

2021年7月7日 星期三



## 供给端限产有支撑

## 下游终端消费承压

联系人：王工建

电子邮箱：wang.gj@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

### 要点

● **供给端**：上半年螺纹钢产量维持较高增速，铁水日均产量 240.7 万吨，同比增加 4.7%，螺纹钢累计产量 8848 万吨，同比增加 8.4%。下半年，粗钢限产政策是供给端的重要干扰，钢材产量增速将有所下降，供给减少支撑钢价，预计强度弱于上半年。

● **需求端**：重点关注季节性变化，以及房地产数据的表现。8 月前受降水和高温影响，需求较弱，9-11 月为传统旺季，需求回升，11-12 月冬季来临气温降低，需求下降。终端方面，由于地产政策总体偏紧，4-5 月地产数据不佳，下半年房地产有走弱的可能性。

● **行情观点**：供给端，粗钢限产政策是最大的变量，限产力度和范围直接影响钢材的产量和价格走势，需求端，终端房地产需求有走弱可能。如果 9-11 月需求旺季与限产共振，钢价仍会有偏强表现。总体上，我们谨慎看空下游需求，看好供给缩减，预计钢价震荡走势为主，价格运行区间 4400-5700，策略上，建议波段思路为主。

**风险点**：环保限产及消费超预期

## 目 录

一、螺纹钢市场行情回顾.....	4
二、螺纹钢基本面分析 .....	5
1、供给端：下半年限产预期仍是重要干扰.....	5
2、低利润状态或维持.....	7
3、淡季库存压力显著，旺季时影响减弱.....	8
4、需求端：关注季节性变化.....	10
5、终端需求：关注房地产数据变化.....	10
5、进出口分析：继续关注关税调整的影响.....	13
三、行情展望 .....	14

## 图表目录

图表 1 SHFE 螺纹钢价格走势	5
图表 2 全国钢厂高炉开工率 163 家	6
图表 3 全国钢厂铁水日均产量 247 家	6
图表 4 钢材产量：螺纹钢	6
图表 5 钢材产量：热卷	6
图表 6 华北地区钢厂长流程利润	8
图表 7 华东地区钢厂短流程利润	8
图表 8 社会库存：螺纹钢	9
图表 9 社会库存：热卷	9
图表 10 钢厂库存：螺纹钢	9
图表 11 钢厂库存：热卷	9
图表 12 钢材总库存：螺纹钢	9
图表 13 钢材总库存：热卷	9
图表 14 钢材表观消费：螺纹钢	10
图表 15 钢材表观消费：五大品种	10
图表 16 房地产开放投资额增速	11
图表 17 新增人民币贷款增速	11
图表 18 房屋新开工、施工面积累计同比	11
图表 19 房屋新开工、施工面积当月同比	11
图表 20 土地购置面积与商品房销售面积累计同比	12
图表 21 土地购置面积与商品房销售面积当月同比	12
图表 22 固定资产投资三大分项累计同比增速	12
图表 23 固定资产投资完成额累计同比增速	12
图表 24 我国汽车产销量增速	13
图表 25 我国家电产量增速	13
图表 26 我国钢材进口增速	14
图表 27 我国钢材出口增速	14

## 一、螺纹钢市场行情回顾

2021年上半年螺纹钢总体呈现出偏强走势，截至6月30日，年内涨幅为19.53%，或841点，五月最高升至6208，创上市以来新高。从市场主导逻辑来看，上半年可分为三个阶段，1-5月初的上升阶段、5月中下旬的回落阶段和6月的平稳阶段。

第一阶段：1-5月初的上升阶段，主要逻辑是政策及预期主导，需求推动为辅。在碳达峰和碳中和政策指引下，工信部推行钢铁产业粗钢限产量，环保部执行钢厂环保限产，叠加终端需求向好，推升了一波超强的上涨行情。早在2020年9月22日，中国政府在第七十五届联合国大会上提出：“中国将提高自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，二氧化碳排放力争2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和”。我国碳排放最大的部门是生产和供应的电力、热气和热水，占比约为44%，其次为黑色金属冶炼及压延加工业，占比约为18%，钢铁行业为碳减排的主要责任主体。2020年12月29日工信部提出“围绕碳达峰、碳中和目标，坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降，积极推进制造业绿色化发展”。随后在2021年一季度，多个政府部门就钢铁行业压缩产量与降低碳排放量方面多次发声。3月唐山在《唐山市3月份大气污染综合治理攻坚月方案》中提出总体排放较1-2月减排量不低于45%，钢铁行业的限产从唐山开启。4月9日，中国钢铁工业协会副会长骆铁军作《把握新机遇 迎接新挑战，加快实现钢铁行业高质量发展》专题报告，提出力争“十四五”提前实现钢铁行业碳达峰。密集的政策和良好的市场预期，推升了市场情绪，下游终端市场成交放量，同时投机需求也推波助澜，钢价短时间内暴涨，期现货价格最高至6000元/吨上方，终端消费者成本大幅提高，利润被蚕食，不得不选择停产或减产。

第二阶段：5月中下旬的回落阶段，主要逻辑是宏观调控主导，需求回落为辅。钢价超预期上涨后终端利润大幅下降，为稳定物价政府加强对大宗商品宏观调控，市场投机气氛降温，螺纹钢价格大幅下降。随着大宗商品价格上涨，政府调控政策密集出台，4月28日财政部取消部分钢铁产品出口退税，国务院调整部分钢铁产品关税，自2021年5月1日起。5月12日李克强总理国常会上称要积极应对大宗商品过快上涨及其连带作用，14日国家市场监督管理总局等部门约谈唐山和上海市钢铁生产企业，19日李克强在国常会上再次表态保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，24日国家发改委等五部门联合约谈大宗商品重点企业，26日国常会再次要求积极应对大宗商品原料价格上涨。到五月底钢价大幅回落，投机需求被挤出，市场进入相对平稳状态。

第三阶段：6月的平稳阶段，主要逻辑是政策定期的供需主导。进入6月后，建材进入传统的消费淡季，南方逐步进入梅雨季节，工地施工受到影响，全国建材成交转弱，建材表现消费逐步走弱，建材库存进入全面累库阶段。钢厂方面，由于钢价走弱，钢材销售下滑，场内库存大幅挤压，高炉利润和电炉利润高位回落，截至6月底，较多钢厂都到了盈亏平衡点附近，主动减产增加，随着七一临近，环保限产，钢材产量开始下滑。7月后，南方降雨逐

步减少，随之高温天气将来临，建材淡季将延续至 8 月份，届时需求将逐步好转，进入下半年 9-11 月的消费旺季。该阶段，钢价宽幅震荡，上方被需求压制，下方受到成本支撑，以及下半年钢铁行业的限产预期支撑。

图表 1 SHFE 螺纹钢价格走势图



数据来源：Wind，铜冠金源期货

## 二、螺纹钢基本面分析

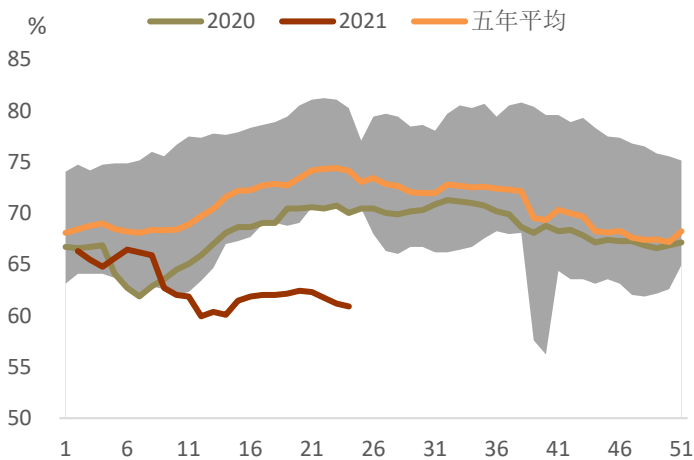
### 1、供给端：下半年限产仍是重要干扰

上半年供给端的政策干扰是市场博弈的关键所在，工信部于元旦前夕提出全年粗钢产量负增长的目标，随后多空双方围绕限产的力度和节奏问题进行博弈。春节后，由于就地过年影响，返乡返工时间缩减，下游消费好于往期，市场成交活跃，虽然限产政策尚不明确，但在良好的需求背景下预期被打满，3 月后唐山率先限产，力度超出市场预期，产量下降，市场开始预期全国范围的限产，钢价、利润上升。从开工数据来看，全国钢厂开工数据持续保持偏低水平，特别是 3 月份开工受到唐山限产影响大幅走低，4 月份后有所反弹，但总体上在偏低状态下运行。1-6 月全国 163 家全国高炉平均开工率为 56.08%，远低于去年的 74.01% 和过去五年的平均值 71.22%，可以说限产在开工率方面起到了一定的作用，但实际产量并未被控制住。从 247 家全国钢厂的铁水产量看，上半年日均铁水产量为 240.62 万吨，高于去年的 229.12 万吨，也高于往期水平。从统计局数据来看，1-5 月全国生铁、粗钢、钢材累计产量分别为 37990 万吨、47310 万吨和 57657 万吨，累计同比增加 5.4%、13.9% 和 16.8%。从结果看，上半年的限产虽然降低钢厂的开工率，但未能影响到钢材的产量。我们认为多方面因素造成这样的结果，一是市场需求推动，二是高利润驱动，钢厂生产积极，三是钢厂提高入炉

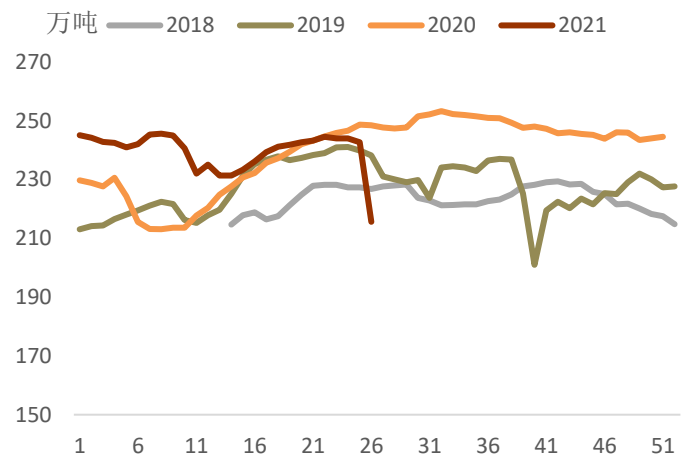
品种，出铁效率大幅提高。

下半供给端政策干扰仍是重要因素，首先碳达峰和碳中和属于长期政策，而钢铁行业作为第二碳排放行业，减碳的压力较大，因此中长期内，限产政策、环保政策将一直影响钢材的供给。其次，由于上半年限产政策的影响，造成短期供需结构失衡，价格暴涨，影响到下游的成本，因此，下半年的限产政策可能与需求端的政策均衡推出，即在供给缩减的同时需求也同步缩减，减少市场出现短期不匹配的情况发生。因此，对于下半年市场的投资，在关注供给端钢厂限产的同时，也需要关注政策对下游消费端的影响。

图表 2 全国钢厂高炉开工率 163 家

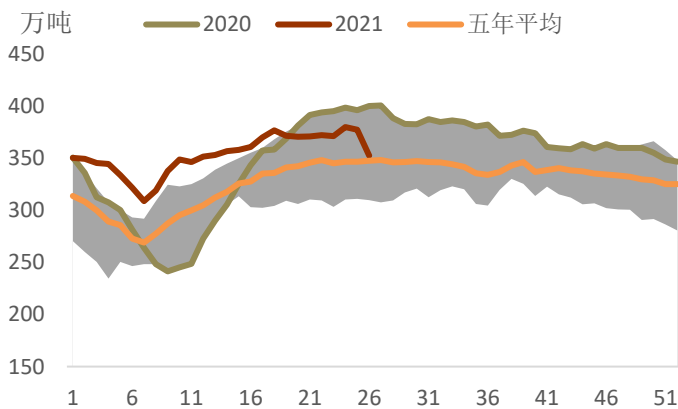


图表 3 全国钢厂铁水日均产量 247 家

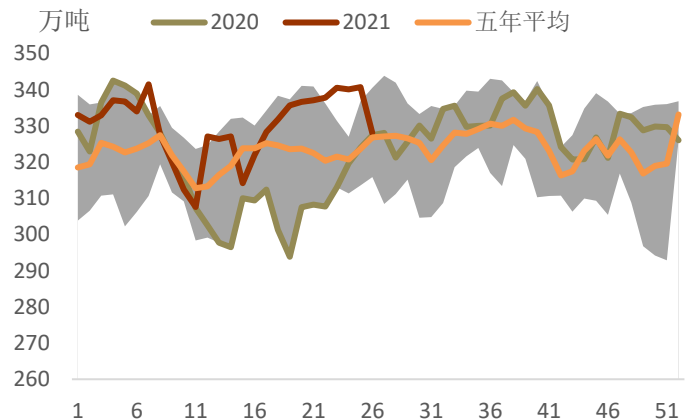


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 4 钢材产量：螺纹钢



图表 5 钢材产量：热卷



数据来源：Wind，我的钢铁，铜冠金源期货

预计钢铁限产政策将在回头看工作上报国务院完成后，在三季度正式出台。5月10日发改委官网发布《2021年钢铁去产能“回头看”检查工作通知》，对退出产能、项目建设、历次检查整改落实情况进行检查；其中要求各地区根据自查自纠情况，于5月30日前向部际

联席会议办公室报送“回头看”自查自纠情况报告。6月1日-7月底，由部际联席会议成员单位分别带队，组成若干个现场检查组，开展实地检查。根据各有关方面自查自纠和现场检查情况，部际联席会议就2021年钢铁去产能“回头看”有关工作情况总结并上报国务院。

如果要确保2021年粗钢产量负增长，那么6-12月需要合计减压6135万吨。1-5月国内粗钢累计产量47310万吨，比去年同期增产6135万吨，而2020年6-12月国内粗钢产量合计64125万吨，需减压量占总产量的9.5%。从目前政策和市场环境来看，工信部既定的粗钢减产目标是否执行存疑。可能的方案是粗钢产量减压任务时间拉长，数量打折。

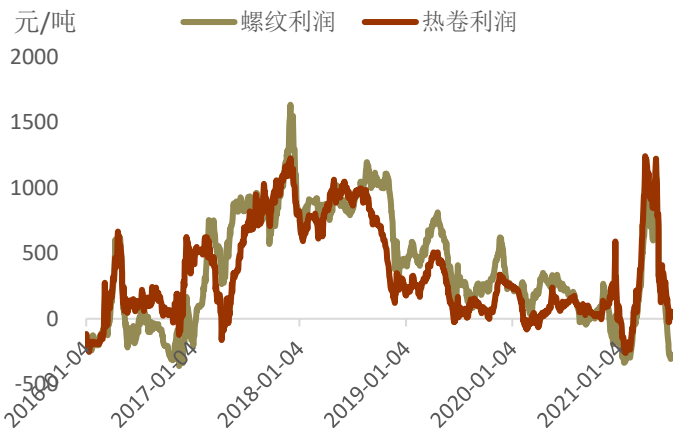
## 2、低利润状态或维持

由于政策预期和供需多方面影响，上半年钢厂长流程螺纹钢利润先暴涨后暴跌，经历了一轮倒V形的行情，5月利润极值短暂触及2017年的高位水平。根据行业利润扩张和收缩的规律，由于利润变化是供需关系平衡后的结果，一旦行业利润大幅扩张，供不应求的局面一般还会持续较长时间，而一旦行业利润大幅收缩，供大于求的局面同样会维持较长时间。目前钢厂利润转为负值，回到年初水平，如果供给端对市场的压力持续存在，或需求持续未能转好，弱于预期，市场库存挤压，钢厂销售不畅，低利润状态将继续维持；如果供给端限产严格，超出预期，而需求边际增加，供需转好，低利润状态被扭转，市场景气度回升，利润状态将走高。

下半年利润走向的关键点是供给和需求的边际变化，供需是否由目前的偏松状态转向平衡或偏紧。政府倾向于在物价稳定的前提下实现碳减排的目标，因此钢厂限产会推出，但力度或对价格的影响可能低于预期，我们认为供给端产量将缩减，对市场构成阶段性的支撑。需求端建材消费变量主要来自房地产领域，从上半年数据看，由强转弱，4-5月连续两月表现欠佳，6月份为传统的房产投资大月，7月起开始回落，并在8-11月后季节性转好。除了季节性表现外，今年房地产的政策呈现趋严的状态，在房住不炒的背景下，三道红线于4月起开始执行，土地出让金转归财税于7月起试行明年1月全面执行。因此，下半年房产建筑用钢的前景并不乐观。如果房产同比数据变差，钢市供需关系会持续偏弱的状态，下半年行业利润可能季节性回升，但总体将呈现偏弱的走势。

短流程方面，电炉利润略强于长流程。一般来说，电炉成本高于高炉，当市场利润走弱时，首先降至电炉成本，电炉开工下滑，高炉维持生产，产量缩减后价格企稳，利润回升，电炉复产，而利润上升时，电炉维持高开工，供应增加，利润被压制。简单说，电炉成为市场供需和利润的调节器，高炉保持相对稳定状态。目前，电炉利润仍处于微利状态，好于高炉，主要是废钢价格回落，而高炉炉料成本偏强导致。下半年，如果高炉限产，由于电炉低能耗属性，电炉的利润和生产将继续维持偏强状态。

图表 6 华北地区钢厂长流程利润



图表 7 华东地区钢厂短流程利润



数据来源：Wind，我的钢铁，铜冠金源期货

### 3、淡季库存压力显著，旺季时影响减弱

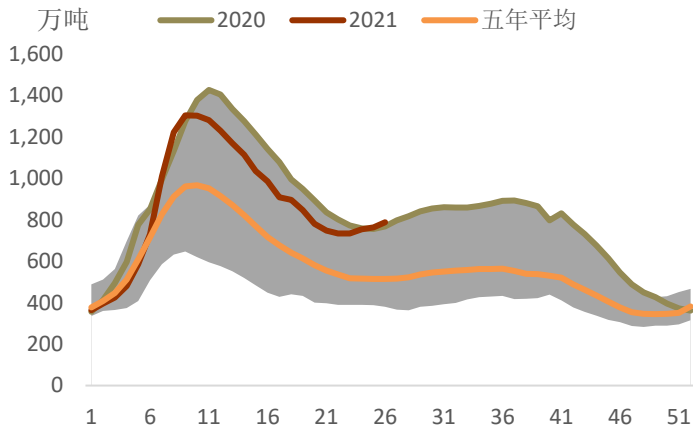
上半年钢材库存总体处于偏高状态，主要是钢材产量增速超过消费增速。从数据来看，五大品种总产量同比增加 7.8%，较 2019 年增加 4.2%，较过去五年平均增加 8.8%，而五大品种的需求相应增幅分别为 8%，2.5%和 6.7%，因此 2021 年上半年的钢材供需关系相对较弱。而建材方面，上半年螺纹产量同比增幅为 8.4%，较 2019 年同期增 3.1%，较过去五年平均增 11.9%，螺纹需求同比增幅为 9%，与 2019 年同期持平，较过去五年减少 4.4%。因此从钢材供需增幅的对比来看，市场处于略有过剩状态，建材过剩的程度更大一些。这也解释了钢材库存持续处于高位的原因。

目前钢材处于传统淡季，南方持续的降雨和夏季高温对工地施工都有较大的影响，钢材的表观消费走弱，建材成交下滑，工地开始消耗自身库存，钢厂销售放缓，厂库开始增加，钢材总体库存增加。从时间上来看，5 月中旬钢材的社会库存开始拐头向上，下游在淡季来临前开始消化社会库存，钢厂库存开始增加。预计最早在第 30 周，即 8 月初，社会库存开始下降，贸易商开始备货，为下半年的消费旺季做准备，一般来说 8 月中下旬后，工地施工逐步增加，建材库存会下降。

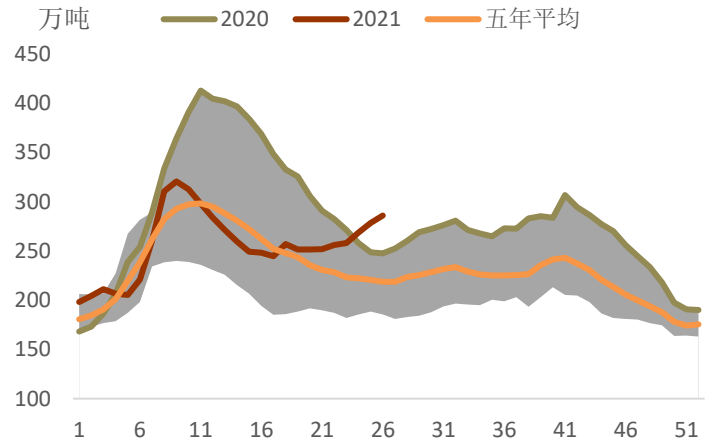
三季度库存变化是较为重要的指标，淡季库存压力较为显著，市场会关注库存的增加情况，如果增幅持续较高，那么意味着市场需求较弱，前景不佳，而如果增幅正常甚至小于往期，那么市场需求可能较好，贸易商会提前备货，库存向下的时间会提前。下半年旺季来临后，钢材库存压力会逐步减弱，市场会更多关注消费情况，对应库存的指标为下降幅度。



图表 8 社会库存：螺纹钢

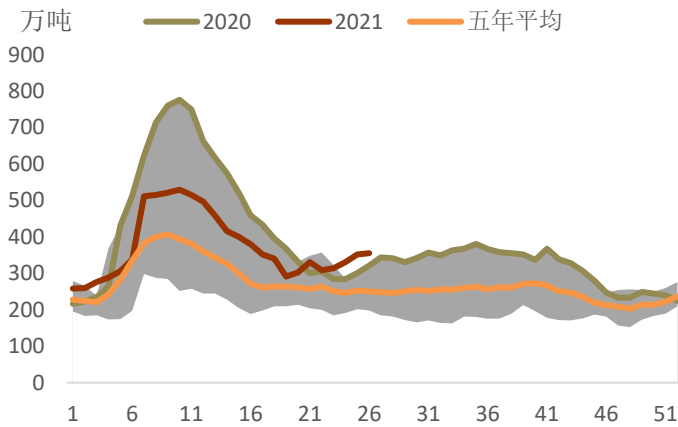


图表 9 社会库存：热卷

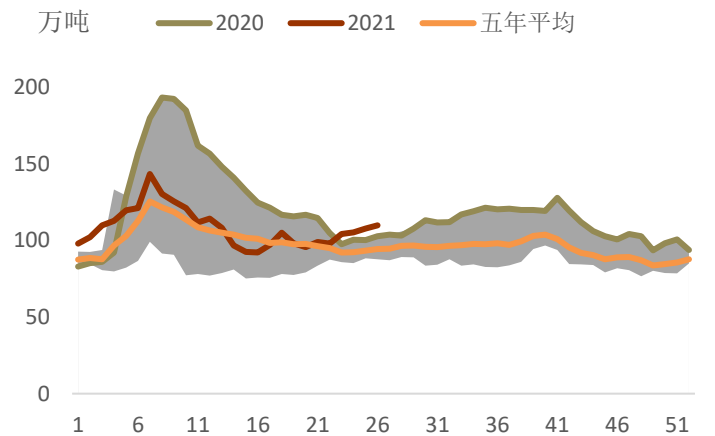


数据来源：Wind，我的钢铁，铜冠金源期货

图表 10 钢厂库存：螺纹钢

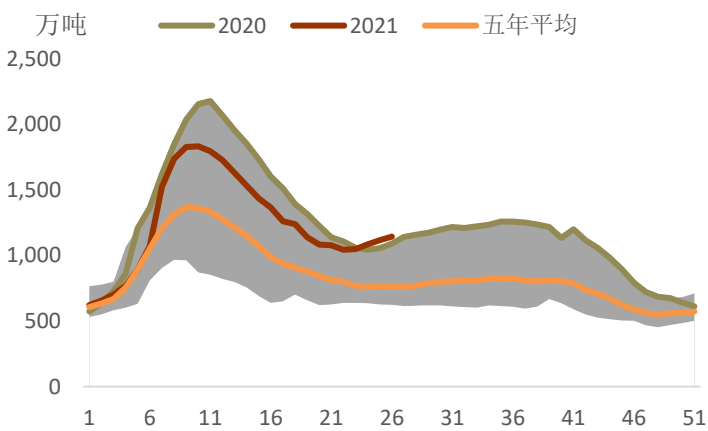


图表 11 钢厂库存：热卷

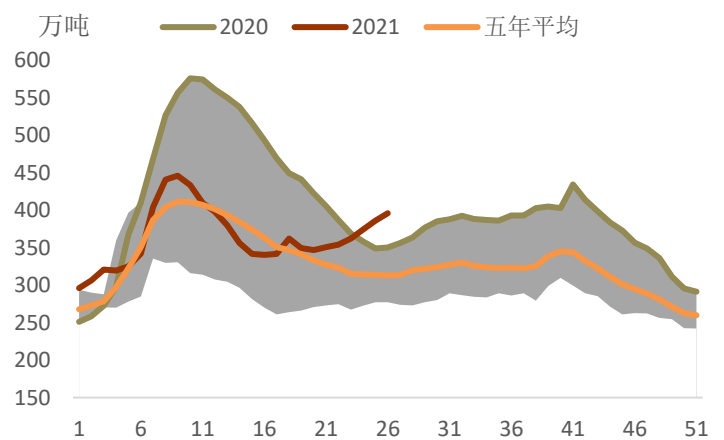


数据来源：Wind，我的钢铁，铜冠金源期货

图表 12 钢材总库存：螺纹钢



图表 13 钢材总库存：热卷



数据来源：Wind，我的钢铁，铜冠金源期货

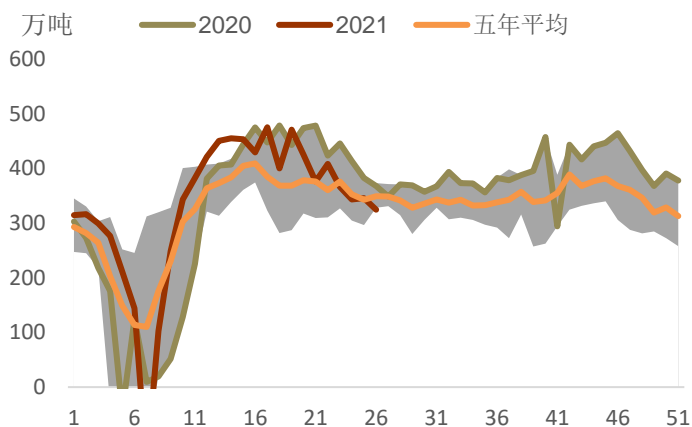
#### 4、需求端：关注季节性变化

下半年，需求端重点关注季节性变化，6-8月为淡季时段，9-11月为旺季时段，11-12月为淡季时段，总体上，建材消费会呈现出下降，上升，回落的态势，淡季时需要关注钢厂限产对市场的支撑，旺季需要关注消费不及预期的可能，冬季需要关注环保限产的影响。

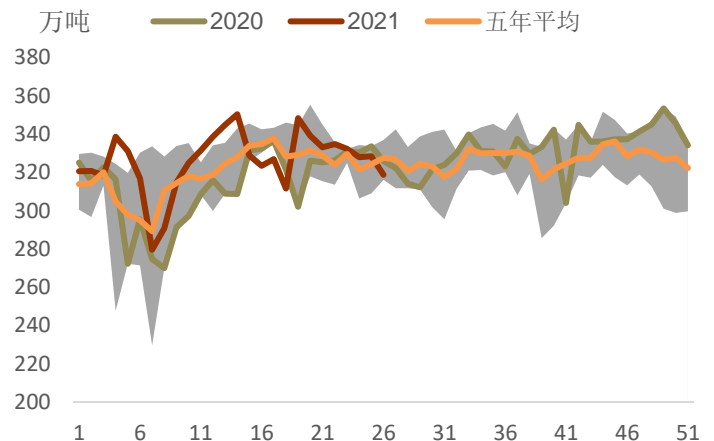
6月南方地区逐步进入雨季，今年梅雨季节将持续30-40天，略少于去年，随后全国进入高温期，由于高温也不利于工地施工，开工时间会缩短，建材消费季节性减少，螺纹需求承压。8月中下旬淡季逐步结束，全国建材消费回升，贸易和终端需求增加，贸易商进入备货阶段，随后进入金九银十的消费旺季，一般会持续到11月，随着天气转冷，北方率先进入冬季，建材消费进入淡季。

需求端需注意终端地产和基建的情况，由于4-5月数据偏弱，后市需要特别关注，如果投资数据不佳，可能会出现旺季不旺情况，反之，如果数据持续向好，螺纹需求向好与供给端限产形成共振，价格支撑偏强，容易走出上涨行情。从目前形势看，短期地产数据不佳，政策导向偏紧，地产用钢量可能会下滑。

图表 14 钢材表观消费：螺纹钢



图表 15 钢材表观消费：五大品种



数据来源：Wind，我的钢铁，铜冠金源期货

#### 5、终端需求：关注房地产数据变化

房地产投资增速下滑，开工施工面积连续回落。1-5月房地产投资和销售数据，由于基数效应减弱，主要指标增速均有一定回落。全国房地产开发投资54318亿元，同比增长18.3%；比2019年1-5月份增长17.9%，两年平均增长8.6%。销售面积66383万平方米，同比增长36.3%，商品房销售额70534亿元，同比增52.4%。房屋新开工面积74349万平方米，同比增6.9%，施工面积839962万平方米，同比降10.1%。

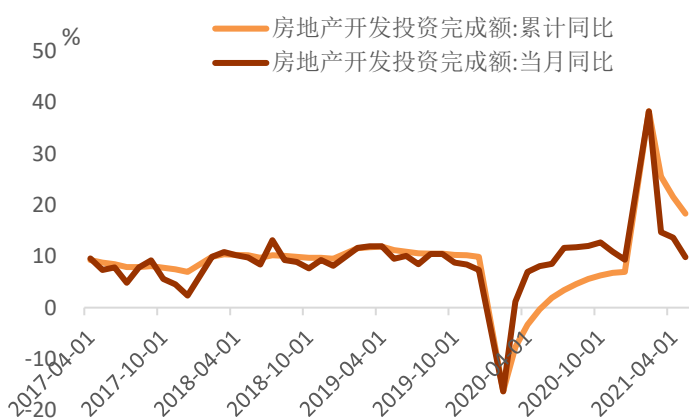
全国房屋销售强劲，主要因为居民购房需求的快速释放和相对宽松的信贷环境，其中1-

5月居民中长期贷款达29144亿元，累计同比增35%，不过5月贷款数据有所下滑，新增贷款4426，同比下降5%。良好的销售继续带动房地产投资，房地产开发投资额累计同比增18.3%，当月同比增9.84%，增速连续四个月下滑。施工面积、新开工面积当月同比增速连续两个月为负数，分别为-6.07%和-2.77%。随着土地购置面积减少，预计未来开工和施工强度逐步转弱。

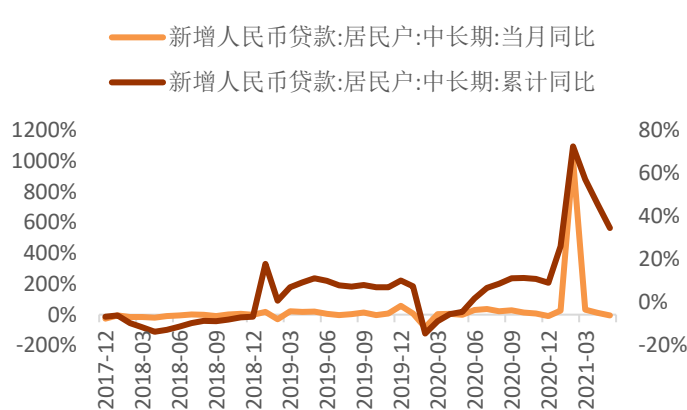
由于企业融资政策收紧，企业拿地的节奏开始收紧，土地成交款出现下降，对未来的房产投资和施工有一定负面影响。1-5月房地产开发企业土地购置面积4396万平方米，同比下降7.5%；土地成交价款1931亿元，下降20.5%。房地产开发企业到位资金81380亿元，同比增长29.9%；比2019年1-5月份增长22%，两年平均增长10.5%。

总体上来看，在房地产销售和投资增速相对稳定，房屋施工和新开工数据由增加转为下降，中长期看，随着融资监管政策的推进和集中供地政策的实施，房地产投资和施工增速会受到一定制约。

图表 16 房地产开放投资额增速

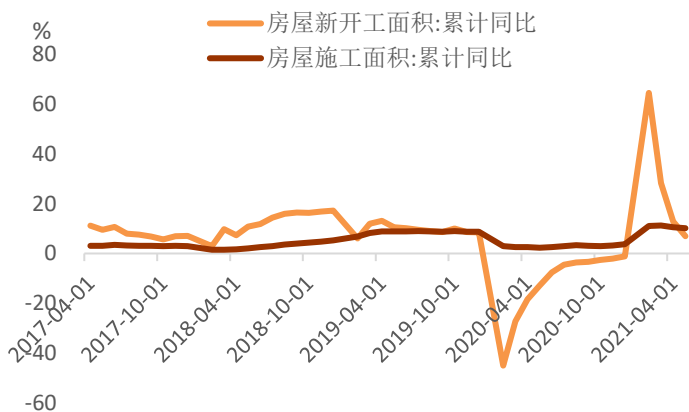


图表 17 新增人民币贷款增速

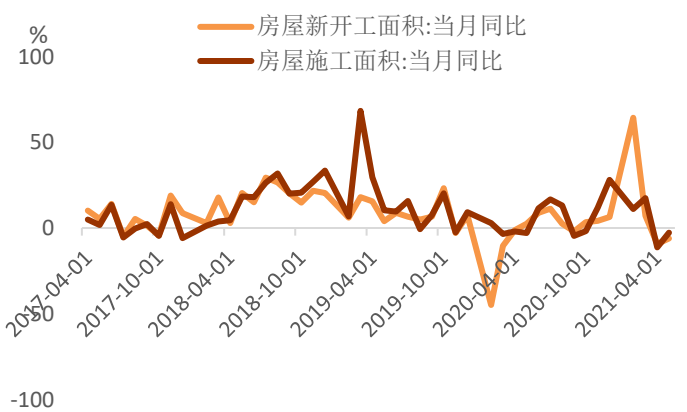


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 18 房屋新开工、施工面积累计同比

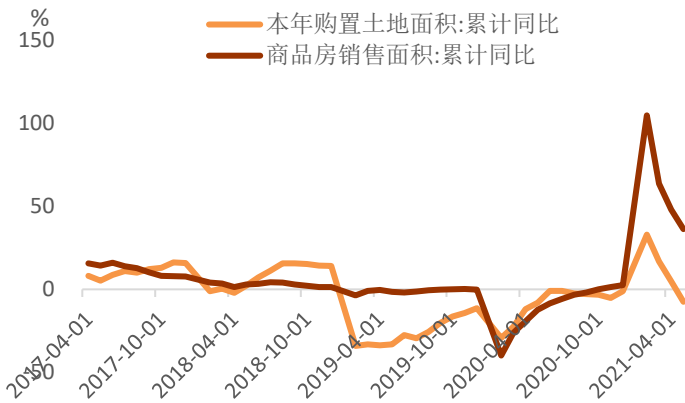


图表 19 房屋新开工、施工面积当月同比

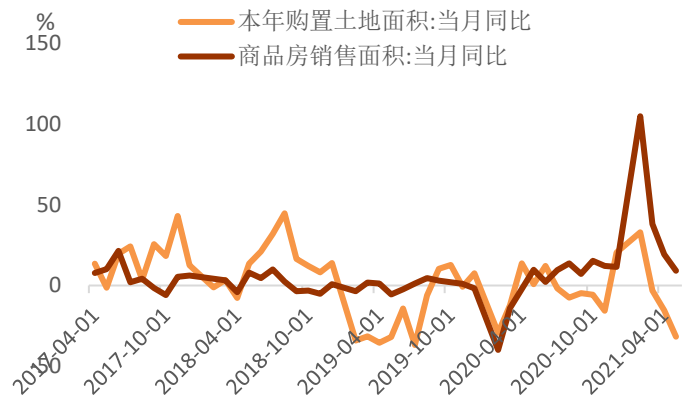


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 20 土地购置面积与商品房销售面积累计同比



图表 21 土地购置面积与商品房销售面积当月同比

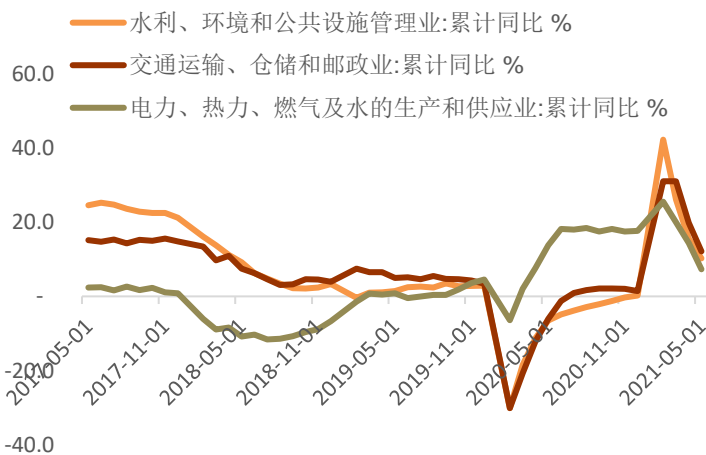


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

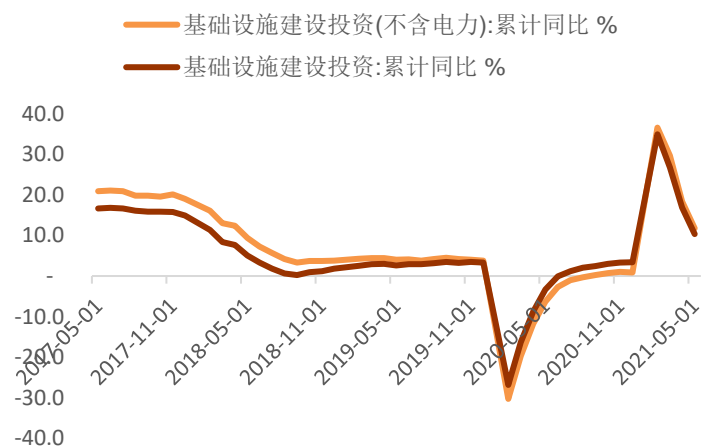
**基建投资维持稳定增速，支撑建筑用钢高需求。**1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）193917 亿元，同比增长 15.4%；比 2019 年 1-5 月份增长 8.5%，两年平均增长 4.2%。基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 11.8%。其中，水利管理业投资增长 15.4%；公共设施管理业投资增长 8.7%；道路运输业投资增长 10.6%；铁路运输业投资增长 7.1%。

从数据看，基建近两年的平均增速为 4.2%，低于房地产的平均增速。不过从建筑用钢的主要领域看，交通运输业、公共设施管理业维持了较好的增长态势，一季度增速均超过 20%，1-5 月增速略有下降，但建筑用钢的需求仍然保持相对稳定状态。

图表 22 固定资产投资三大分项累计同比增速



图表 23 固定资产投资完成额累计同比增速

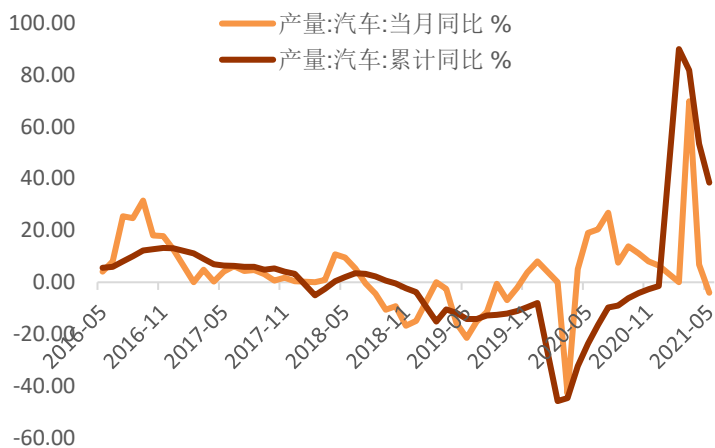


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

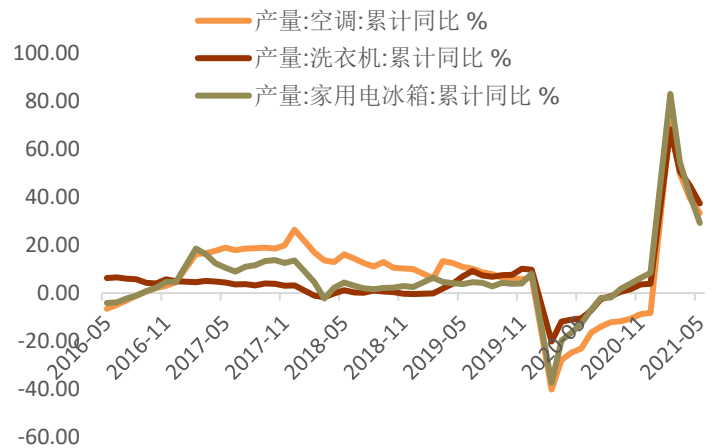
**汽车家电产量维持高速增长，板材需求较好。**下游汽车、家电领域维持高产销状态，板材消费稳定。1-5 月，汽车行业累计产量 1075.2 万辆，同比增长 38.4%，与 2019 年 1-5 月数据

相比，汽车产量同比增长 5.6%。2021 年 1-5 月，全国家用电冰箱产量 3711 万台，同比增长 29.2%；空调产量 10175 万台，同比增长 33.4%；家用洗衣机产量 3618.4 万台，同比增长 37.4%，家用电器分别较 2019 年同期增加 7.2%，4.4%和 17.7%。总体上看，汽车产量增速稳定，由于芯片供应问题，部分企业出现停产减产情况，对汽车产量有一定影响。家电市场旺季供货预期较好，预计在地产销售火热的情况下，下游需求继续维持较高水平，但短期增速都出现放缓的迹象。

图表 24 我国汽车产销量增速



图表 25 我国家电产量增速

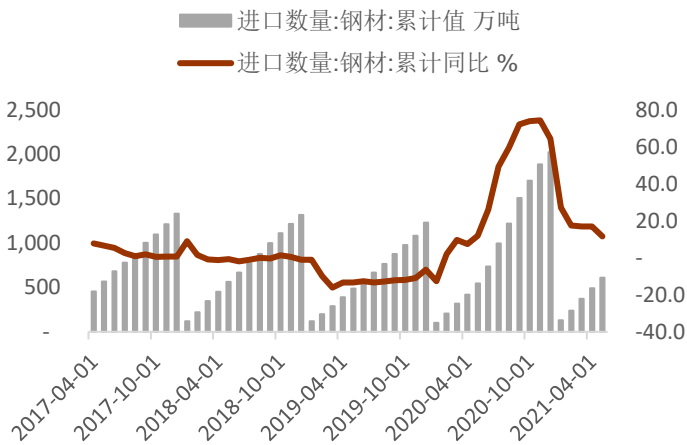


数据来源：Wind，铜冠金源期货

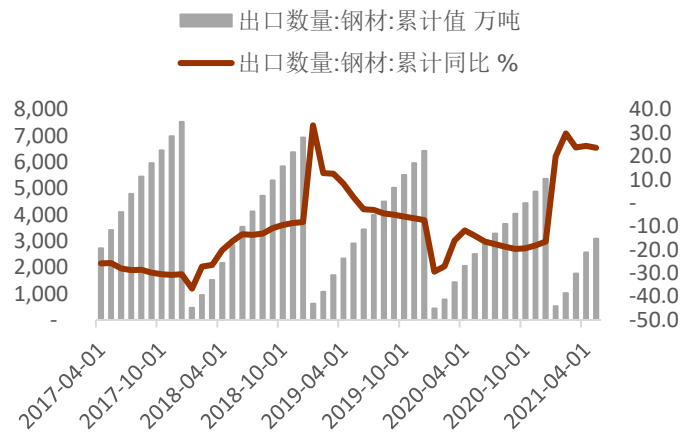
### 5、进出口分析：继续关注关税调整的影响

部分钢材进出口关税调整和取消出口退税政策已正式实施，5 月出口量略有减少，关注后期出口情况。总体上看，镀锌板卷不受影响，热轧、彩涂卷板影响较大，中厚板、棒材、线材、不锈钢影响较大，型材、焊管、无缝管有一定影响。2021 年 1-5 月钢材累计进口 610 万吨，同比增 11.6%，出口 3092 万吨，同比增 23.7%。6 月底公布的钢铁 PMI 出口订单指数来看，出口指数连续两个月环比回落，未来出口有减少可能。

图表 26 我国钢材进口增速



图表 27 我国钢材出口增速



数据来源：Wind，铜冠金源期货

### 三、行情展望

上半年，螺纹钢市场总体偏强走势，价格在 5 月突破 6000 元/吨高位后，受到宏观调控和需求减弱影响，投资气氛降温。在稳定价格环境下，钢铁产量依然维持偏高水平，钢材供给保持稳定，钢价下滑，铁矿石、焦炭等原料受需求支撑表现偏强，钢厂冶炼利润大幅走弱，从 5 月 1000 元/吨上方下降至负数，近日多家钢厂主动检修，叠加限产增加，钢铁产量下降，钢价企稳。

**供给端：**上半年螺纹钢产量维持较高增速，铁水日均产量 240.7 万吨，同比增加 4.7%，螺纹钢累计产量 8848 万吨，同比增加 8.4%。下半年，粗钢限产政策是供给端的重要干扰，钢材产量增速将有所下降，供给减少支撑钢价，预计强度弱于上半年。

**需求端：**重点关注季节性变化，以及房地产数据的表现。8 月前受降水和高温影响，需求较弱，9-11 月为传统旺季，需求回升，11-12 月冬季来临气温降低，需求下降。终端方面，由于地产政策总体偏紧，4-5 月地产数据不佳，下半年房地产有走弱的可能性。

展望下半年，供给端，粗钢限产政策是最大的变量，限产力度和范围直接影响钢材的产量和价格走势，需求端，终端房地产需求有走弱可能。如果 9-11 月需求回升与限产共振，钢价仍会有偏强表现。总体上，我们谨慎看空下游需求，看好供给缩减，预计钢价震荡走势为主，价格运行区间 4200-5700，策略上，建议波段思路为主。

风险点：环保限产及消费超预期

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）  
传真：021-68550055

### 上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号  
1803、2104B 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

### 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

### 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



### 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

### 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

## 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。