



2023 年 3 月 6 日

需求支撑成本拖累

焦炭焦煤或震荡走势

焦炭核心观点及策略

- 宏观面:3月两会指出今年国内生产总值增长5%左右。财政政策强调加力提效、防范化解地方债务风险,货币政策将持续在扩大国内需求、推动高质量发展制造业、中小企业和纾困房地产风险上有所作为。
- 需求端:2月份,钢厂开工率处于同期稍高位置,高炉铁水产量稳步回升,场内原料库存可用天数基本减小,下游终端需求逐步进入旺季,补库需求增加,目前场内原料库存偏紧。
- 供应端:2月份焦企亏损程度有所缓解,3月初全国焦化利润平均为10元/吨,开始小幅盈利,生产恢复速度一般,目前焦企产能利用率74.6%,全月稳定在在74.5-75.2%区间。
- 库存方面:2月份焦炭库存向下游转移,小幅增加,总体依然处于低位状态,上游焦企加快出货,库存快速去化,下游钢企需求增多,场内库存增加,港口库存增加,贸易商小幅补库。
- 策略建议:区间操作
- 风险因素:环保限产、需求超预期

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855

✉ li.t@jyqh.com.cn

从业资格号: F0297587

投资咨询号: Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855

✉ huang.lei@jyqh.com.cn

从业资格号: F0307990

投资咨询号: Z0011692

高慧

☎ 021-68556855

✉ gao.h@jyqh.com.cn

从业资格号: F03099478

投资咨询号: Z0017785

焦煤核心观点及策略

- 上游煤矿，2月下旬受到内蒙古矿难影响，部分煤企已停、限产检修，其余煤矿主产地多数产销基本平衡。
- 下游需求：下游钢材消费增加，钢厂生产加快，带动上游煤矿和焦企生产同步加快，煤焦需求将继续回升。
- 进口端：随着中澳关系缓和，澳煤进口逐步放松，2月份已有少量澳煤到港。蒙古方面，中蒙口岸通关高位运行，甘其毛都口岸日通关车数屡次突破1000辆。
- 库存方面：总体保持稳定，环比小幅下降，全样本总库存在2000-2100万吨，处于往年偏低水平，上游煤矿库存小幅增加，在250万吨上方，下游钢企和焦企库存处于偏低状态。
- 策略建议：逢高做空
- 风险因素：煤矿生产、环保限产、需求超预期

目 录

一、行情回顾.....	4
二、基本面分析	6
1、焦煤产量与开工.....	6
2、焦煤进出口.....	7
3、焦煤库存.....	8
4、焦炭生产与开工情况.....	9
5、焦炭进出口.....	11
6、焦炭库存.....	11
7、钢厂生产.....	12
8、宏观偏暖，终端需求回升.....	14
三、行情展望	15

图表目录

图表 1 焦炭期货及月差走势.....	4
图表 2 焦煤期货及基差走势.....	4
图表 3 山西吕梁焦炭准一现货价格.....	5
图表 4 日照港焦炭准一现货价格	5
图表 5 山西吕梁低硫焦煤现货价格.....	5
图表 6 蒙 5#焦煤自提价格.....	5
图表 7 焦炭基差：05-吕梁现货.....	5
图表 8 焦炭基差：05-日照港现货	5
图表 9 焦煤基差：05-吕梁现货.....	6
图表 10 焦炭基差：05-蒙 5#现货.....	6
图表 11 洗煤厂日均产量：110.....	7
图表 12 洗煤厂开工率：110.....	7
图表 13 洗煤厂原煤库存：110	7
图表 14 洗煤厂精煤库存：110	7
图表 15 主要国家焦煤进口量.....	8
图表 16 主要国家焦煤进口量占比	8
图表 17 焦煤库存：煤矿.....	8
图表 18 焦煤库存：钢企	8

图表 19 焦煤库存：焦企	9
图表 20 焦煤库存：港口	9
图表 21 焦煤库存：焦企+钢企	9
图表 22 焦煤库存：总库存	9
图表 23 主产省焦炭产量	10
图表 24 主产省 2022 年焦炭产量占比	10
图表 25 独立焦企产能利用率 230	10
图表 26 独立焦企日均产量 230	10
图表 27 西北地区焦企开工率	10
图表 28 钢企焦炭日均产量 247	10
图表 29 我国焦炭当月出口量	11
图表 30 我国焦炭当月进口量	11
图表 31 焦炭库存：独立焦企 230	11
图表 32 焦炭库存：钢企 247	11
图表 33 焦炭库存：港口	12
图表 34 焦炭库存：总库存	12
图表 35 我国生铁累积产量	13
图表 36 我国钢厂高炉产能利用率	13
图表 37 我国盈利钢厂占比	13
图表 38 我国日均铁水产量	13
图表 39 我国钢厂焦煤可用天数	13
图表 40 我国钢厂焦炭可用天数	13
图表 41 我国焦企焦化利润	14
图表 42 钢厂高炉生产利润	14
图表 43 焦炭/焦煤 05 比价	14
图表 44 螺纹钢/焦炭 05 比价	14

一、行情回顾

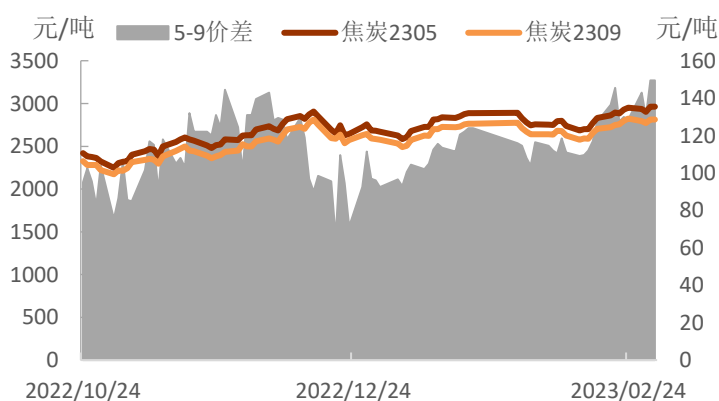
2023 年 2 月份焦煤期货 05 合约先弱后强，上旬市场炒作澳煤进口，期价震荡偏弱。中旬中美关系紧张，澳煤进口不确定性增加，以及下游需求转好，期价震荡反弹。下旬期价走强，最高至 2100 元/吨高位，领涨黑色期货，主因煤矿发生事故。2 月 22 日，内蒙古自治区阿拉善盟孛井滩生态移民示范区内蒙古新井煤业有限公司矿区发生大面积坍塌，造成多名作业人员和车辆被掩埋。据悉阿拉善盟生产煤矿 260 万吨，建设煤矿 390 万吨，其中新井煤矿属于建设煤矿，产能 90 万吨。事故发生后内蒙古局启动事故救援一级响应，主产省及其他地区均展开安全检查，市场主要担心两会临近，安全检查影响煤矿生产。

焦炭方面，2 月份焦炭期货 05 合约震荡反弹，先跌后涨，最高至 3000 元/吨附近。焦炭走势偏强主要受到需求拉动和成本支撑。下游钢材需求回升，钢厂订单增加，高炉开工维持稳中有升的态势，焦炭需求良好，主动补库需求拉升焦价。同时上游焦煤生产受到矿难事故影响，焦煤现货偏紧，焦企加快采购抬升焦煤价格，焦炭期货跟随焦煤上涨。

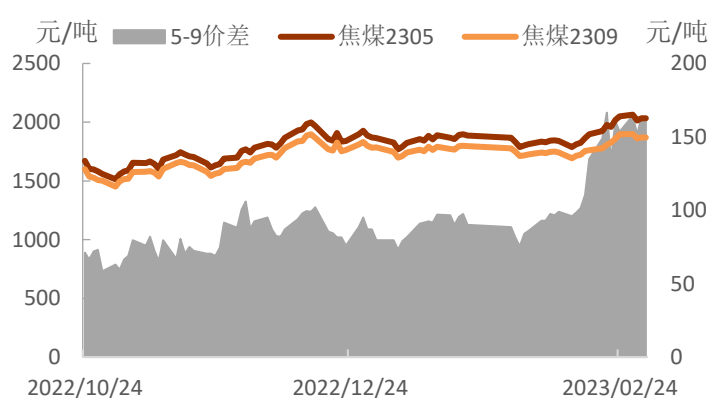
现货市场，焦炭市场表现平稳，钢企提降与焦企提涨均没有落地，唐山准一焦报价 2700（+0）元/吨，主产区山西吕梁准一焦 2440（+0）元/吨。焦煤现货偏强走势，山西吕梁低硫主焦煤报价 2500（+150）元/吨，蒙 5#焦煤报价 2180（+300）元/吨。

价差方面，焦煤 5-9 月差上涨，价差突破 100 元/吨压力升至 160 元/吨附近，现货成交回暖，以及煤矿事故影响，近月合约走强。焦炭 5-9 月差跟随反弹，力度小于焦煤，2 月现货需求与供给都有转好，但钢企利润不佳，压制焦炭现货价格，期货 05 合约涨势也是相对偏弱。总体看煤焦月差驱动不足，趋势持续性不强。

图表 1 焦炭期货及月差走势

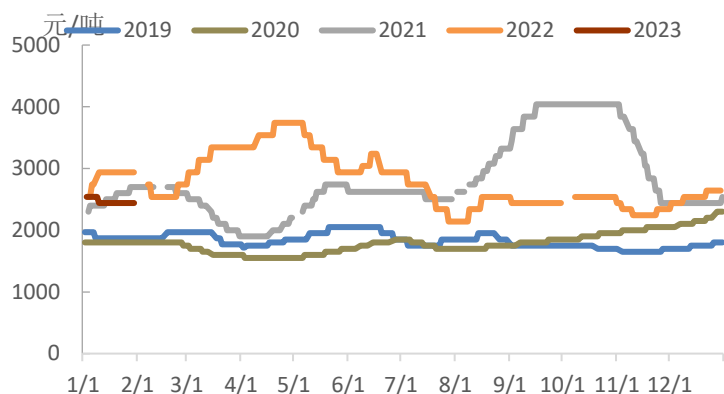


图表 2 焦煤期货及基差走势

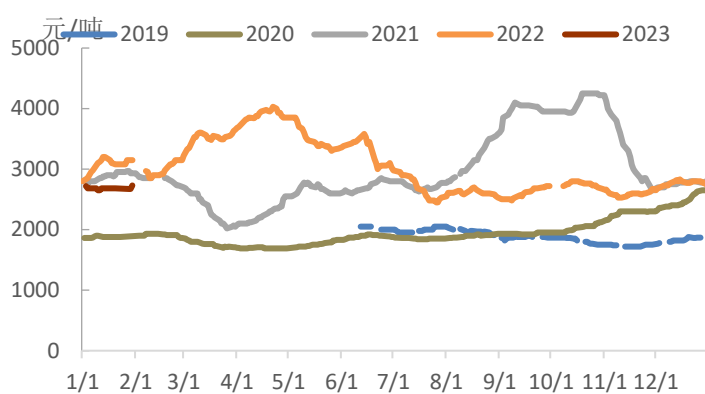


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 3 山西吕梁焦炭准一现货价格

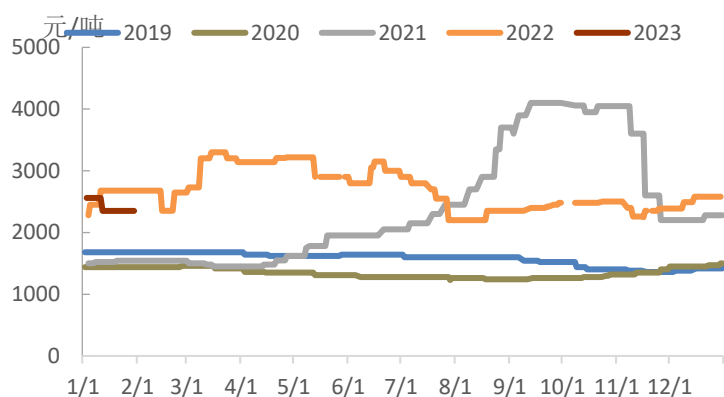


图表 4 日照港焦炭准一现货价格

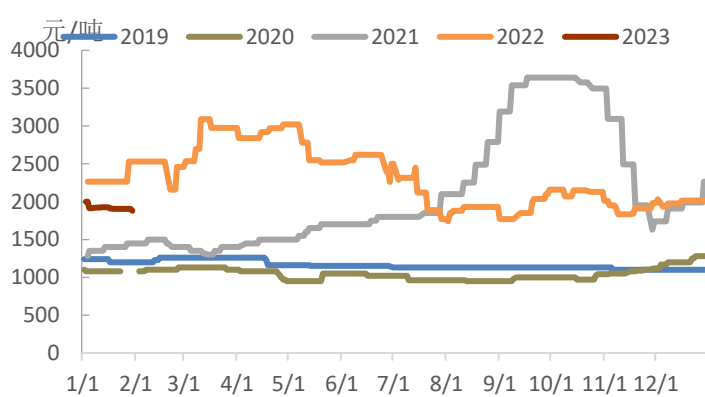


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 5 山西吕梁低硫焦煤现货价格

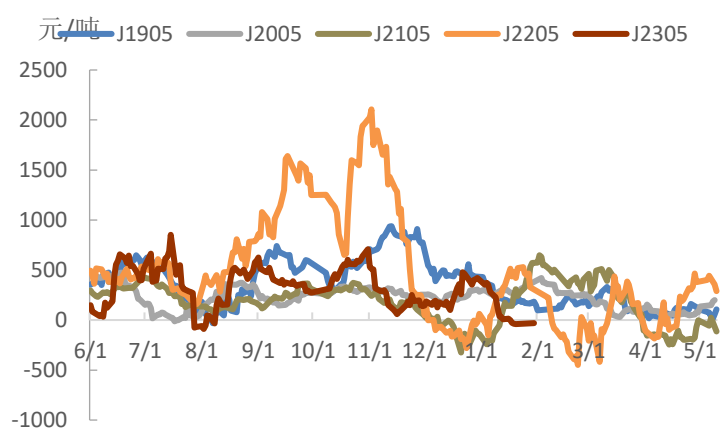


图表 6 蒙5#焦煤自提价格

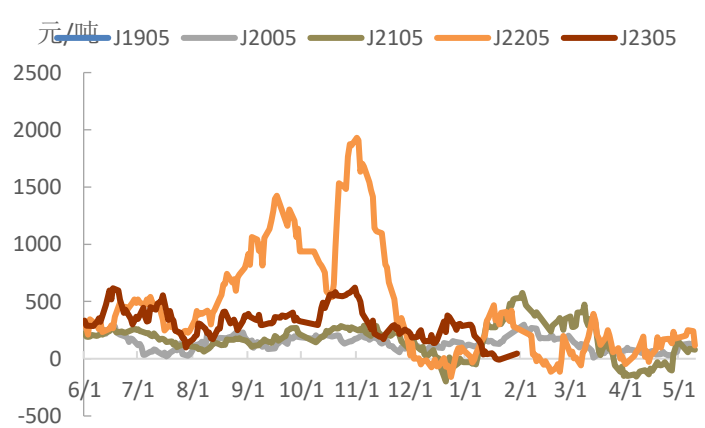


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 7 焦炭基差: 05-吕梁现货

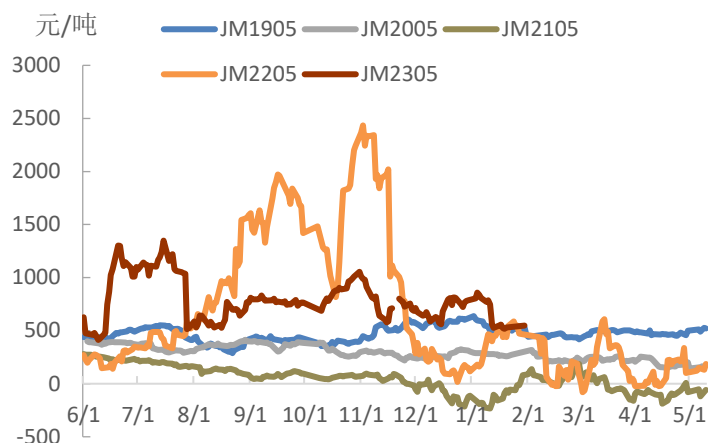


图表 8 焦炭基差: 05-日照港现货

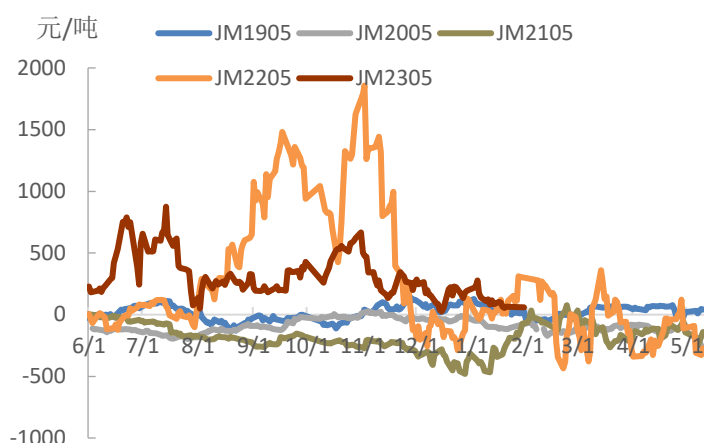


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 9 焦煤基差：05-吕梁现货



图表 10 焦炭基差：05-蒙 5#现货



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

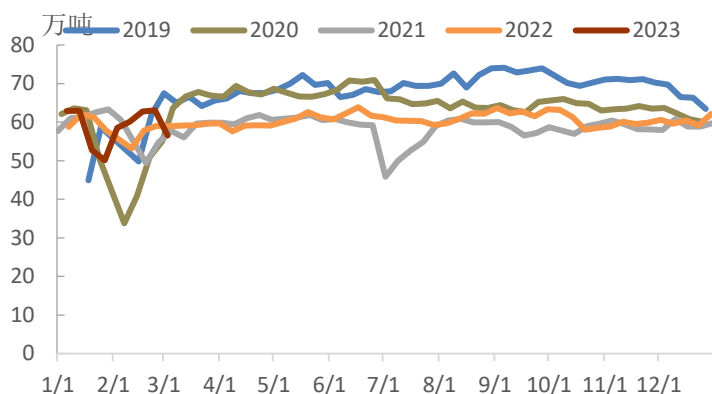
二、基本面分析

1、焦煤产量与开工

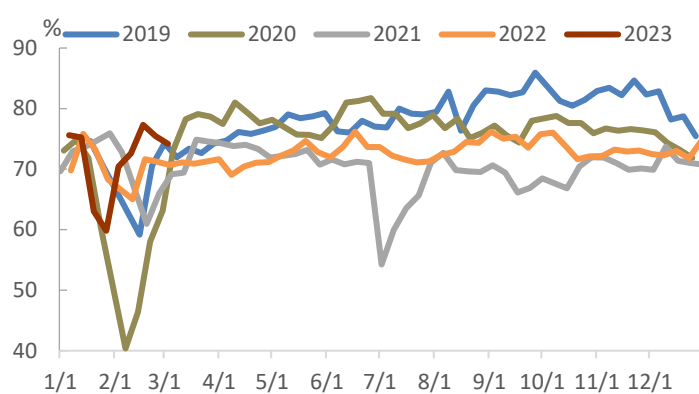
2 月下旬受到内蒙古矿难影响，省内部分煤矿生产暂停，全国生产总体平稳。自事故发生后，内蒙古自治区能源局立即开展露天煤矿安全生产大检查，文件要求自 2 月 23 日起至 3 月底，煤矿自检自查，政府部门综合督导检查，全面提升露天煤矿安全水平。据市场消息透露，文件中虽未明确要求露天矿停产，但目前乌海地区停产范围确有扩大趋势，当地露天煤矿产能合计约 2440 万吨，现除国有煤矿产量基本不受影响外，民营露天煤矿几乎全部关停，涉及产能约 1830 万吨，占露天矿比例 75%，井工矿以自查为主，产量亦受影响。此外，当前相关部门正在阿拉善盟区检查所有煤焦生产企业，其中涉及露天煤矿产能 390 万吨（含停产产能 300 万吨）均已停产。

上月焦煤生产自假期状态快速恢复至正常水平，产量维持平稳。从周度数据看，截止 3 月 1 日，Mysteel 统计全国 110 家洗煤厂样本：开工率 74.18%，日均产量 56.57 万吨，原煤库存 245.79 万吨，精煤库存 154.57 万吨，综合开工率小幅降低。内蒙地区由于重大矿难事故，部分煤企已停、限产检修，其余煤矿主产地多数产销基本平衡。具体来看，目前煤价暂稳运行，临近 2 月底，因内蒙地区发生重大矿难事故，对市场影响较大，全国煤矿主产地安全检查趋严，市场供应是稳中缩减的趋势，带动前期跌幅较大的气煤、贫瘦煤止跌反弹。

图表 11 洗煤厂日均产量：110

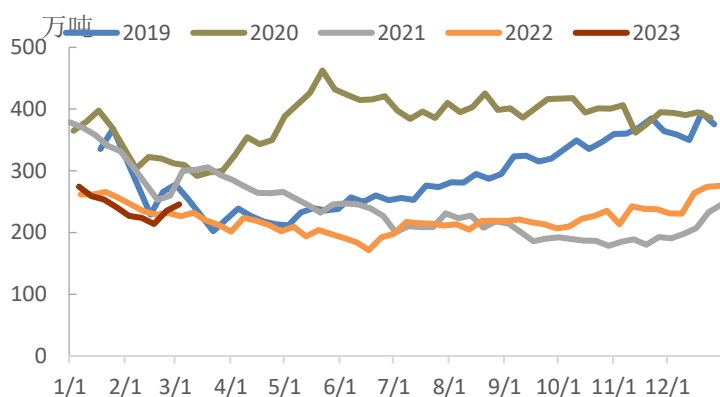


图表 12 洗煤厂开工率：110

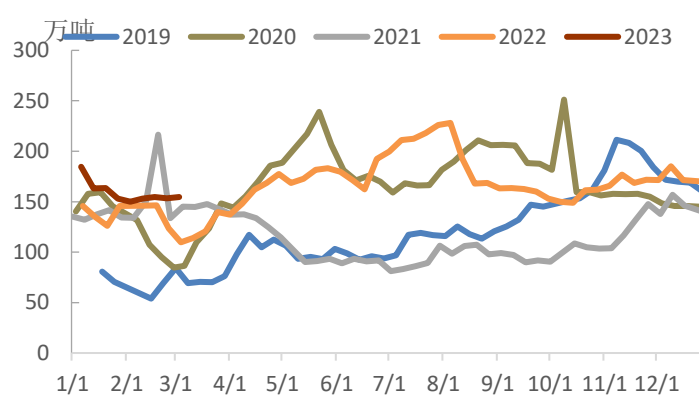


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 13 洗煤厂原煤库存：110



图表 14 洗煤厂精煤库存：110



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

2、焦煤进出口

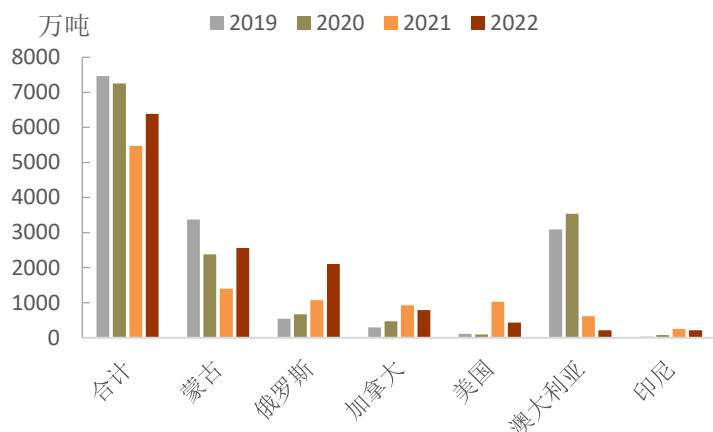
随着中澳关系缓和，澳煤进口逐步放松，2 月份已有少量澳煤到港。彭博社称，包括必和必拓集团在内的一些澳大利亚煤炭供应商正逐步恢复对中国的煤炭出口。煤炭生产商科罗纳多全球资源公司在上个月估计，2023 年中国可能会从澳大利亚进口 2000 万吨硬焦煤。

蒙古方面，中蒙口岸通关高位运行，甘其毛都口岸日通关车数屡次突破 1000 辆，国内焦煤市场生产收紧，且下游需求回升，对蒙煤市场有较强支撑，2 月份蒙古产焦煤价格涨幅明显。2 月 13 日，蒙古国公布了 1 月最新的进出口数据：蒙古对华出口同比增长 155%，达 9.3 亿美元；煤炭出口总额增长 300%，达 5.7 亿美元。蒙古整体的贸易顺差达 3.9 亿美元，出口总额增长 100%，达 10.8 亿美元，中国占其中的 86.4%。1 月蒙古对华出口额中烟煤达 59.4%，其中最大的是炼焦煤，而 2022 年占蒙古煤炭进口的 82%量和 90%额。

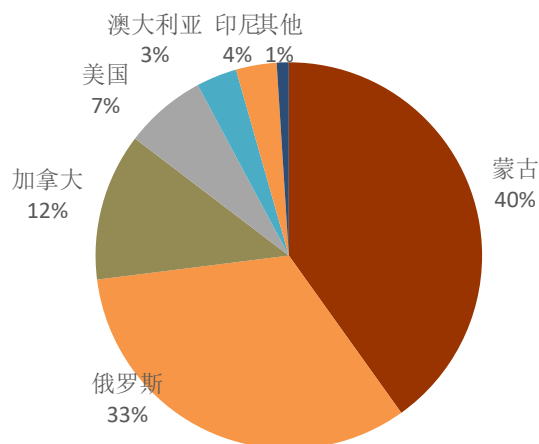
去年我国焦煤进口保持了明显增加势头，澳煤的缺失部分逐渐被蒙煤和俄罗斯煤的所补充。据海关总署最新数据显示，2022 年 12 月份，中国进口炼焦煤 646.49 万吨，同比减少

13.66%，中国进口炼焦煤主要来源国为蒙古国和俄罗斯，占比分别为 65%和 27%。1-12 月全年中国累计进口炼焦煤 6383.84 万吨，同比增长 16.71%，进口总量蒙古国、俄罗斯、加拿大位居前三，占比分别是 40.12%、32.90%、12.34%，澳大利亚占比仅有 3.40%。

图表 15 主要国家焦煤进口量



图表 16 主要国家焦煤进口量占比

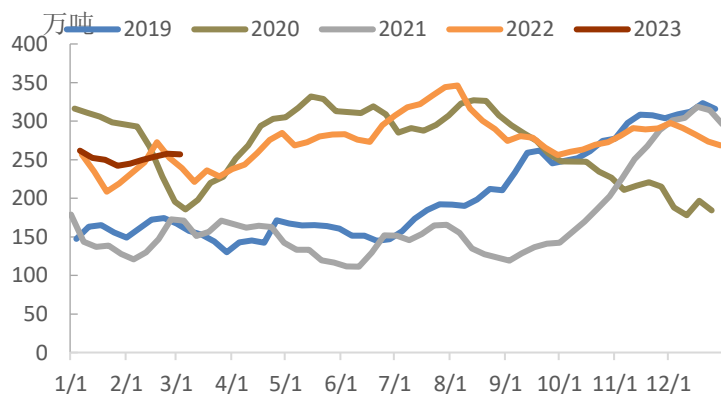


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

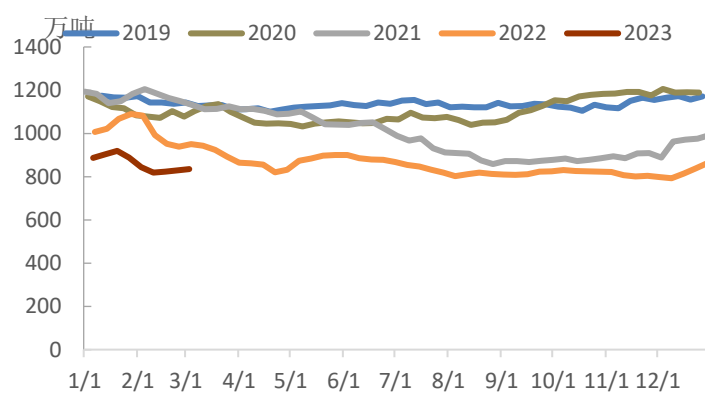
3、焦煤库存

2 月份，我国焦煤库存总体保持稳定，环比小幅下降，全样本总库存在 2000-2100 万吨，处于往年偏低水平，春节后煤矿生产恢复，产量回升，上游煤矿库存小幅增加，在 250 万吨上方，由于保供增产政策加持，煤矿库存维持偏高水平。下游钢企和焦企库存处于偏低状态，由于焦煤价格偏高，钢焦企业生产利润不佳，采购以维持生产为主。港口库存同样偏低，贸易商持谨慎态度。随着进口好转，今年供应压力将会大幅缓解，库存将低位回升。

图表 17 焦煤库存：煤矿

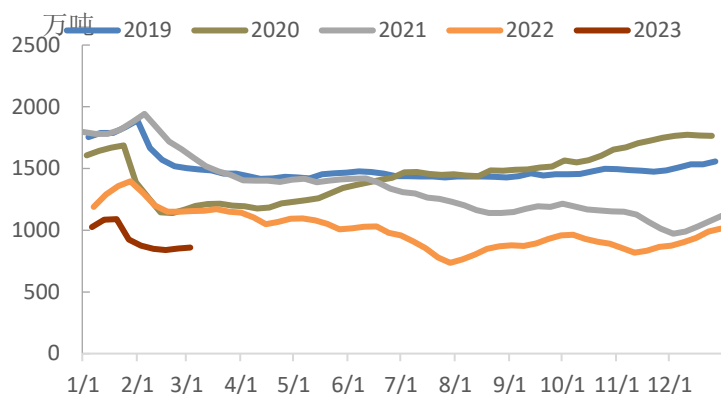


图表 18 焦煤库存：钢企

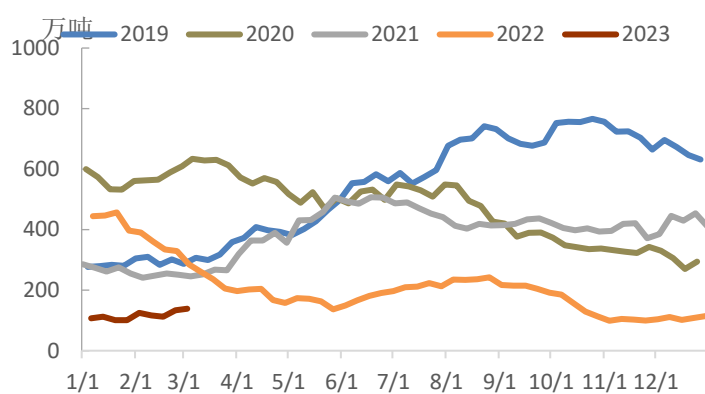


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 19 焦煤库存：焦企

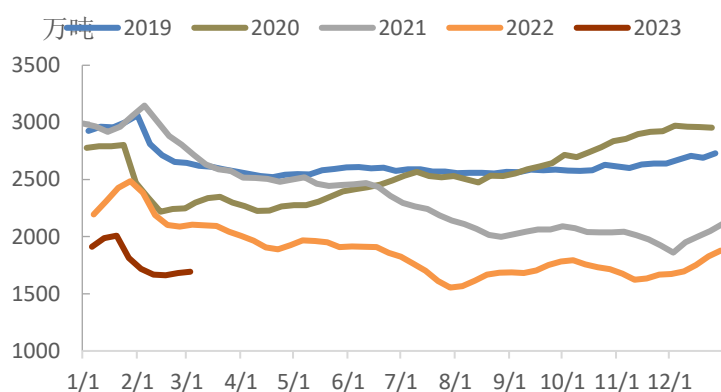


图表 20 焦煤库存：港口

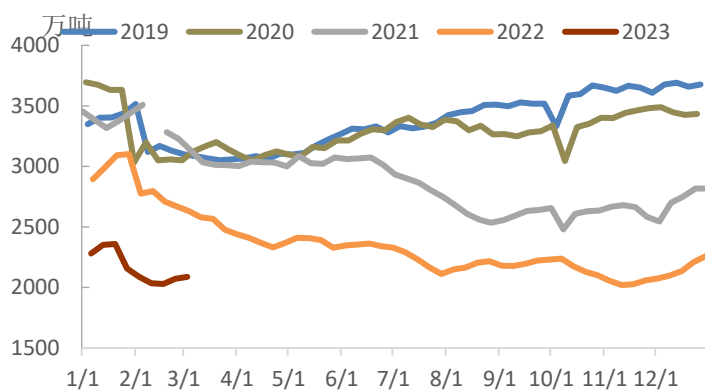


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 21 焦煤库存：焦企+钢企



图表 22 焦煤库存：总库存



数据来源：iFinD，铜冠金源期货

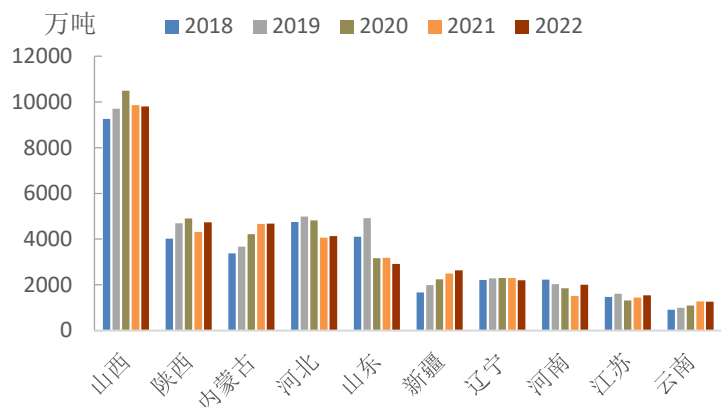
4、焦炭生产与开工情况

我国焦炭行业产能总体偏高，开工率不足，制约了行业利润。2020 年集中去产能进入尾声，2021 年以来焦化产能保持净新增态势，其中 2020 年焦化产能净淘汰 2500 万吨，2021 年焦化产能净新增 2600 万吨，2022 年净新增约 2400 万吨。预计 2023 年淘汰焦化产能 4260 万吨，新增 5050 万吨，净新增 790 万吨。据钢联统计，全国冶金焦在产产能 55793 万吨，其中碳化室高度 4.3 米及以下（含热回收焦炉）产能约 11233 万吨，5.5 米及以上产能约 44560 万吨。重点省份山西、内蒙等区域也相继出台相关文件，2023 年焦化企业落后产能将继续淘汰。

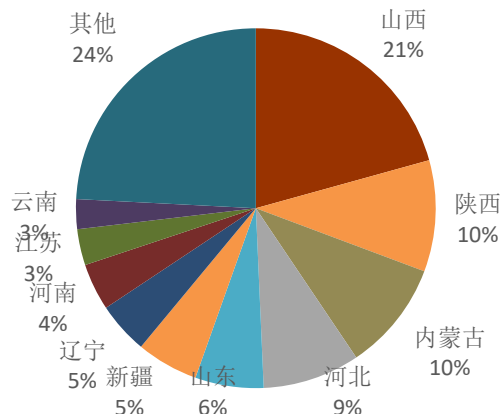
3 月初国家统计局将公布 1-2 月煤焦产量，周度数据看，2 月份焦企亏损程度有所缓解，开始小幅盈利，截至 3 月初全国焦化利润平均为 10 元/吨，焦企盈利状况一般，生产恢复速度一般，目前焦企产能利用率 74.6%，全月稳定在在 74.5-75.2%区间。下游钢企需求增加，

并加快采购速度，厂内库存回升。目前下游复产进度良好，房地产和基建需求增加，钢材需求即将进入旺季，随着高炉开工稳中有增，钢厂补库需求良好，同时焦企利润修复，开工同步回升，产量将环比回升。

图表 23 主产省焦炭产量

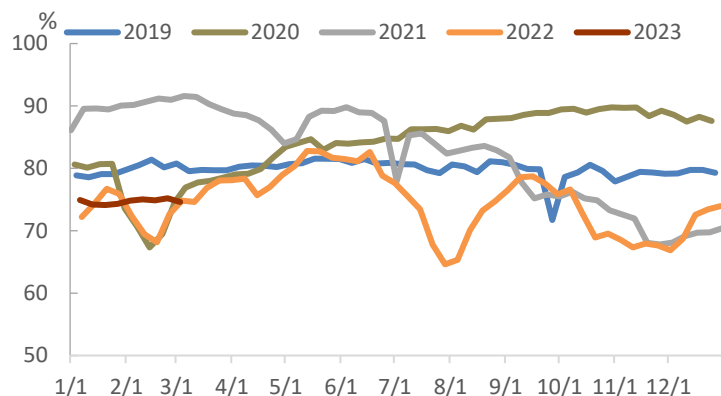


图表 24 主产省 2022 年焦炭产量占比

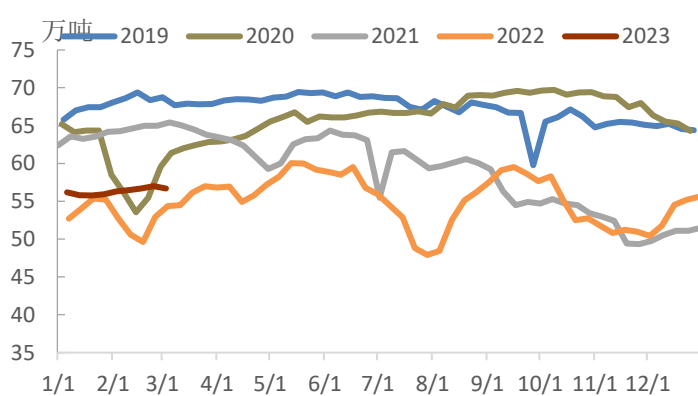


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

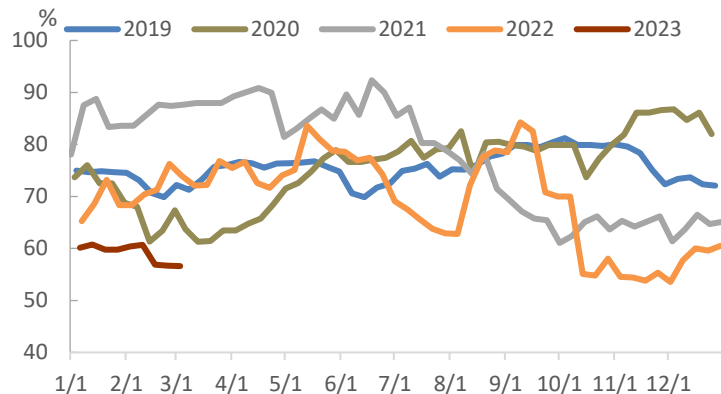
图表 25 独立焦企产能利用率 230



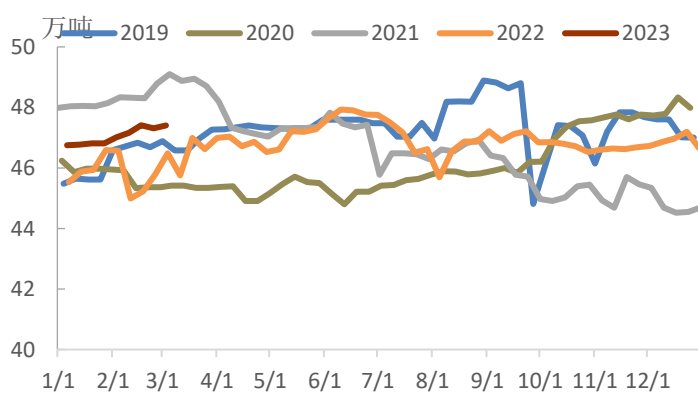
图表 26 独立焦企日均产量 230



图表 27 西北地区焦企开工率



图表 28 钢企焦炭日均产量 247

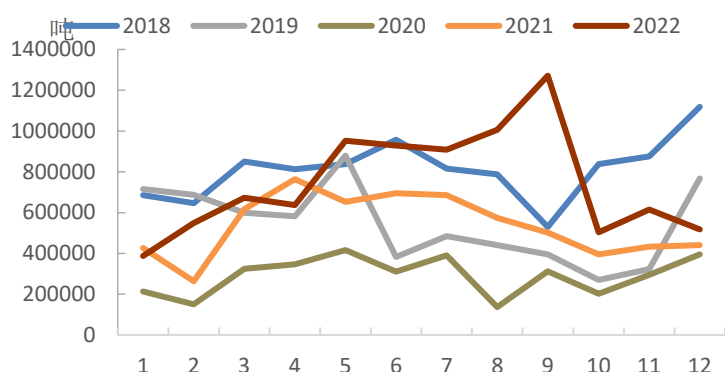


数据来源：iFinD，铜冠金源期货

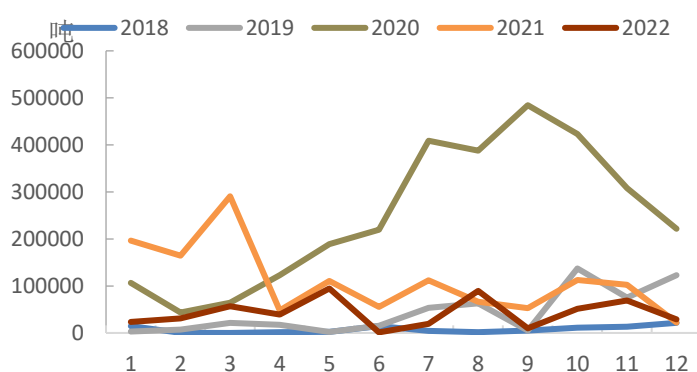
5、焦炭进出口

与焦煤净进口不同，我国焦炭基本上是净出口，2022 年我国净出口 843 万吨，占总产量的 1.8%，焦炭进出口的数量和占比较小，因此对焦炭市场的影响也不大。根据海关总署数据，2022 年 12 月份中国焦炭进出口量分别为 2.9 万吨和 51.8 万吨，1-12 月累计进出口分别为 51.46 万吨和 894.9 万吨。2022 年我国焦炭出口增量主要集中于 5-9 月份，主因俄乌冲突后，全球能源紧张，海外订单增加。

图表 29 我国焦炭当月出口量



图表 30 我国焦炭当月进口量

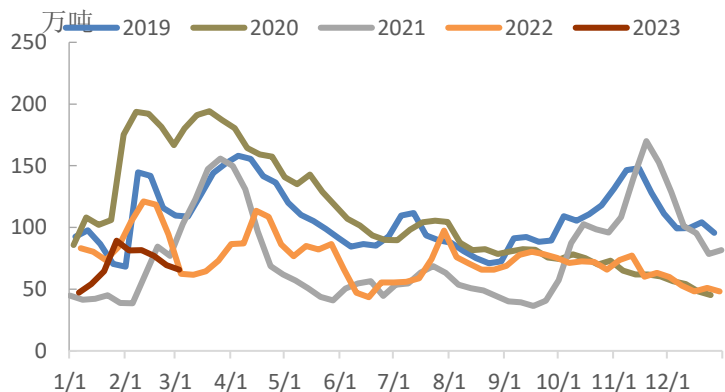


数据来源：iFinD，我的钢铁网，铜冠金源期货

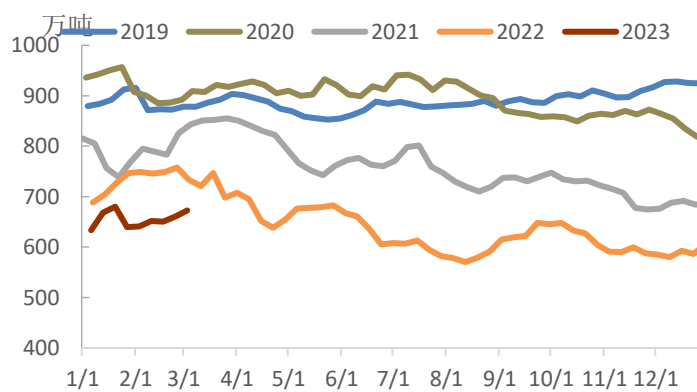
6、焦炭库存

2 月份焦炭库存向下游转移，总体依然处于低位状态，小幅增加，下游钢企需求增多，焦企加快出货。上游焦企厂内库存快速去化，库存水平处于往期水平。钢企场内库存增加，同样处于偏低水平。港口库存增加，贸易商小幅补库。随着终端需求回升，下游钢企和上游焦企复产均会加速，焦炭库存将呈现季节性变化。

图表 31 焦炭库存：独立焦企 230

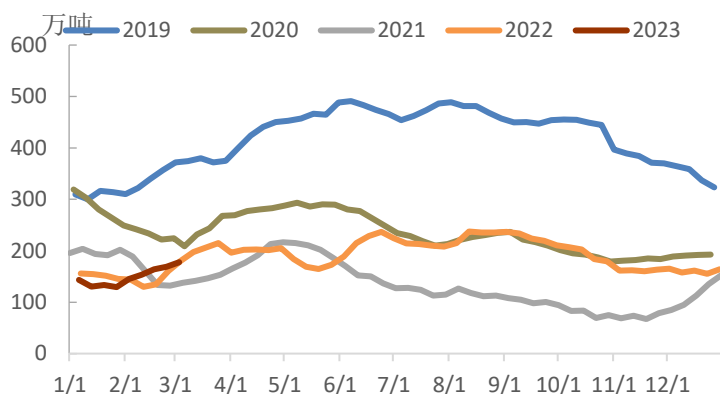


图表 32 焦炭库存：钢企 247

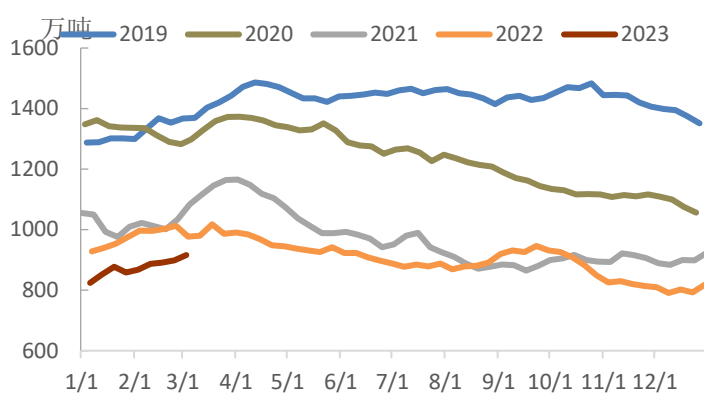


数据来源：我的钢铁，iFinD，铜冠金源期货

图表 33 焦炭库存：港口



图表 34 焦炭库存：总库存



数据来源：我的钢铁，iFinD，铜冠金源期货

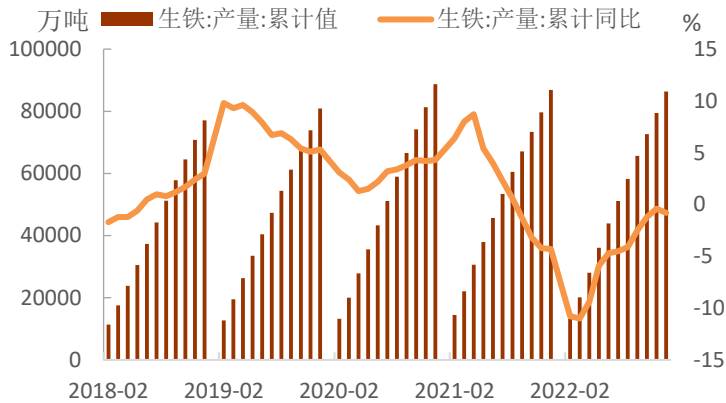
7、钢厂生产

我国钢铁行业连续两年维持低增长状态，年度生铁总产量连续两年低于 2020 年水平。据国家统计局数据，2022 年 1-12 月，中国生铁产量 86383 万吨，同比下降 0.8%；粗钢产量 101300 万吨，同比下降 2.1%；钢材产量 134034 万吨，同比下降 0.8%。去年钢材下降主要终端需求不佳，受到新冠疫情影响，在动态清零的防控政策下，感染人数大幅增加时封城封路，经济按下暂停或暂缓键，下游工地施工遇阻，同时因为房地产市场持续下滑所致，用钢需求不佳，钢厂利润持续恶化，钢厂开工意愿不足，检修增加。

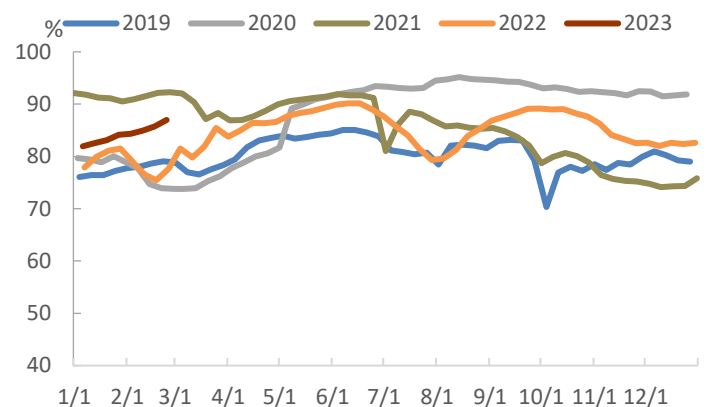
2 月份，钢厂开工率处于同期稍高位置，高炉铁水产量稳步回升，3 月初 247 家钢厂高炉开工率 81.07%，环比上周增加 0.09%，同比去年增加 6.35%，日均铁水产量 234.36 万吨，环比增加 0.26 万吨，同比增加 14.60 万吨。场内原料库存均有增加，不过原料可用天数基本减小，247 家钢厂焦炭库存可用天数 12.98，月环比增 0.17，247 家钢厂焦煤库存可用天数 13.24，月环比减少 0.25。近期钢厂铁水产量持续增加，焦煤焦炭消耗较快，下游终端需求逐步进入旺季，补库需求增加，目前场内原料库存偏紧。

我国钢厂盈利情况有所改善，但依然不佳，亏损企业比例占比较高。2022 年终端需求不佳，黑色产业链利润下滑明显，钢厂高炉利润和独立焦企焦化利润基本上处于下降状态，多数时间企业处于亏损状态。近期高炉螺纹钢生产利润低位抬升，主要因为螺纹钢价格坚挺，而原料成本下降。焦煤方面，国内生产保持稳定，增产保供政策加持，年后进口政策放松，澳煤进口提上日程，蒙煤进口保持高通关状态，焦煤供应边际增加，焦煤价格回落，焦化利润有望回升，焦企开工增加，焦炭供应增加进而降低高炉成本。2 月比价受到煤焦走强影响，有所回落，预计随着事故影响减弱，焦炭/焦煤 05 或再度扩张，螺纹钢/焦炭 05 也有可能低位抬升。

图表 35 我国生铁累积产量

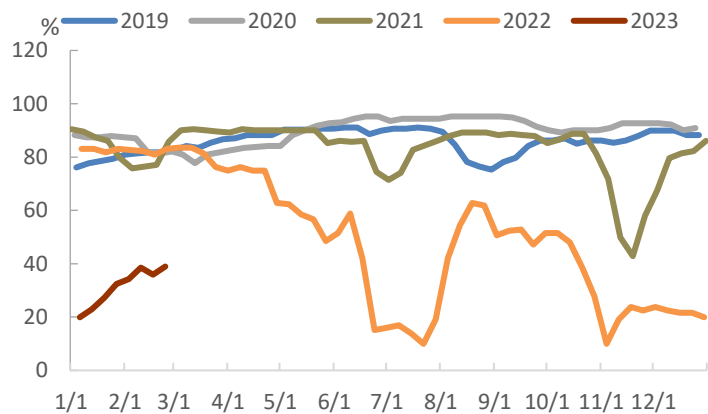


图表 36 我国钢厂高炉产能利用率

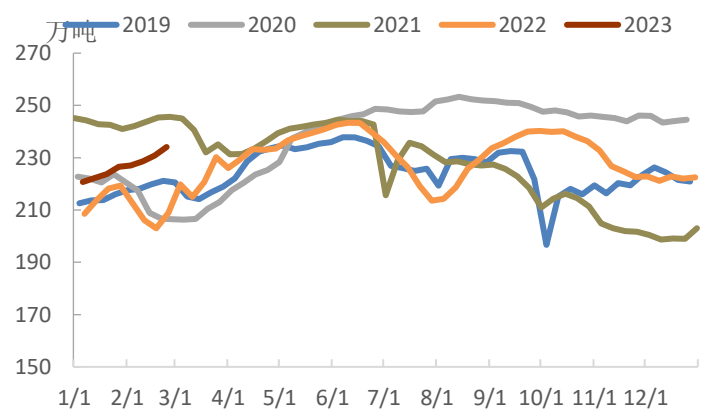


数据来源：我的钢铁，iFinD，铜冠金源期货

图表 37 我国盈利钢厂占比

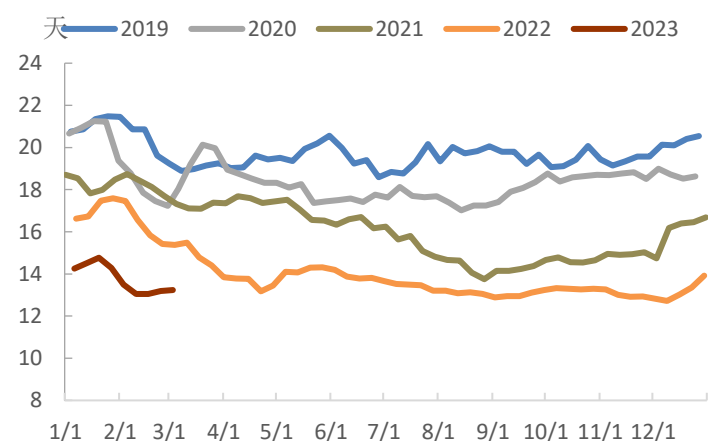


图表 38 我国日均铁水产量

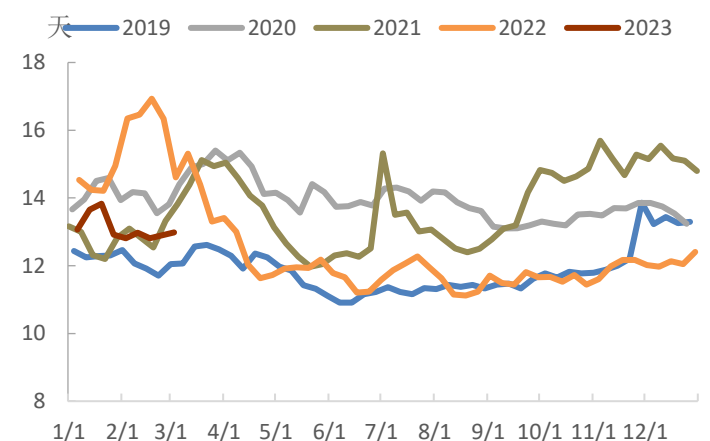


数据来源：我的钢铁，iFinD，铜冠金源期货

图表 39 我国钢厂焦煤可用天数

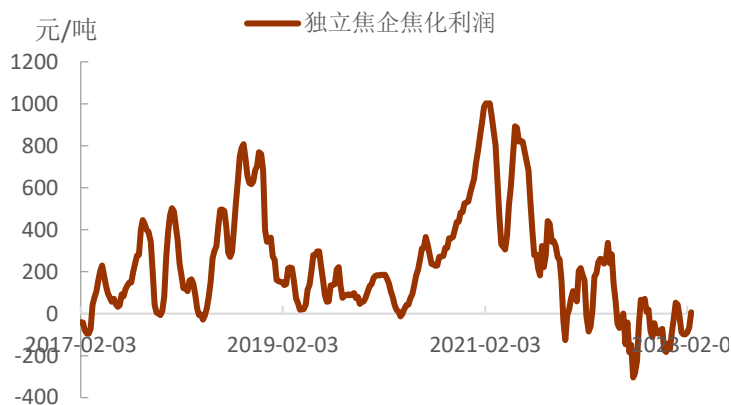


图表 40 我国钢厂焦炭可用天数

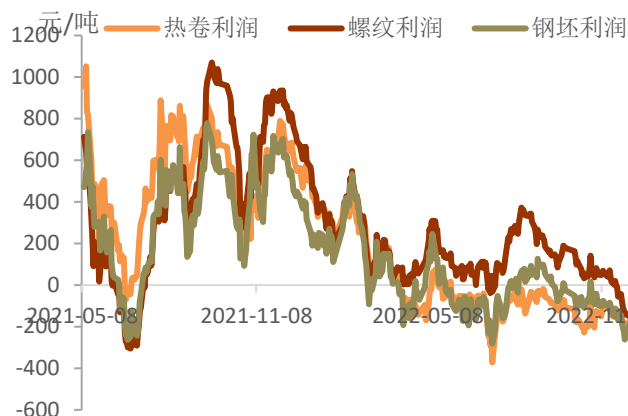


数据来源：我的钢铁，iFinD，铜冠金源期货

图表 41 我国焦企焦化利润

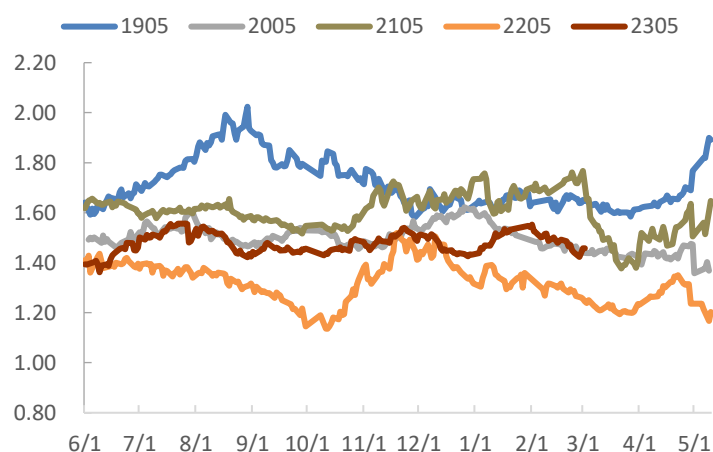


图表 42 钢厂高炉生产利润

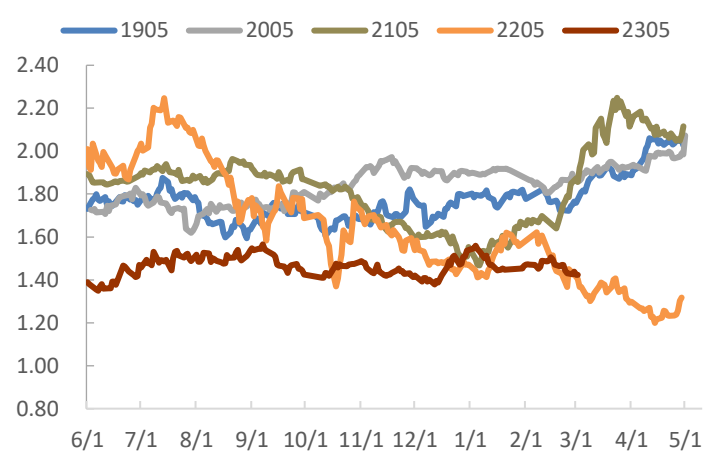


数据来源：我的钢铁，iFinD，铜冠金源期货

图表 43 焦炭/焦煤 05 比价



图表 44 螺纹钢/焦炭 05 比价



数据来源：我的钢铁，iFinD，铜冠金源期货

8、宏观偏暖，终端需求回升

3月4-5日两会召开，全面总结2022年工作成绩、明确2023年经济工作目标和具体任务。今年主要经济目标是国内生产总值增长5%左右，城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右，居民消费价格涨幅3%左右。财政政策方面，强调加力提效、防范化解地方债务风险，促进经济高质量发展中发挥极为重要的作用。货币政策方面，将持续在扩大国内需求、推动高质量发展制造业、中小企业和纾困房地产风险上有所作为。房地产方面，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。会议指出，房地产市场风险隐患较多，要求有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。

三、行情展望

宏观面，3月4-5日两会指出今年主要经济目标是国内生产总值增长5%左右。财政政策强调加力提效、防范化解地方债务风险，货币政策将持续在扩大国内需求、推动高质量发展制造业、中小企业和纾困房地产风险上有所作为。房地产方面，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，房地产市场风险隐患较多，要求有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。

焦煤端：2月下旬受到内蒙古矿难影响，部分煤企已停、限产检修，其余煤矿主产地多数产销基本平衡。进口方面，随着中澳关系缓和，澳煤进口逐步放松，2月份已有少量澳煤到港。蒙古方面，中蒙口岸通关高位运行，甘其毛都口岸日通关车数屡次突破1000辆。库存方面，总体保持稳定，环比小幅下降，全样本总库存在2000-2100万吨，处于往年偏低水平，上游煤矿库存小幅增加，在250万吨上方，下游钢企和焦企库存处于偏低状态。

焦炭端：2月份焦企亏损程度有所缓解，开始小幅盈利，截至3月初全国焦化利润平均为10元/吨，焦企盈利状况一般，生产恢复速度一般，目前焦企产能利用率74.6%，全月稳定在74.5-75.2%区间。库存方面，2月份焦炭库存向下游转移，小幅增加，总体依然处于低位状态，上游焦企加快出货，库存快速去化，下游钢企需求增多，场内库存增加，港口库存增加，贸易商小幅补库。

高炉端：2月份，钢厂开工率处于同期稍高位置，高炉铁水产量稳步回升，3月初247家钢厂日均铁水产量234.36万吨，环比增加0.26万吨，同比增加14.60万吨。场内原料库存均有增加，不过原料可用天数基本减小。下游终端需求逐步进入旺季，补库需求增加，目前场内原料库存偏紧。

综上，未来一个月，建材市场逐步进入旺季，下游钢材消费增加，钢厂生产加快，带动上游煤矿和焦企生产同步加快，煤焦供应和需求将继续回升。在需求拉动下，焦炭或强于焦煤。矿难对焦煤生产的影响将逐渐变小，澳煤进口增加和蒙煤通关高位，供应相对宽松，虽然需求相应回升，但供应更为确定，预计期价震荡偏弱，参考区间1850-2100元/吨。焦炭供需转好，成本走弱，预计震荡走势，参考区间2800-3100元/吨。价差方面，逢低做多J2305/JM2305。

风险点：煤矿生产、环保限产、需求超预期

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。