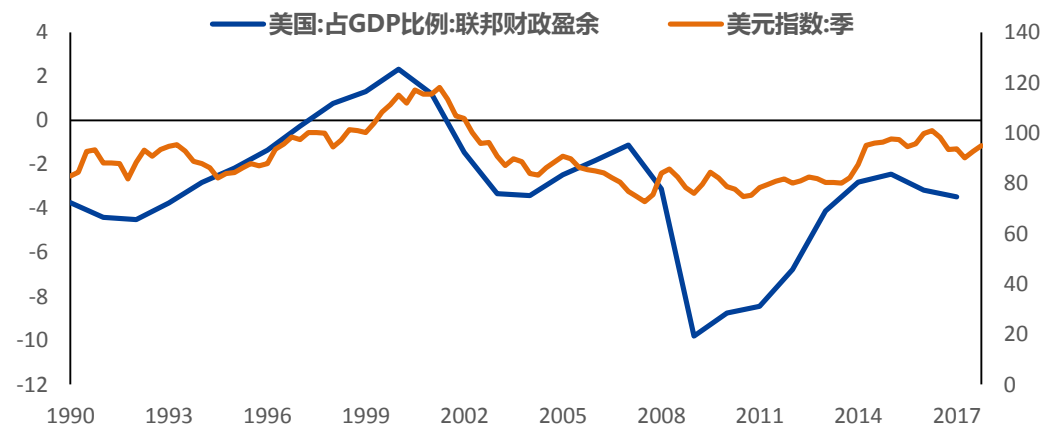
收益率倒挂往往领先衰退一年左右



美国信用利差也在抬头，大幅抬升企业融资成本，预兆经济扩张末期







财政赤字也是悬挂在美元上的利刃，这往往领先美元走势一年左右



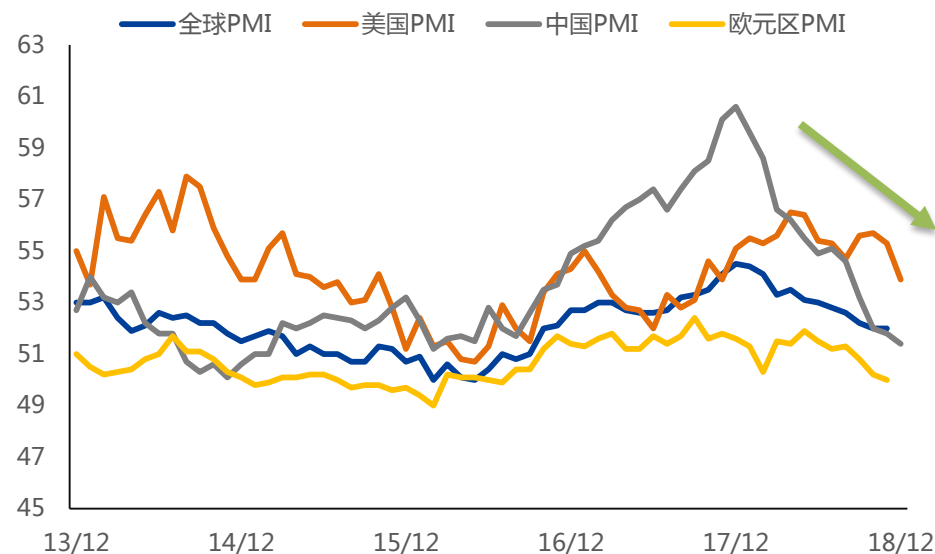
1.8 全球经济增速放缓

- 全球主要经济体GDP增速出现严重下滑，制造业PMI也出现下降，且在贸易摩擦升级、金融市场波动显著、美联储加息政策下，新兴经济体的经济增速受到威胁。市场普遍预期全球经济增速放缓，IMF和OECD等机构亦纷纷下调2019年全球经济增长预期。

IMF下调主要经济体的增速

	美国	欧元区	中国	日本
2018年4月	2.9	2.4	6.6	1.2
2018年10月	2.9	2	6.6	1.1
2019年4月	2.7 	2 	6.4 	0.9 
2019年10月	2.5	1.9	6.2	0.9

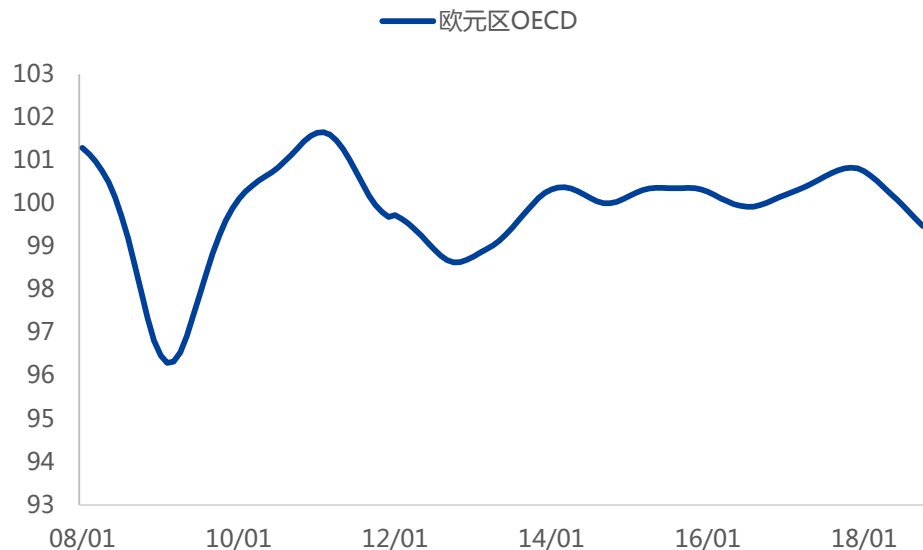
全球制造业PMI下滑



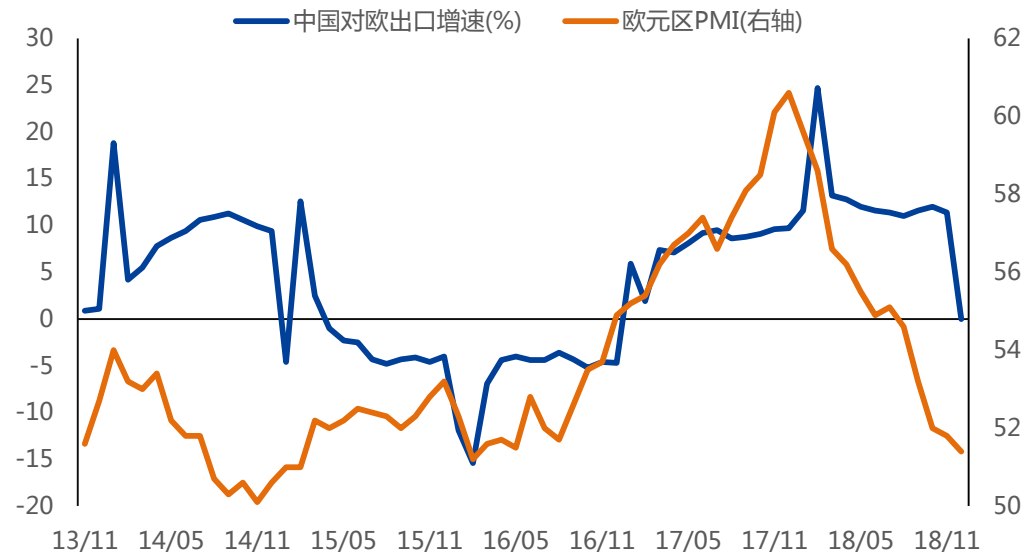
1.9 欧元区经济放缓拖累对欧出口

- 2018年受全球外贸活动放缓影响，欧元区OECD综合领先指标表现为持续走弱，且暂无企稳迹象，预计2019年欧元区经济将延续走弱迹象，并滞后带动对欧出口放缓。

欧元区OECD领先指标持续走弱



欧元区经济下滑令对欧出口放缓

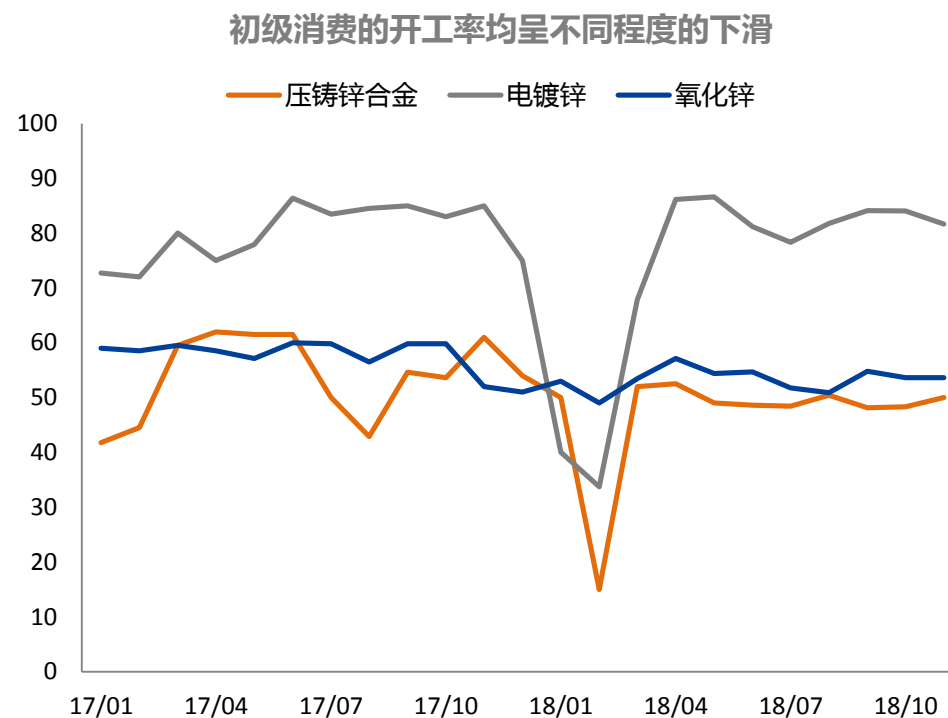
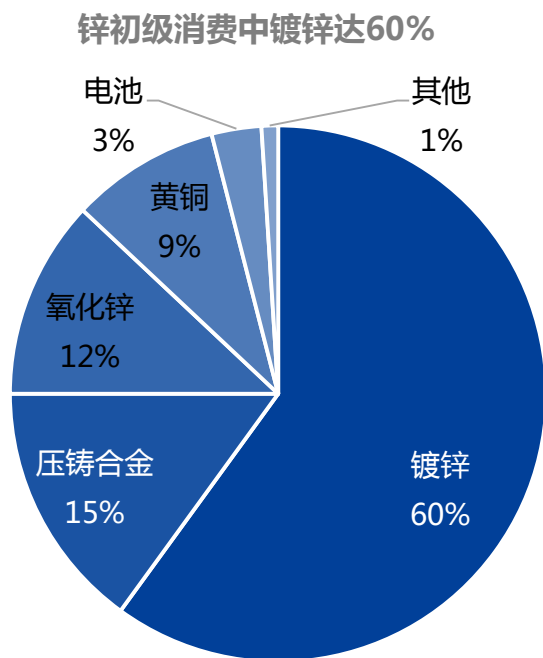


02

需求：终端消费难言乐观

2.1 镀锌为主要初级消费

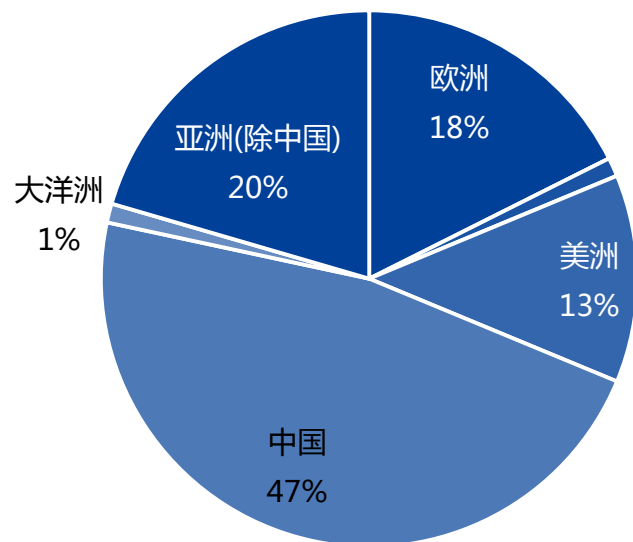
- 国内锌下游初级消费领域主要集中于镀锌、压铸合金、氧化锌、黄铜以及电池，其中镀锌消费达60%。
- 2018年受国内环保检查、内需放缓以及中美贸易争端导致出口疲弱的影响，包括镀锌在内初端消费开工率较2017呈现不同程度下滑。2019年我们认为镀锌等企业因环保关闭的情况将边际减少。但终端需求预期不佳仍对镀锌等的产销形成压制。



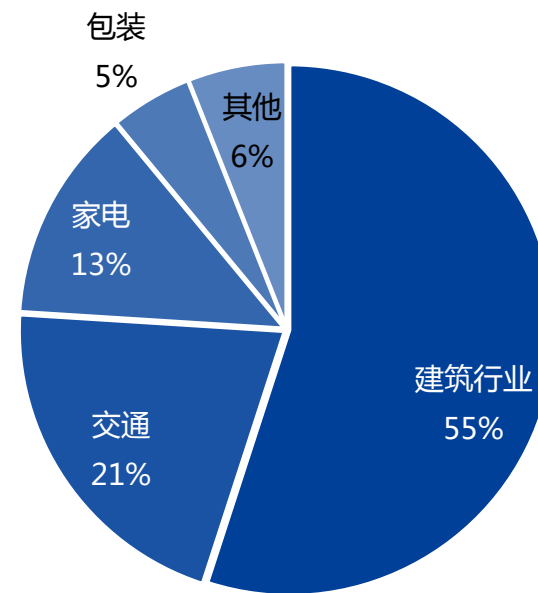
2.2 中国耗锌量占比达47%

➤ 中国的锌的主要消费国，其需求占全球的47%。锌的主要终端消费包括建筑、交通、家电、包装等板块。

中国是主要的锌消耗国



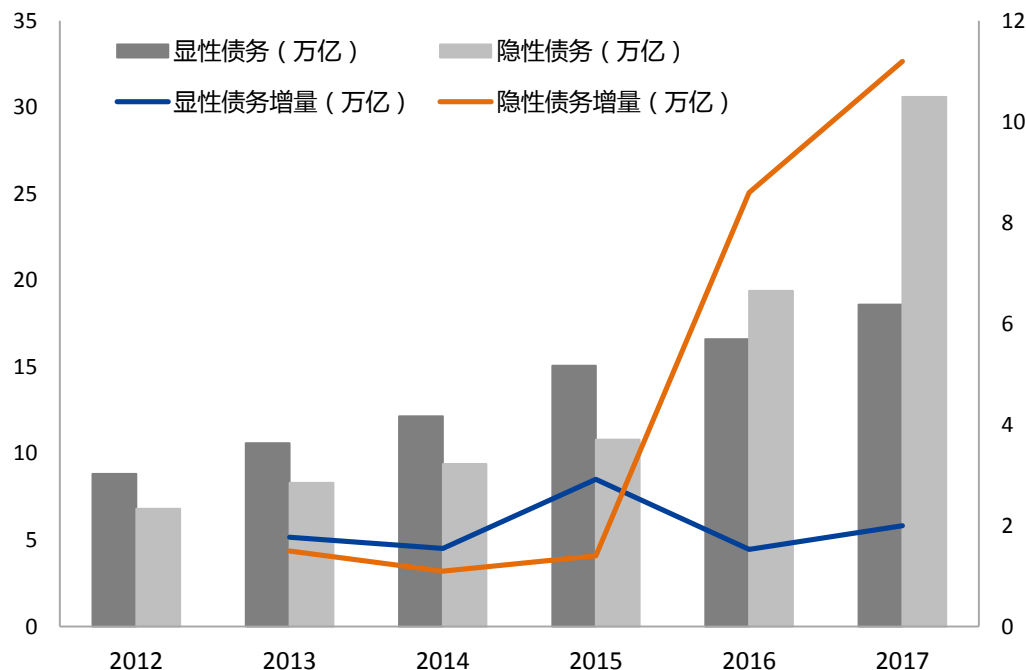
锌的终端消费中建筑行业达55%



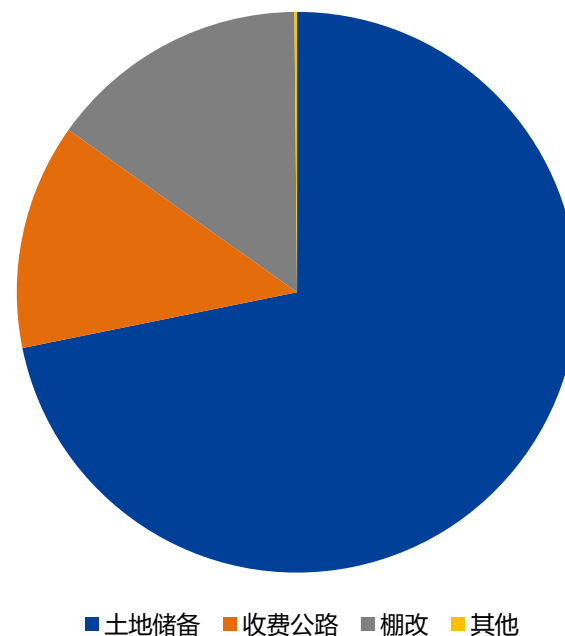
2.3 基建补短板资金来源渠道和实际投入有限

- 地方债务监管趋严。2017年的全国金融工作会议指出“严控地方政府债务增量，终身追责，倒查责任”。
- 地方专项债计入当年基建占比有限。地方专项债约60%以上是土储专项债，不计入当年基建。收费公路、棚改、轨道交通和其他项目融资专项债的项目期限多是3-10年。平摊至当年数量有限。

地方政府隐性债务压力大



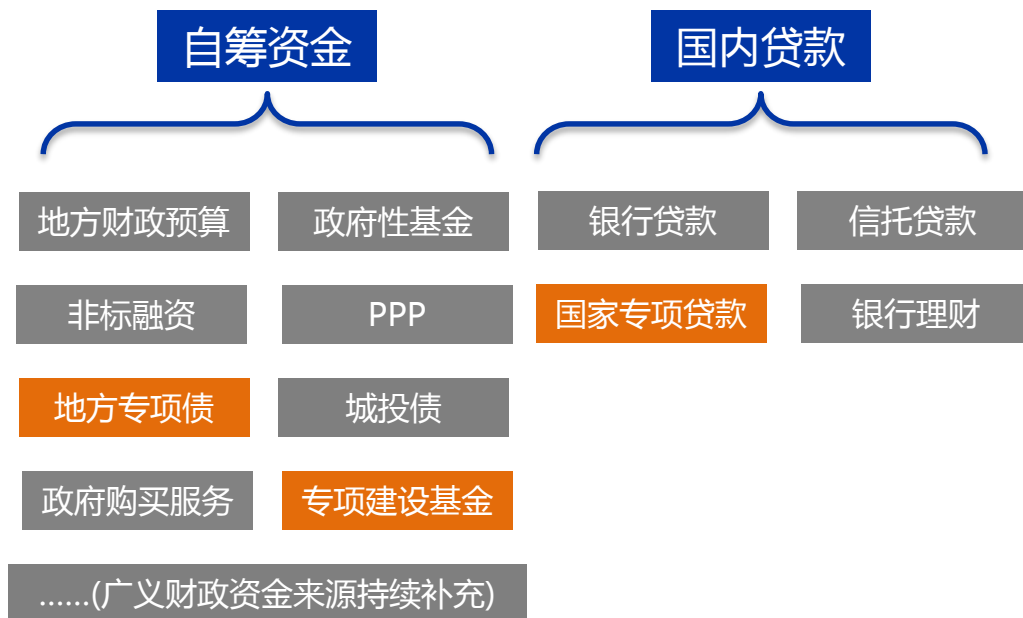
多数专项债难以计入当年基建投资



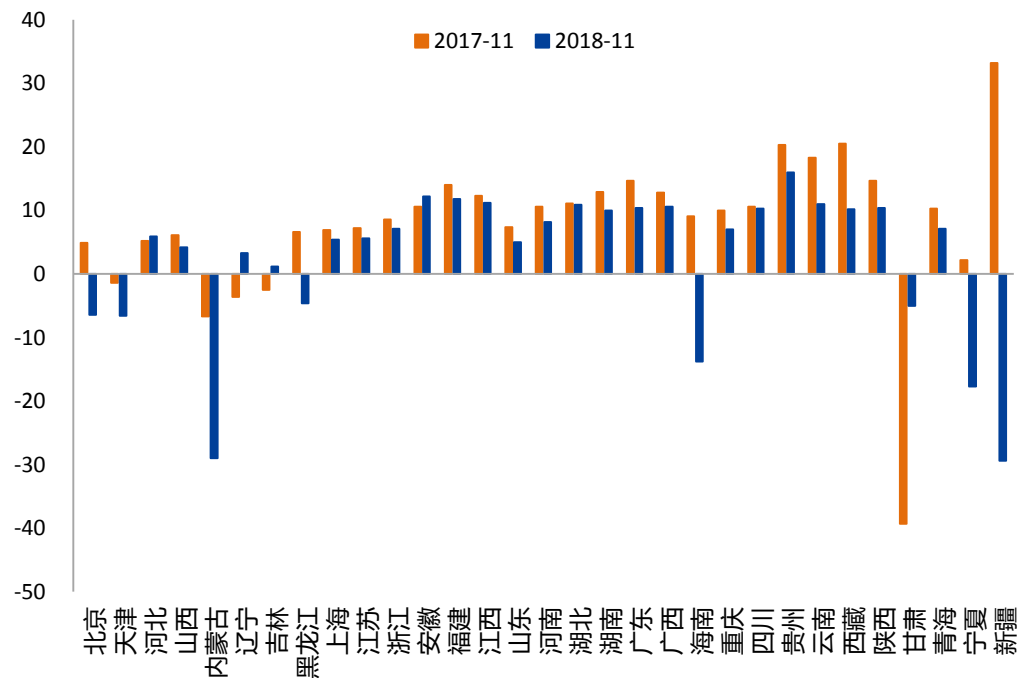
2.4 基建投资存在托底可能性，但刺激力度有限

- 政策性银行的政策性贷款加码。国办101号文“支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度”
- 地方专项债扩容力度持续加大，发行时点提前。18年12月29日晚，国务院被授权提前下达明年地方政府新增债务限额。其中，地方政府新增一般债务限额5800亿元、新增专项债务限额8100亿元，合计1.39万亿元。
- 受限于地方隐性债务的增长和严监管的背景下，地方政府投资意愿不强。基建投资回升幅度预计有限。

资金来源潜在增长点



多数地区固定资产投资增速低于去年同期



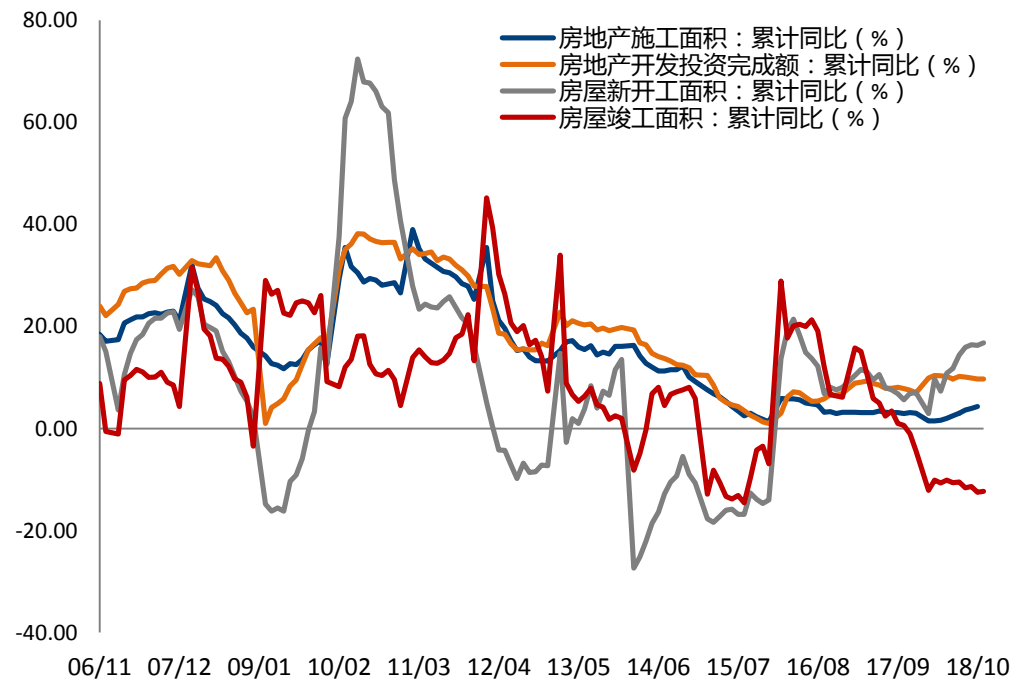
2.5 房地产政策不确定性扰动较大

- 18年房地产投资增速较强的主要贡献来自于土地购置，剔除土地购置后地产投资增速向下。18年下半年，受房地产政策调控导致销售不佳、棚改放缓等因素的影响，土地购置出现下滑。
- 受销售不佳、房企贷款监管趋严等因素的影响，房企为加速回款，新开工持续加快，但竣工面积持续放缓。水泥价格和玻璃价格的分化也体现出这一迹象。
- 销售是房地产投资的主要资金来源，但目前销售端受政策调控影响较大。若地产政策不出现放松，地产投资大概率继续走弱，但19年房地产政策仍存在较大不确定性，关注19年政策走向。

土地购置高位回落



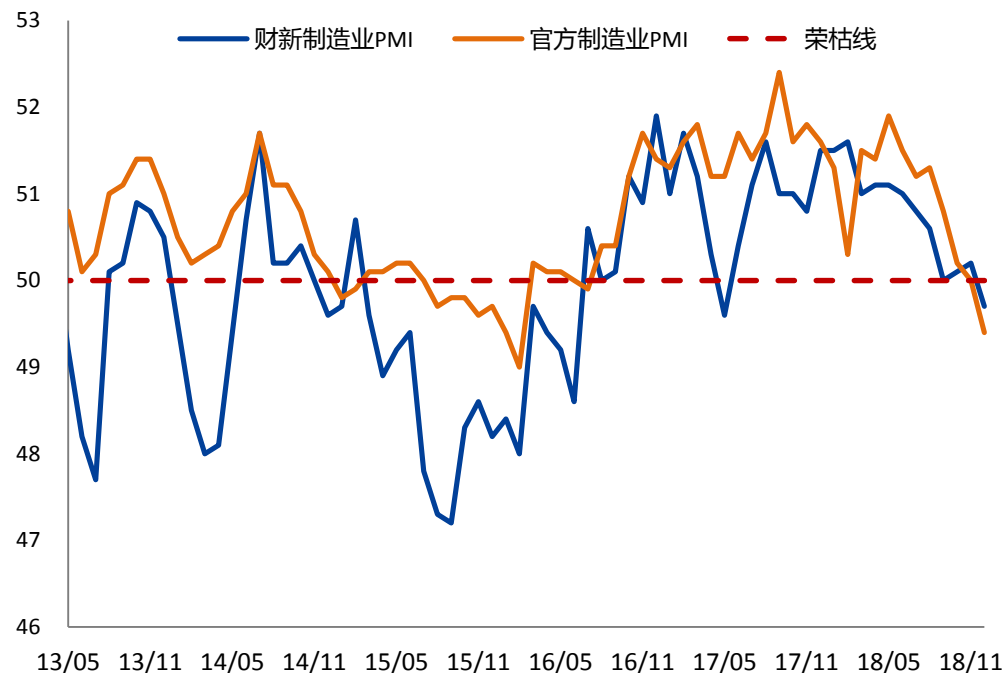
竣工和开工面积出现明显分化



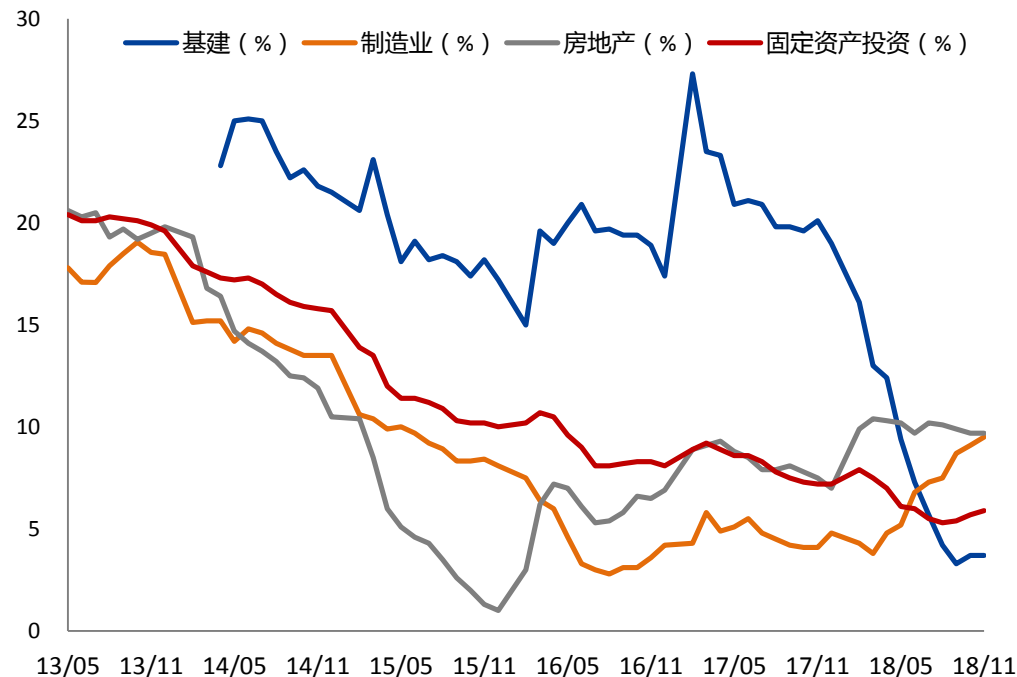
2.6 制造业拉动力有限，投资上行动能不足

- 受到供给侧改革、环保督查相关行业的拉动，2018年制造业增速回暖。但企业融资偏弱、企业债务率高企，以及盈利改善主要集中在上游行业等仍是制约因素。19年减税、融资倾斜等政策对企业利润修复有所支撑，但最新官方和财新PMI双双跌破荣枯线，制造业下方仍有拖累。
- 19年制造业仍存一定支撑因素，但存负面影响，上方阻力增强。叠加基建补短板为主，刺激力度存疑；地产不确定性较强，投资增速上升空间有限。

官方和财新PMI均跌破荣枯线

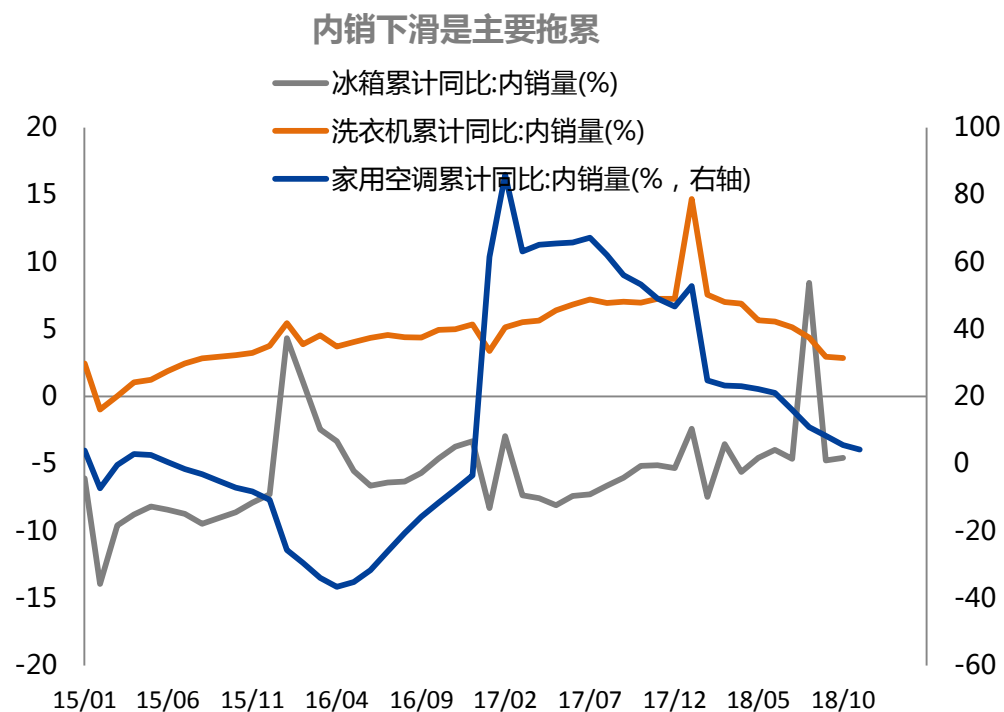
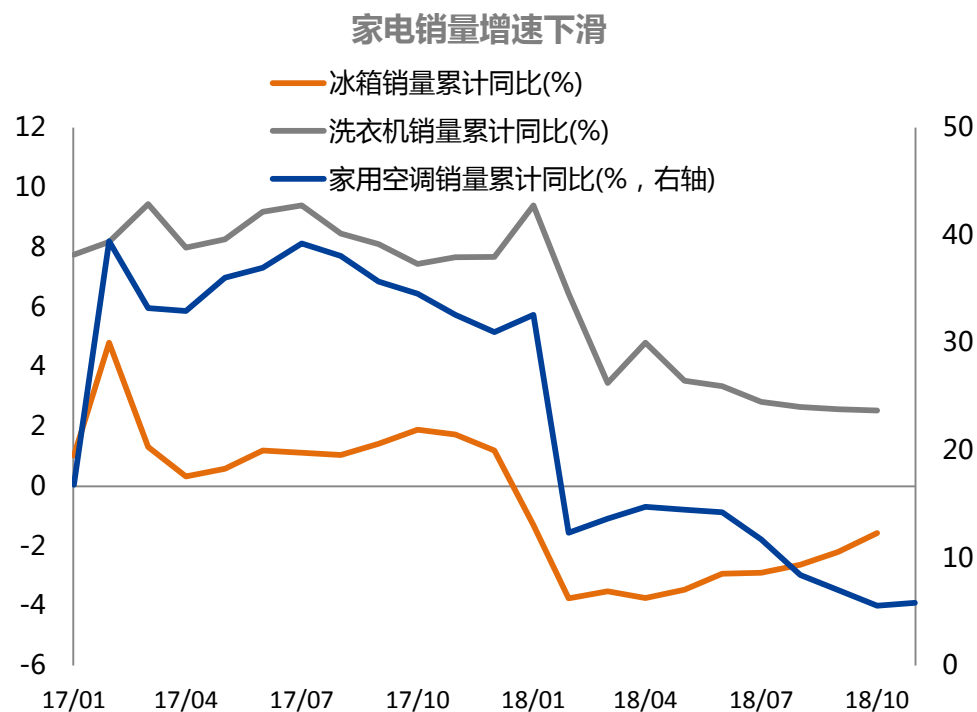


地产周期链条消费均受到一定程度挤压



2.7 房地产红利退去，拖累家电内需

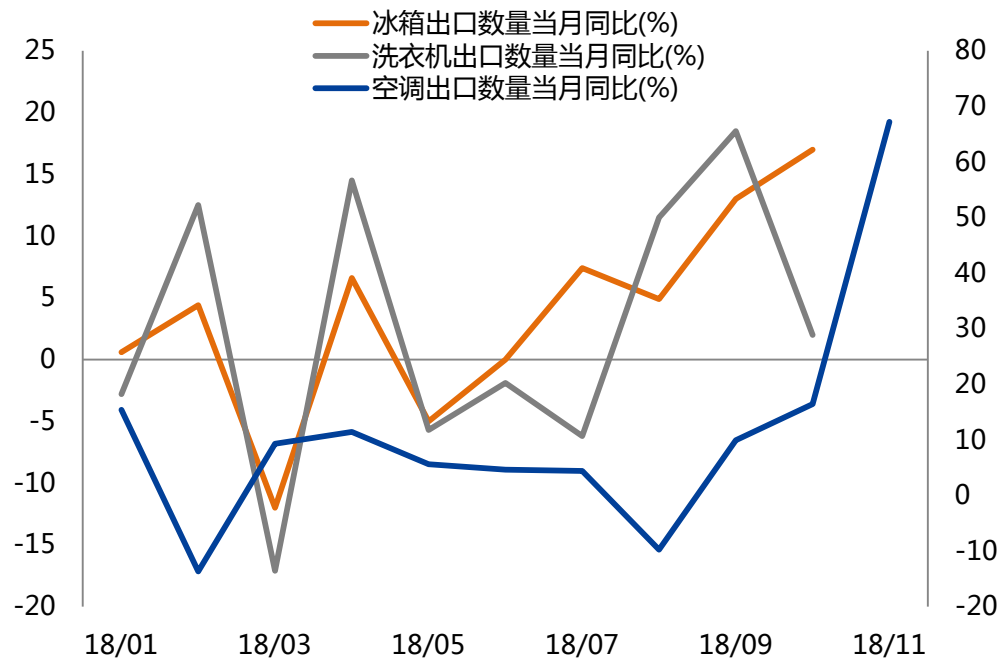
- 棚改红利消退，且“防范金融风险”导向下、房地产调控放松力度有限，房地产销售的下滑对家电内销形成拖累。另外家电作为可选消费，房贷的挤出效应也间接影响家电需求。



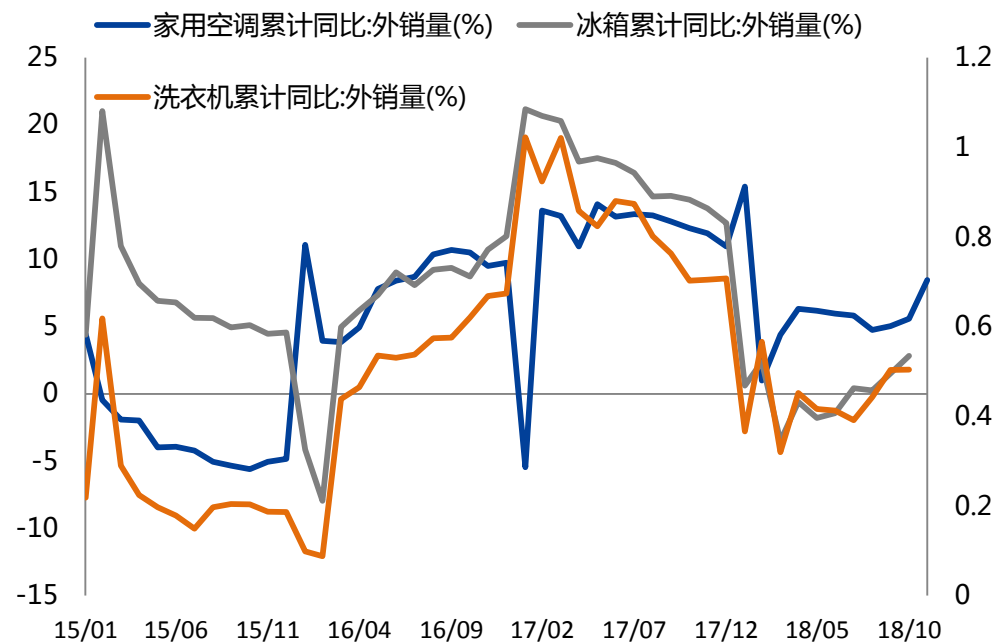
2.8 抢出口后，出口增速将回落

- 全球主要经济体GDP增速出现严重下滑，美国通货膨胀率也出现下降。且在贸易摩擦升级、金融市场波动显著、美联储加息政策下，新兴经济体的经济增速受到威胁。市场普遍预期全球经济增速放缓，IMF和OECD等机构亦纷纷下调2019年全球经济增长预期。
- 美国对中国进口家电征收10%关税，为避免美国进一步提升税率，家电企业提前出货。但“抢出口”红利终将期近尾声，因此明年的外需表现亦难言乐观。

家电抢出口



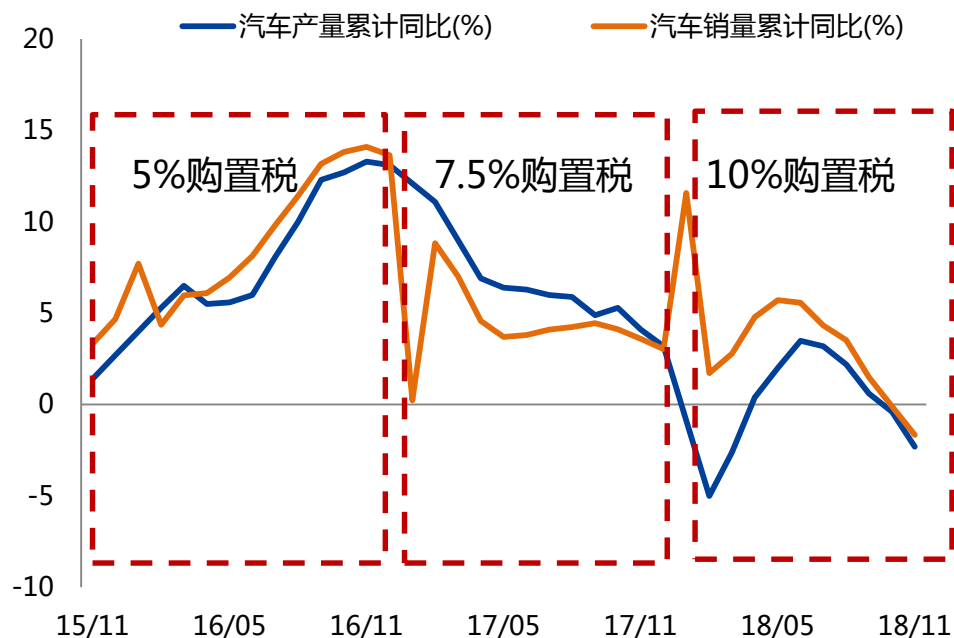
抢出口红利退去后，外销增速将回落



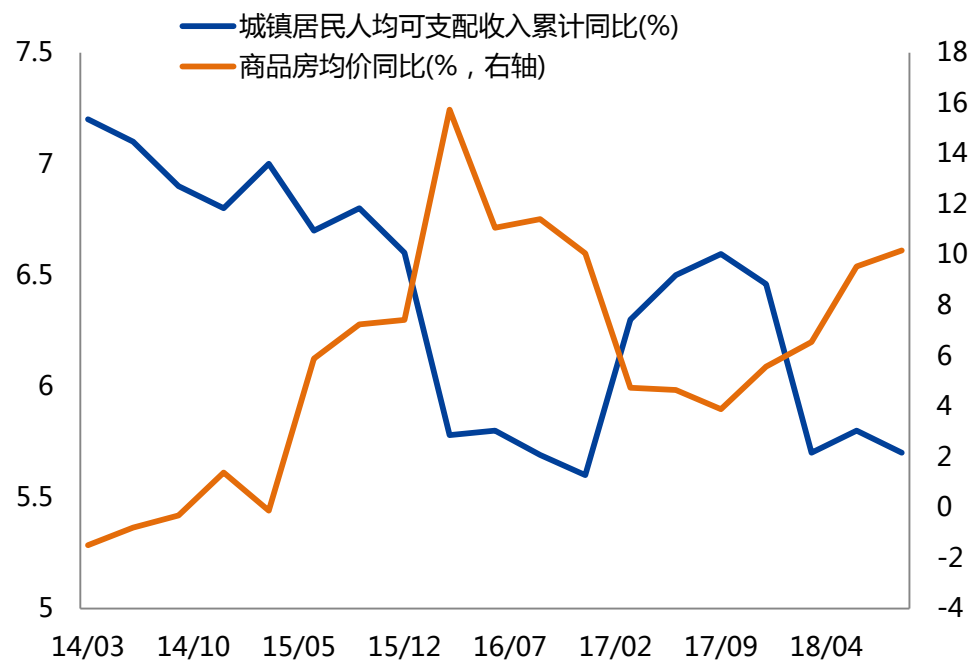
2.9 购置税优惠提高前期基数，经济下行拖累未来增速

- 2018年汽车行业产销压力明显。一方面汽车作为耐用消费品，经历了2016-2017年的购置税减征优惠政策，2018年透支效应显现，且因前期基数较高，压缩了汽车产销增速上涨空间。另一方面，2018年我国季度经济增速逐步回落，叠加中美贸易摩擦反复，经济下行压力较大，消费者收入预期亦不乐观，这意味着高房价对汽车消费的挤出效应将凸显。

购置税优惠政策透支未来消费



高房价对汽车消费的挤出效应将凸显



2.10 车市扩大开放是大势所趋

- 2018年，汽车行业开放水平不断提高。其一，合资车企股比放开政策正式实施，股比放开后，外资企业更倾向于以独资的方式加入市场竞争。其二，2018年7月1日非美汽车整车进口关税税率分别由25%、20%降至15%，但同时为反制美国对中国加征关税，2018年7月6日中国对美汽车关税从15%上调至40%。而2019年1月1日至2019年3月31日关税对美进口关税恢复至15%。

合资车企股比继续放开



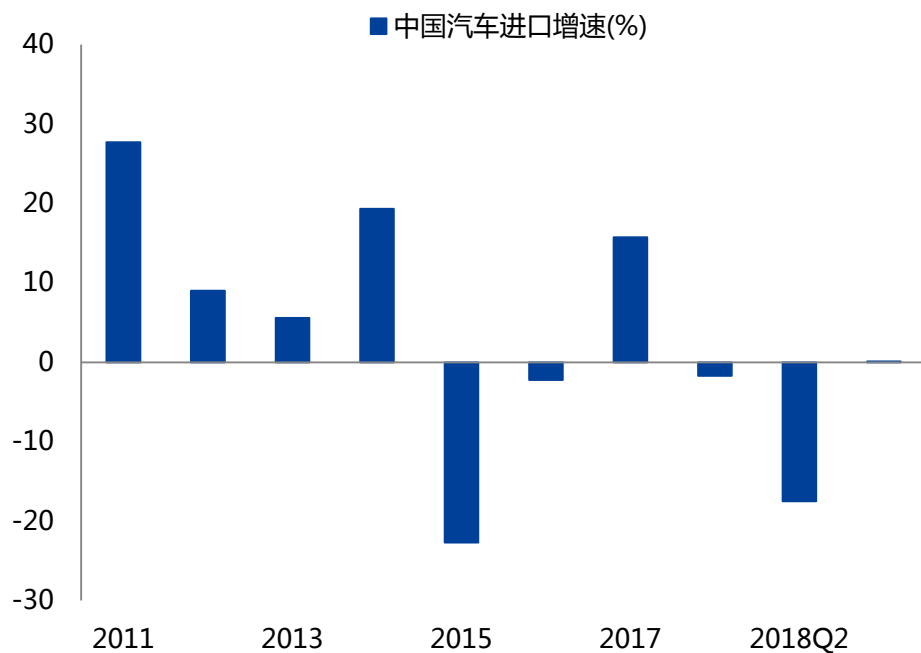
进口汽车进口关税调整后价格变动

乘用车排量	消费税率	非美汽车关税下调前后变化 (25%→15%)		美汽车关税下调前后变化 (40%→15%)	
		原进口总税率	调税后进口总税率	原进口总税率	调税后进口总税率
1-1.0L	1%	47.73%	35.91%	77.27%	47.72%
1.0L-1.5L	3%	50.77%	38.71%	80.93%	50.77%
1.5L-2.0L	5%	53.95%	41.63%	84.74%	53.95%
2.0L-2.5L	9%	60.71%	47.86%	92.86%	60.71%
2.5L-3.0L	12%	66.19%	52.90%	99.43%	66.19%
3.0L-4.0L	25%	95%	79%	134%	95%
4.0L以上	40%	143.75%	124.25%	192.50%	143.75%
算数均值		74%	60%	109%	74%

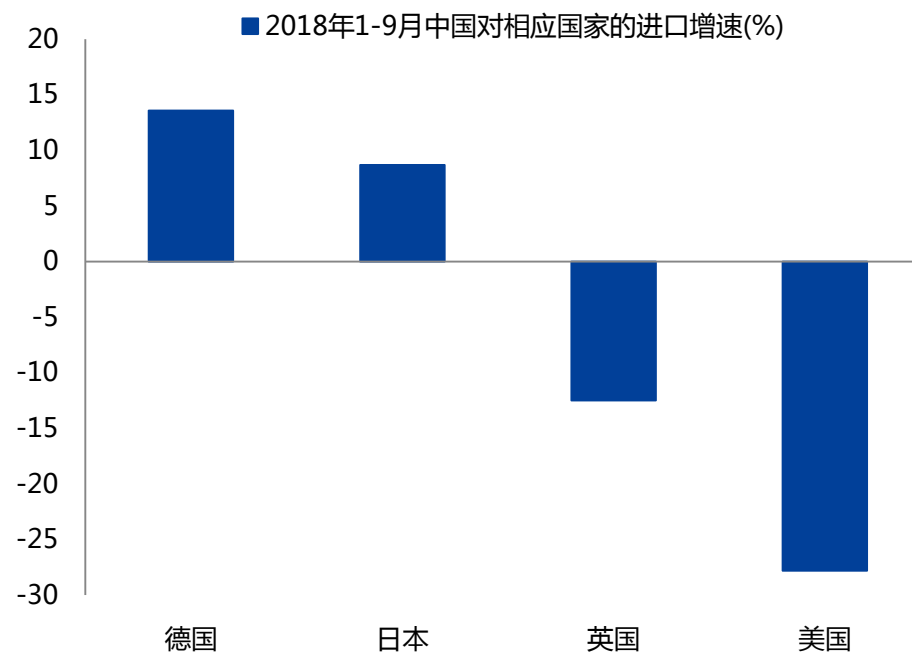
2.11 关税调整增加汽车进口，国内车市竞争格局激烈

- 2018年二季度因对三季度关税下调存在预期，汽车进口增速大幅下滑，至7月份后受益于对非美国家关税下调，进口增速回暖。但对美汽车加征关税，致使自美国进口汽车的增速下降明显。可见汽车关税的调整对进口增速确实存在影响。而后期下调对美汽车进口关税，将进一步增加对国内车市的冲击。国内汽车产销增速下行压力只增不减，将导致镀锌等使用量的减少，从而间接降低锌消费。

2018年三季度进口增速回暖



对美汽车加增关税致相应进口增速明显下滑



2.12 新能源汽车增长有助于提升锌消费

- 补贴政策延续以往引导新能源汽车往高能量密度和高续航里程发展的思路，2019年补贴退坡预计在30%-40%之间，2020年补贴政策完全退出已在市场预期之内，届时预计市场已有充分准备消化退坡；
- 另一方面，新能源汽车双积分管理办法从2019年开始正式考核，双积分政策将接力补贴政策将为新能源汽车销量拖底，替代补贴政策成为其长期发展的动力。
- 料2019年新能源汽车的发展将提振锌消费，即部分对冲汽车增速下滑导致的锌消费减量。

新能源汽车积分规则

车辆类型	标准车型积分
纯电动乘用车	$0.12 \times R + 0.8$
插电式混合动力乘用车	2
燃料电池乘用车	$0.16 \times P$

注：(1)R为纯电动模式下综合工况续驶里程，单位为km；
 (2)P为燃料电池系统额定功率，单位为kW；
 (3)标准车型积分上限为5分；
 (4)积分四舍五入保留两位小数

2019年新能源汽车销量预计达149万辆

	2018E	2019E	2020E
新能源汽车积分比例	8%	10%	12%
新能源汽车积分	200	250	300
燃油负积分	84	147	242
积分合计	284	397	542
对应新能源汽车销量(万辆)	113	149	200

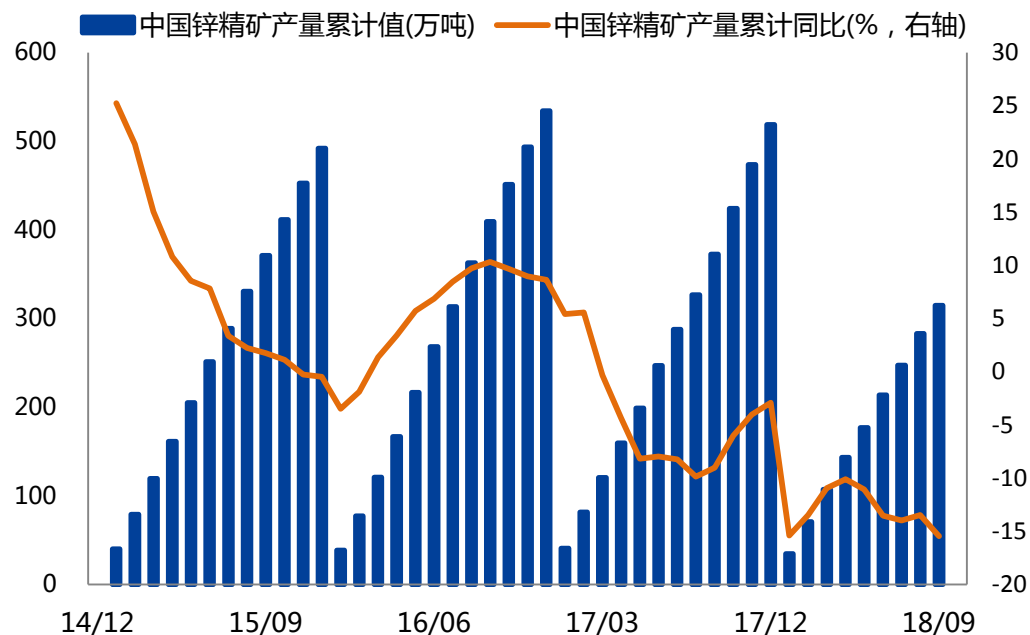
03

供应：锭端产能瓶颈有望突破

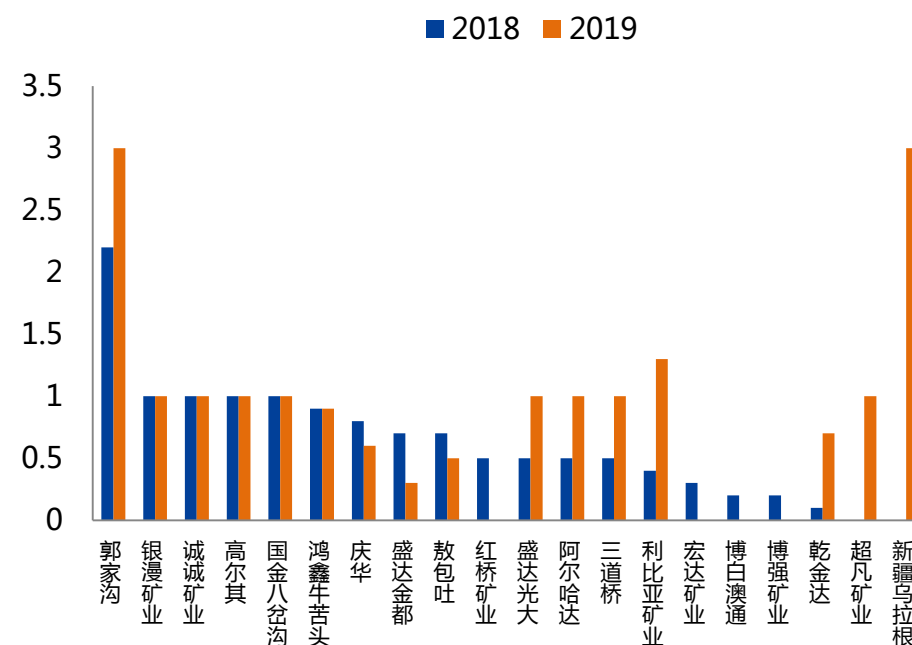
3.1 国内矿山增量有限

- 2018年在环保及安全检查等影响下，大部分小型私人矿企被迫关停，且大型矿山复产及扩产阻力较大。此外因矿山品味的下滑，在无增产的情况下，按金属吨计量的锌矿供应收缩。2019年环保政策依然严格，国内锌矿产出恢复相对缓慢，预计2019年新增量约15万吨，较2018年增加约6万吨。

中国锌矿产量持续收紧



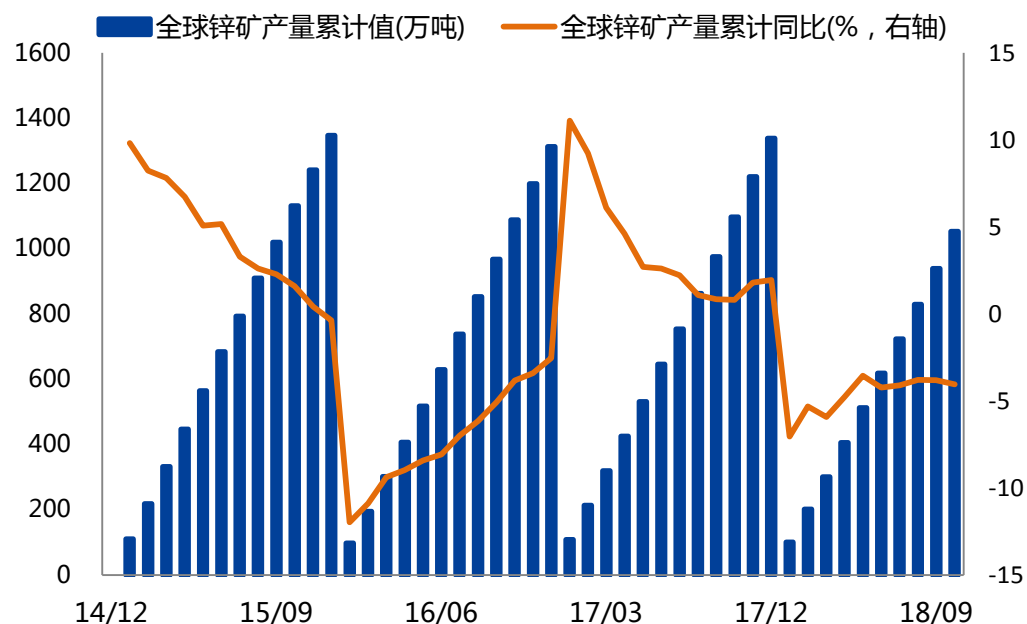
2018-2019年国内锌矿山供应增量



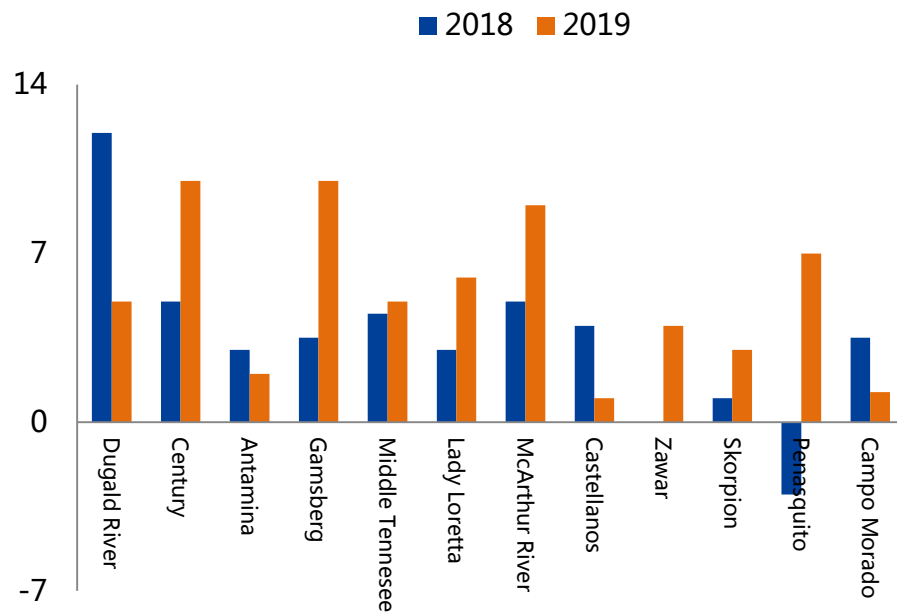
3.2 海外矿山加速恢复

- 自2015年嘉能可债务危机开始，包括Century、Lisheen等在内的世界大型优质锌矿山相继宣布闭坑，锌矿缺口逐步扩大，2015-2016合计关停产能143.8万吨。矿端瓶颈逐渐传导至冶炼端，导致锌锭供应短缺，引发了2016-2017年锌价的一轮牛市行情。但矿山利润也随着锌价的上涨而开始进入恢复周期，前期关停的矿山于2018年开始踏上复产之路，另外亦有矿山新项目投产，2018年海外锌矿增量近40万吨。料2019年海外锌矿增量近60万吨，锌矿供应将进一步释放。

2018年全球锌矿恢复较为缓慢



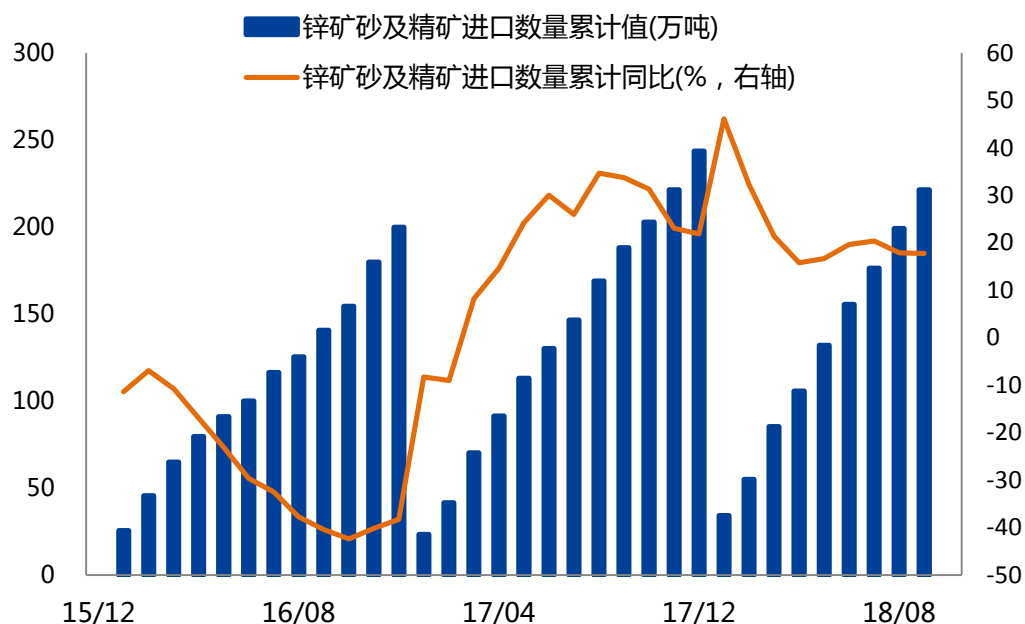
2019年海外锌矿供应增速有望较2018年加快



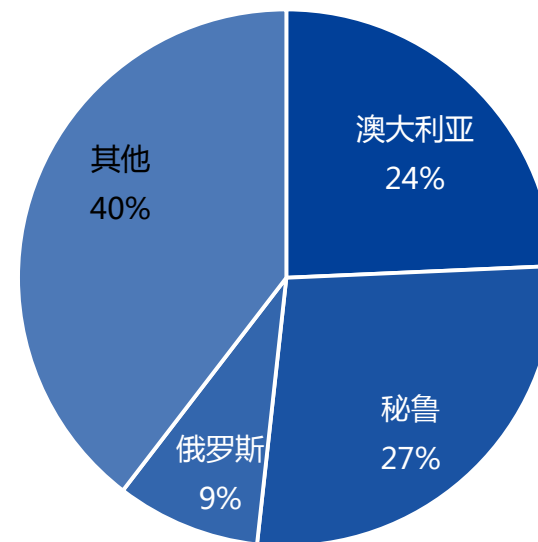
3.3 可通过进口基本满足国内矿石需求

- 2017-2018年我国锌矿进口量持续增加，主要进口来源国为澳大利亚、秘鲁及俄罗斯，合计占比达60%。
- 我们认为，在海外矿山供应逐步释放，而国内供应增量有限的情况下，锌矿进口量将维持高增长态势。
- 整体看，国内锌矿供应矛盾将通过增加进口的方式逐渐缓解。

锌精矿进口量增速维持高位



锌精矿进口主要来源国



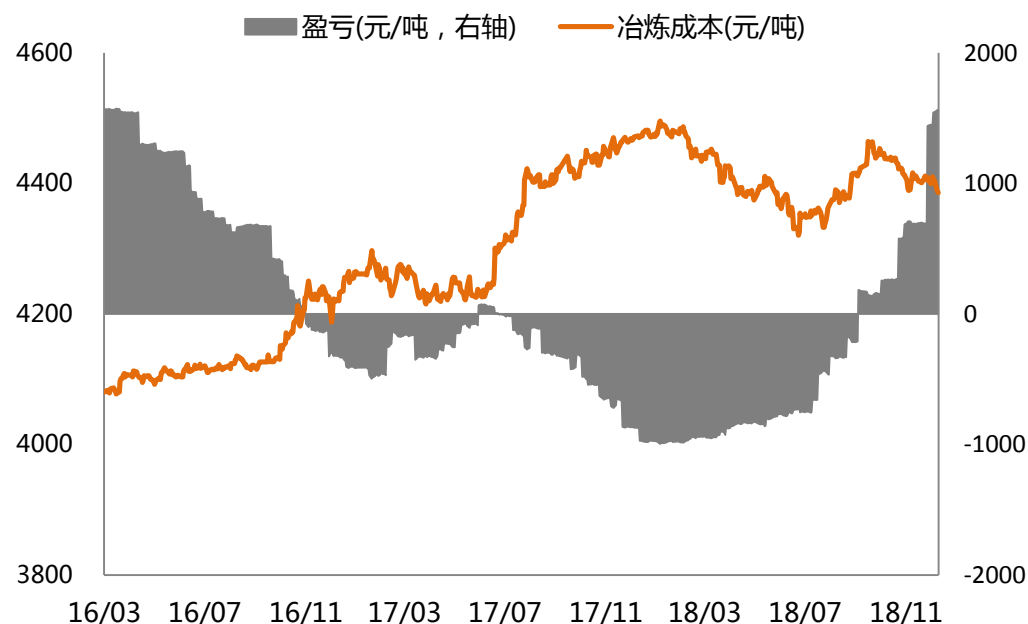
3.4 加工费的抬升致冶炼利润逐步回暖

- 2018年下半年海外矿山复产较上半年加快，随着锌矿供应转向宽松，进口锌矿加工费随之开启了上涨，亦对国内锌矿加工费起到了带动作用。目前进口及国内锌精矿加工费均恢复至2016年初的水平。进口锌精矿加工费回升至200美元/吨附近，国内锌精矿加工费已突破6000元/吨。2018年下半年加工费的企稳回升使得锌产业链的利润逐渐由矿端向冶炼端分配，冶炼厂生产利润可观。

进口及国内锌精矿加工费于下半年企稳回升



加工费的回升使得行业利润逐渐向冶炼端分配



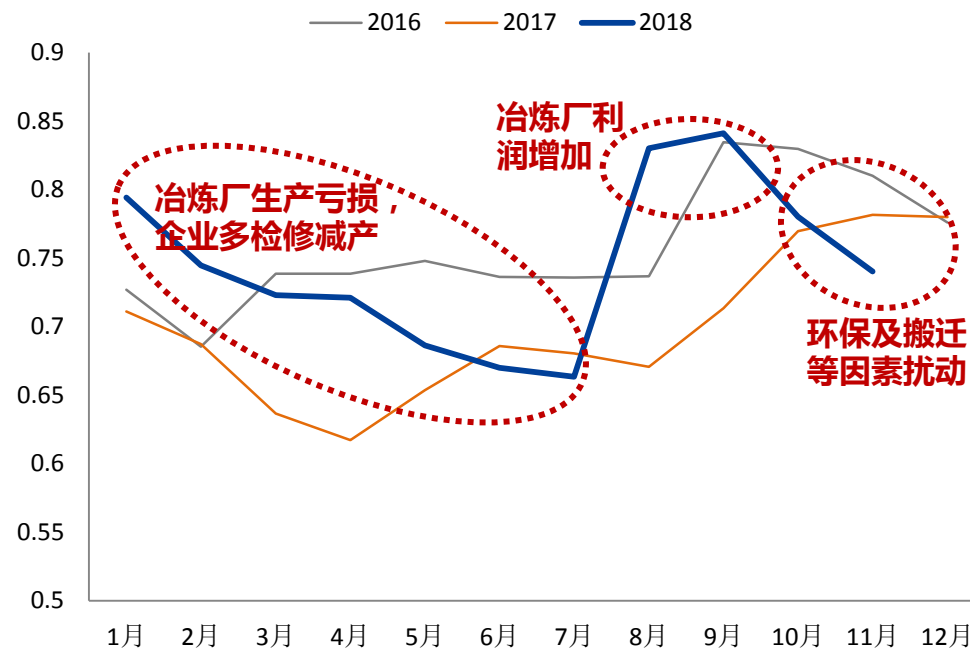
3.5 2018年冶炼产能释放遇瓶颈

- 2018年上半年冶炼厂不堪重负，多选择通过提前检修减产以降低生产亏损，冶炼厂开工积极性逐渐下降。而下半年随着冶炼厂利润缓慢回暖冶炼厂于8、9月份提高开工率，之后又在环保政策及厂址搬迁等非利润因素的影响下，开工率再次走向下滑。可见锌行业产能瓶颈已经由矿端向冶炼端转移，冶炼利润的回升对产能扩张的提振受到制约。

2018年冶炼厂检修多集中于上半年

企业	设计产能	检修月份
株洲冶炼	55	3
驰宏锌锗	39	7
河池南方	30	4、5
白银有色	29	5、6
东岭工贸	26	4、5、6、7
豫光锌业	25	4、5
赤峰中色	21	6、7
四川宏达股份	20	2、6、8
巴彦淖尔紫金	20	8
陕西锌业	18	5、6
金鼎锌业	14	3、4
云铜锌业	13	3
四环电锌	12	3、4、5
铜冠有色	10	3
江铜铅锌	10	3、4
西部矿业	10	5、9
成州矿冶	10	5、7
兴安铜锌冶炼	10	7、8
宝徽实业	6	5

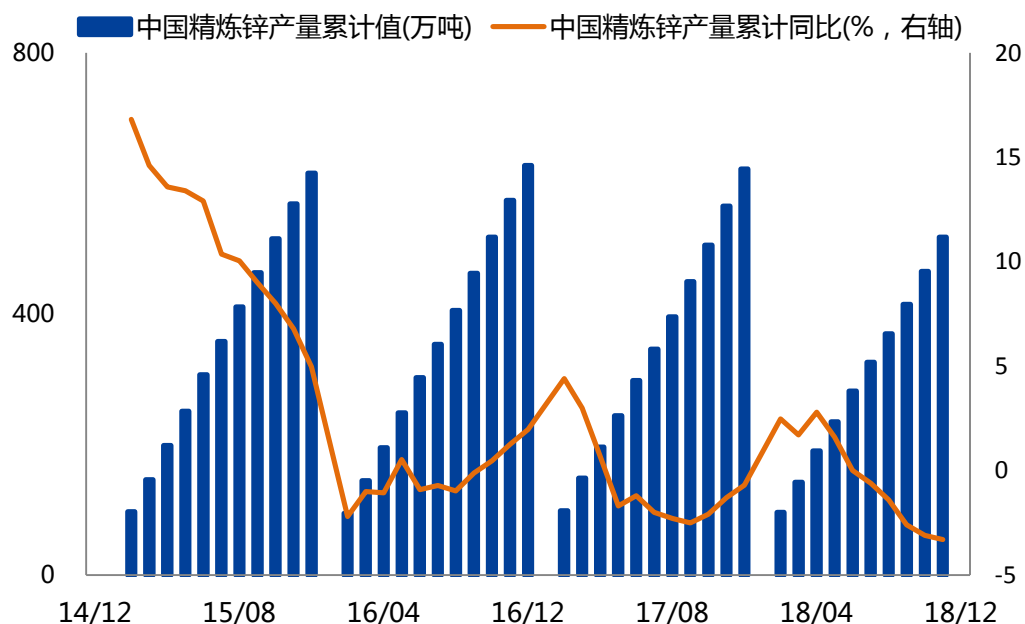
2018年冶炼厂开工率情况



3.6 2019年冶炼厂产能恢复值得期待

- 目前国内仍处于采暖季，环保对现有及新增冶炼产能的约束依然存在，但我们认为待采暖季过后，环保对冶炼端的约束将边际减弱。此外，矿端供应稳步提升带动加工费的回暖，冶炼厂的利润仍有抬升空间，这将激励冶炼厂提高开工率以实现利润兑现。

2018年锌产量持续下滑



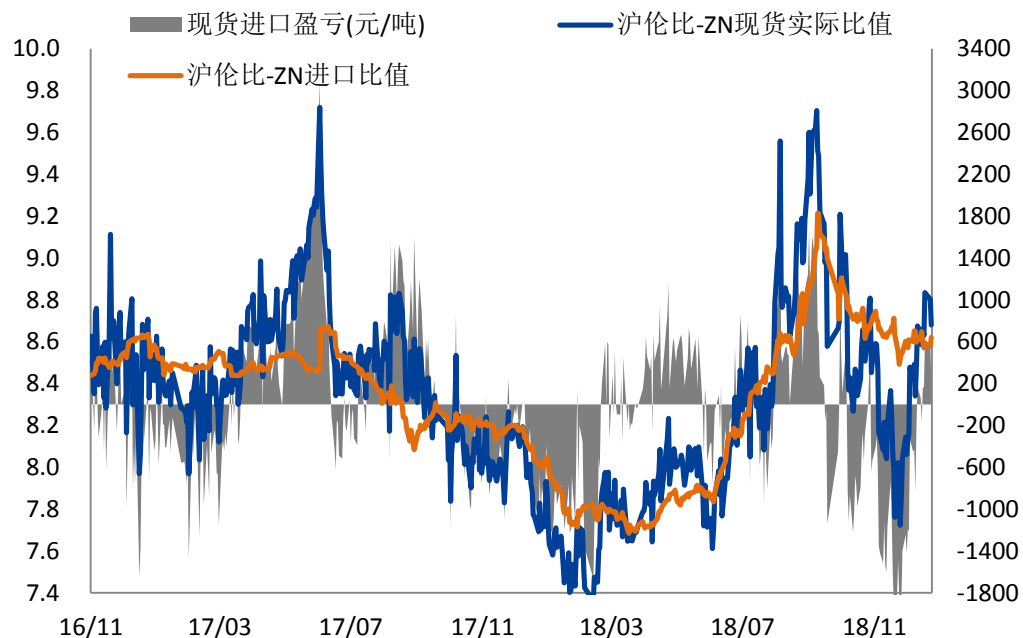
2019年潜在新增产能

企业	涉及产能(万吨/年)	备注
祥云飞龙	15	规划中
新疆乌恰	10	正在环评
新疆广汇	50	正在环评
四川俊磊	3	规划中
会理铅锌	10	在建
葫芦岛	10	规划中
梁山索玛	5	在建
锌业股份	10	规划中
株冶	-7	搬迁

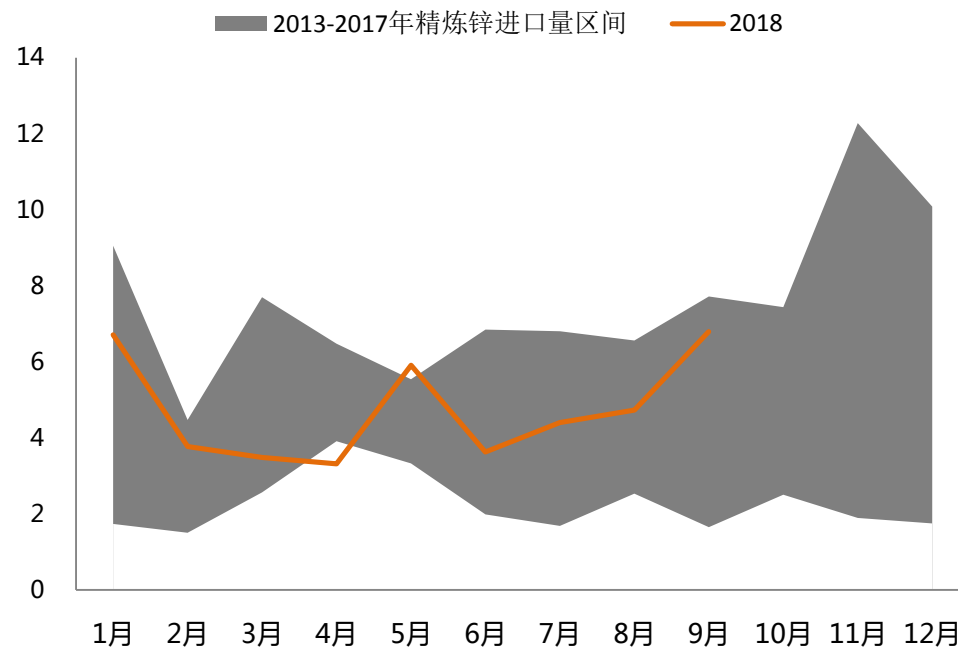
3.7 海外锌锭是潜在供应量

- 因国内外锌基本面分化，使得2018年锌锭进口窗口存在多次开启的机会，缓解了国内供应短缺的现状，这也是2018年锌价多次反弹受阻的重要原因。我们认为2019年内强外弱成常态，阶段性的进口盈利机会会经常出现，即海外锌的流入成为锌锭的重要补充来源。

海外锌存在阶段性的进口盈利机会



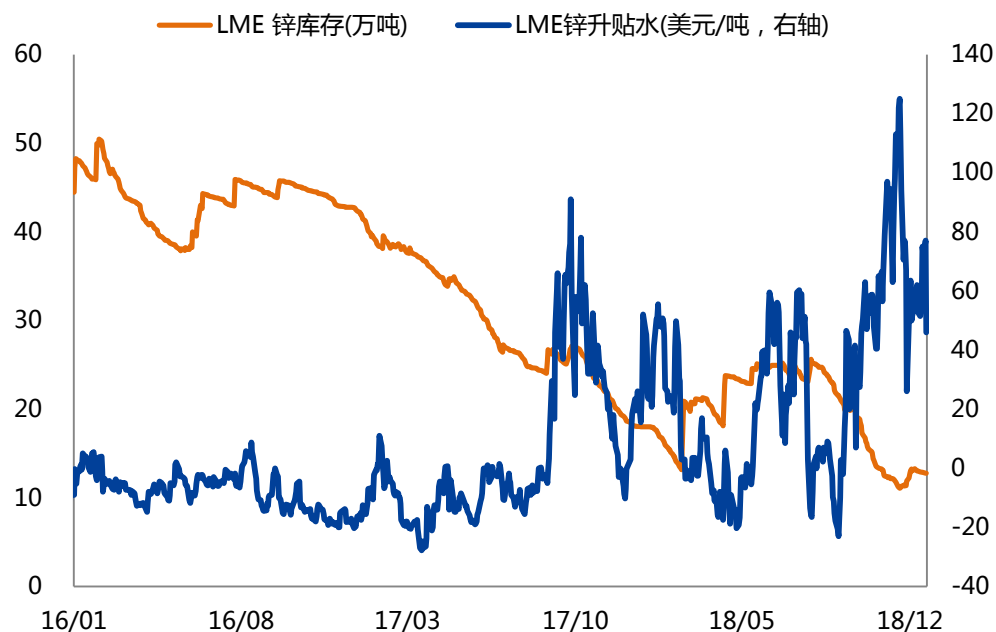
进口精炼锌是潜在供应增量



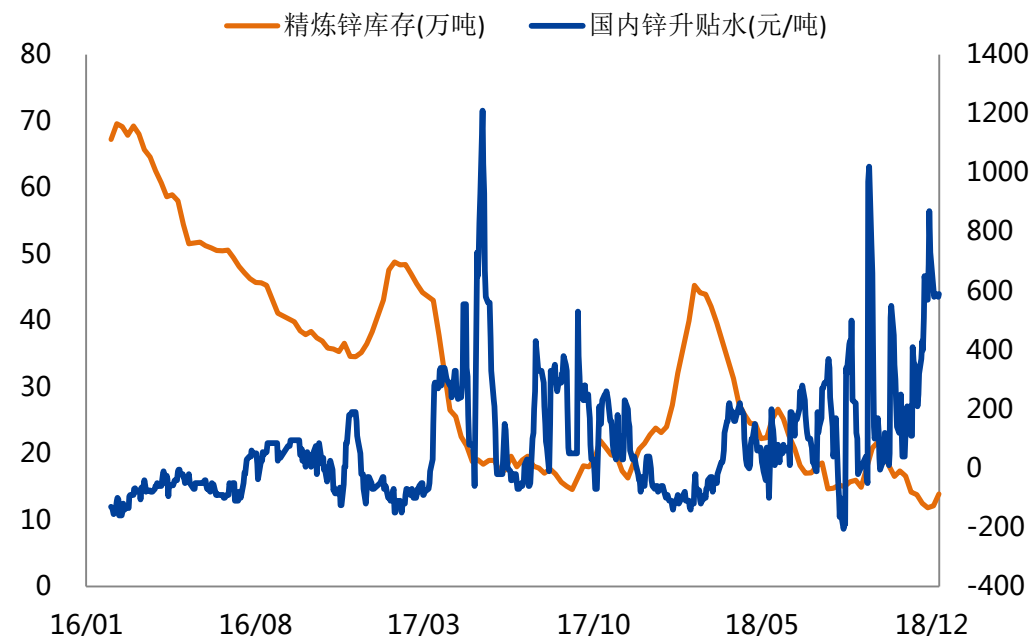
3.8 国内外库存有望回升

- 2018年锌价走势既果断也纠结。果断在于，一方面在锌矿供应恢复将带动冶炼产能扩张的预期下，锌价年内整体呈下跌走势；而纠结之处为，一方面国内外锌锭的持续去库致使现货升水多次冲高，锌价下行走势频频受阻；另一方面当沪锌反弹时，内强外弱的格局使得进口盈利窗口开启，打压锌价反弹力度。
- 料2019年现实与预期的偏差依旧存在，但冶炼端打破产能瓶颈仍值得期待，届时锌锭去库速度有望收敛或转为累库，现货升水将缓慢回落，其对锌价的支撑作用将逐步削弱。

LME锌锭库存及升贴水情况



国内锌锭库存及升贴水情况



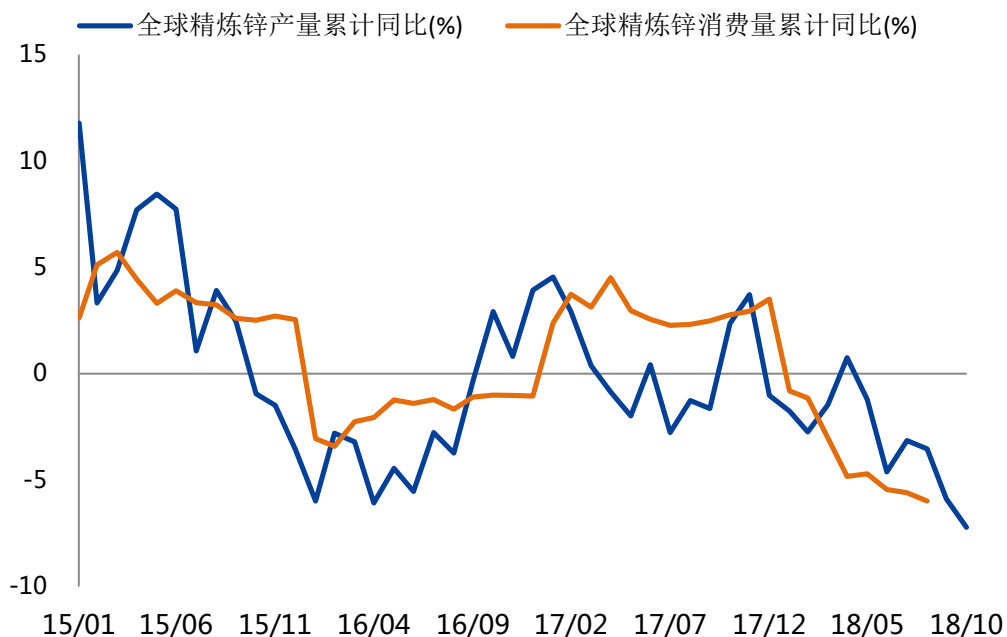
04

2019锌价展望：价格重心下移

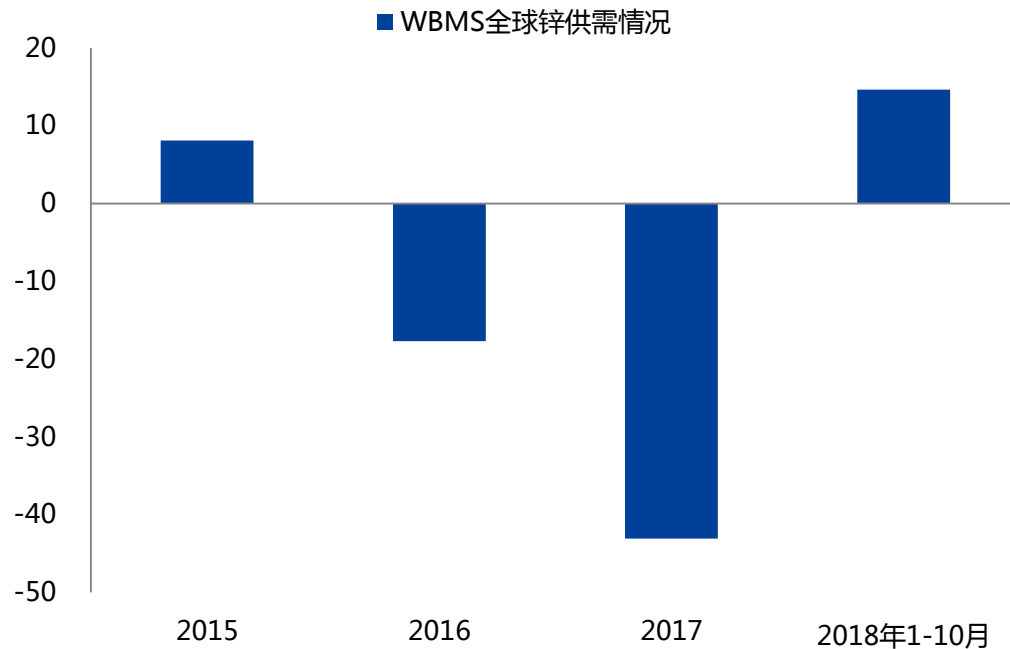
4.1 全球呈供应过剩格局

- 综合看，2018年全球锌锭需求增速下滑较产量下滑更快，据WBMS，2018年1-10月全球精炼锌产量同比下降2.4%，消费量同比减少6.6%。2018年1-10月全球锌市供应过剩14.63万吨，2017年全年缺口为43.1万吨。
- 全球精炼锌供需格局发生逆转，矿端供应恢复向锭端传导，使得锌锭供应逐渐转向宽松，奠定了锌价弱势的基本格局。

需求较产量增速下滑更快



2018年1-10月全球精炼锌供应剩余



4.2 2019年国内精炼锌供需缺口收窄

全球锌供需平衡表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
全球锌矿产量(万吨)	1313	1338	1351	1372	1392
增长速度		2%	1%	1.5%	1.5%
全球精炼锌产量	1365	1388	1370	1397	1439
增长速度		2%	-1%	2%	3%
全球精炼锌需求(万吨)	1383	1432	1360	1374	1401
增长速度		4%	-5%	1%	2%
供需平衡(万吨)	-17.7	-43.1	10	24	38

资料来源：Wood Mackenzie, ILZSG, 兴业期货研究咨询部

中国锌供需平衡表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中国精炼锌产量(万吨)	585	579	544	553	580
增长速度		-1%	-6%	2%	5%
中国精炼锌净进口量(万吨)	40	66	62	68	72
增长速度		64%	-6%	10%	6%
需求	657	680	626	626	638
增长速度		3.5%	-8%	0%	2%
供需平衡(万吨)	-32	-35	-19	-5	14

资料来源：安泰科, WBMS, 兴业期货研究咨询部

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

Thank you!



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo ,
315040 , China

Tel : 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386