期货研究报告•年度视野

莫道今年春将尽，明年春色倍还人

——2021 年金属铜期货投资策略

广州期货研究所

黎俊

从业资格号：F3026388

投资咨询号：Z0014033

投资咨询业务资格 证监许可【2012】1497 号

期货研究报告·年度视野

莫道今年春将尽，明年春色倍还人
—2021 年铜产业链年报

沪铜期货

年报摘要：

从第二季度开始，我国经济逐步走出疫情阴霾，制造业 PMI 持续回暖，GDP 增速亦由负转正，这提振了铜的需求。展望明年，我国经济将持续恢复，而且中央政治局首次提出了“需求侧改革”的概念，明年内需和投资可能继续发力，这对铜价来说也是利好。

国际方面，境外疫苗研发取得积极进展，提振市场情绪。为提振经济，欧洲已经发起经济救助基金，市场流动性更加充裕。美国方面，大选接近尾声，拜登获得较多表述，当选下一任美国总统，为了抗击新冠疫情，同时为了提振美国经济，拜登政府有可能在上任初始发起经济刺激计划，届时市场流动性将更加充裕，利好铜价。

基本面，虽然铜精矿加工费偏低，硫酸价格的回暖已经进口的增加令精炼铜产量依然维持高位。由于我国从疫情中率先恢复，我国铜的需求明显反弹，终端行业的电线电缆、汽车、家电数据明显好转，库存被大量消耗，铜价也被拉涨。展望明年，随着汽车和家电下乡政策的推进，这两个行业的表现预计将继续向好。另外，“需求侧改革”概念的提出，有望进一步提振国内的需求，也利好铜价。

上半年逢低做多

黎俊
执业证书编号： F3026388
发布日期： 2020 年 12 月 15 日

市场表现：

沪铜

伦铜

目录

一、行情回顾.....1

二、基本面分析.....4

2.1 供应端：矿石供应充足，精炼铜月产量创历史第二高.....4

2.2 需求端：我国铜消费占全球半壁江山，抗疫得当助力铜消费明显复苏.....9

2.2.1 电力电缆.....11

2.2.2 传统汽车.....11

2.2.3 新能源汽车.....12

2.2.4 家电.....13

2.2.7 库存及跨期价差分析.....17

三、宏观面：我国经济走出疫情阴霾，各项指标明显反弹，提振铜价.....19

四、 国际铜基本面简析.....22

五、 国际抗疫进展及国际关简析.....23

六、后市展望.....24

图表目录

图表 1 沪铜主连走势.....1
图表 2 美元指数走势.....2
图表 3 伦铜走势.....2
图表 4 粗铜加工费(TC) 走势图.....4
图表 5 精铜加工费(RC) 走势图.....4
图表 6 精炼铜产量变化.....6
图表 7 硫酸价格走势.....6
图表 8 精废价差走势.....7
图表 9 全球铜消费占比.....9
图表 10 中国铜初级消费结构.....9
图表 11 中国铜终端消费结构.....10
图表 12 铜材产量季节走势图.....10
图表 13 汽车产量走势.....12
图表 14 汽车销量走势.....12
图表 15 新能源汽车产量.....13
图表 16 冰箱产量：当月.....14
图表 17 冰箱产量：累计.....14
图表 18 冰箱出口：当月.....15
图表 19 冰箱出口：累计.....15
图表 20 空调产量：当月.....16
图表 21 空调产量：累计.....16
图表 22 空调出口：累计.....17
图表 23 铜库存季节走势.....17
图表 24 铜期货合约跨期价差走势：连续收盘价-活跃收盘价.....18
图表 25 我国 GDP 季度同比增长走势.....19
图表 26 我国官方制造业 PMI 走势.....19
图表 27 我国工业增加值同比增速走势.....20
图表 28 我国进出口贸易差额.....20
图表 29 LME 铜库存季节走势图.....22
图表 30 WBMS 铜供需统计.....22
图表 31 沪铜主连走势展望.....25
图表 32 伦铜走势展望.....25

莫道今年春将尽，明年春色倍还人

一、行情回顾

图表 1 沪铜主连走势

数据来源：文华财经

2020 年沪铜先抑后扬，年初，新冠疫情肆虐，沪铜第一季度萎靡不振，随着时间的推移，我国疫情防控措施逐步取得效果，经济逐步恢复元气，铜价走势跟随我国经济形势稳步回暖，进入 8 月，沪铜开始长达 3 各月的震荡期，主要因为美国大选带来的宏观不确定性。在 11 月初，美国大选告一段落，拜登以较高票数当选，不确定性下降，市场风险偏好上升，铜价走出震荡区间，快速上行。从全年来看，沪铜主连开盘价 49120 元/吨，2020 年 12 月 11 日收于 57790 元/吨，年涨 8640 元/吨，或 17.58%。波动范围在 35300~59210 ,成交量增加 808.2 万手至 2552.1 万手 ,持仓量减少 18464 手至 10.1 万手。

图表 2 美元指数走势

数据来源：文华财经

美元方面，本年美元指数先扬后抑，年初，美国诸多宏观数据回暖，令美元指数走强。从第二季度开始，新冠疫情开始在美国蔓延，美国经济收到严重影响，令美元指数持续走弱。2020 年，美元指数开盘价 96.490，12 月 11 日收于 90.956，年跌 5.526 或 5.73%，波动范围：90.471~102.990。

图表 3 伦铜走势

数据来源：文华财经

伦铜方面，与沪铜类似，今年伦铜走势亦先扬后抑，1-2 月，欧洲铜市为消费淡季，伦铜阴跌，随后，新冠疫情在我国爆发，3 月开始在欧洲蔓延，伦铜迎来年内至暗时刻，跌至年内低点 4371 美元/吨。触及谷底后，随着欧洲央行向市场投放流动性，以及我国经济稳步复苏，全球铜需求开始回暖，伦铜逐步回暖。从全年来看，伦铜开盘价 6188.5

美元/吨，12 月 11 日收于 7768.5 美元/吨，年涨 1599.5 美元或 25.93%，波动范围：4371~7973。成交量增加 25.7 万手至 402.8 万手，持仓量增加 1884 手至 32.1 万手。

二、基本面分析

2.1 供应端：矿石供应充足，精炼铜月产量创历史第二高

图表 4 粗铜加工费(TC) 走势图

数据来源：Wind,广州期货

图表 5 精铜加工费(RC) 走势图

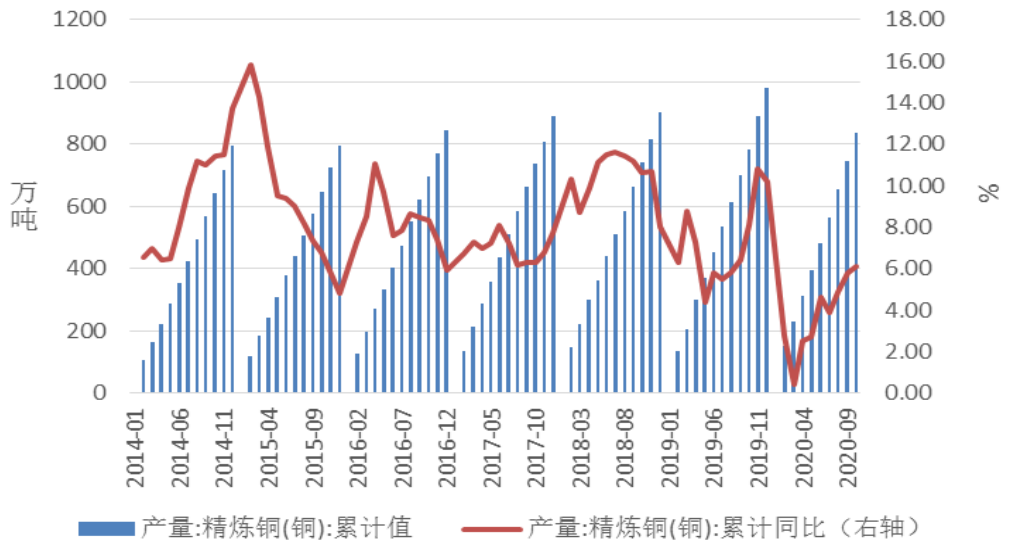
数据来源：Wind,广州期货

从 2020 年伊始，无论是 TC 还是 RC 均出现回落，TC 从年内高点 72.5 美元/干吨持续下降至年底的 48.5 美元/干吨;RC 则是从第一季度的年内高点 7.25 美分/磅下跌至 4.85 美分/磅，铜矿加工费持续下跌，很大原因是因为今年第一季度爆发的新冠疫情。一般来说，铜精矿加工费与铜价呈现负相关关系，即当铜精矿加工费下跌时，铜价有望走强。因此，从表面上来看，今年铜价的回暖，很大程度上与铜精矿加工费下跌有一定的关系。但是从产量来看，1-9 月，我国铜精矿累计产量为 1223694 吨，高于去年同期的 1196059 吨，铜精矿累计产量高于去年同期，反映出了我国疫情在第二季度控制得当，诸多实体企业包括矿山的开工率已经有了明显的回升。因此，加工费的持续下降并未有真正反映出我国铜精矿供应的真实情况。

从进口情况来看，1-10 月，我国铜精矿累计进口为 169.04 万吨，去年同期进口量为 191.44 万吨，铜精矿进口量低于去年同期，反映出境外矿山受疫情的影响更加严重，因此发往中国的货少了，这是造成我国今年铜精矿供应偏紧的主要原因。

值得注意的是，钴和铜是伴生矿，现在新能源汽车的发展受到许多国家的重视，钴的需求向好，因此未来铜精矿山的开采意愿也会增加。

图表 6 精炼铜产量变化



数据来源：Wind,广州期货

精铜方面，10 月份我国精炼铜产量为 91.4 万吨，同比增长 5.4%，1-10 月份我国精炼铜累计产量为 836.2 万吨，同比增长 6.1%。在上半年疫情影响如此严重的情况下，我国精炼铜累计产量依然超过了去年，表明我国的电解铜供应实际上是充足的。

精炼铜产量高于去年，还有其他的因素，其中一个因素是硫酸价格。

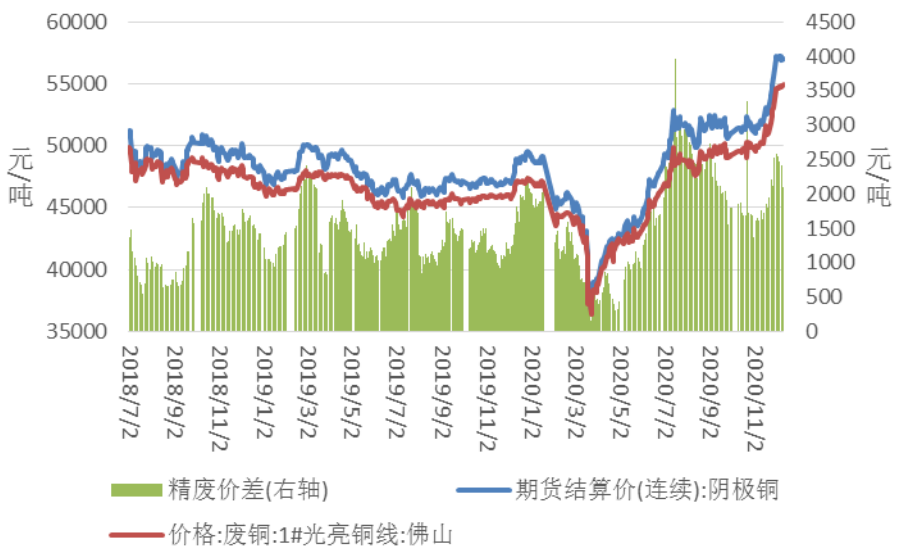
图表 7 硫酸价格走势

数据来源：Wind,广州期货

在生产精炼铜时，同时也会有硫酸生成，硫酸是精炼铜的副产品，如果副产品价格可观，即使精炼铜不好卖，冶炼厂也会继续生产，因为硫酸的利润可以在一定程度上弥补精炼铜带来的亏损。在 2 月初开市时，铜价急速下跌，硫酸价格维持稳定，均价在 150 元/吨附近，炼厂的生产情绪尚在。然而，随着疫情的逐步严重，全国各地均采取严格的交通管控措施，这导致炼厂生产的硫酸无法运输出去，而硫酸又是危险品，产量过多时，存放就存在一定的风险，因此，在今年第一季度，诸多地方出现硫酸涨库的现象，迫使精炼铜冶炼厂停工生产。

这样一来，在第一季度，精炼铜产量出现了同比下降，但是在第二季度，随着我国经济逐步从疫情的阴霾中恢复，精炼铜的产量也随之逐步增长，并呈现增速加快的趋势。硫酸价格也稳步回升，截至 11 月 30 日，全国硫酸均价为 291.7 元/吨，处于年内高位。硫酸价格回暖，也让铜冶炼厂的盈利水平提升。

图表 8 精废价差走势



数据来源：Wind,广州期货

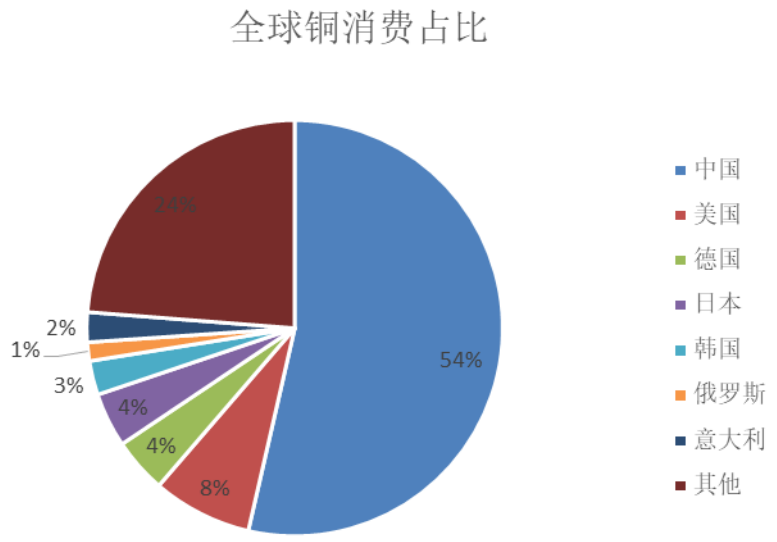
废铜方面，今年第一季度，精废价差水平较小，低于 1000 元/吨，主要受疫情影响，精炼铜以及废铜生产企业开工均不顺畅，然而，随着时间的推移，企业开工逐步恢复正常，精废价差也随之拉开，截至 11 月底，精废价差再度扩大到今年第二季度时的水平，2200

元/吨左右，表明废铜较精炼铜价格存在比较明显的优势。但值得注意的是，我国废铜主要是来源于进口，在 18 年限废令开始执行后，废铜进口量就开始明显降低。

10 月份，我国废铜进口 67145.72 吨，1-10 月我国废铜累计进口 773796.41 吨，明显低于去年 1-10 月份的 1322634.93 吨。这也充分体现了限废令政策的效果。22020 年 10 月 19 日.国家印发关于规范再生黄铜原料、再生铜原料和再生铸造铝合金原料进口管理有关事项的公告，该公告内容显示，2020 年 11 月 1 日再生铜原料符合规格可自由进口。该政策的颁布相当于放开了一部分的废铜进口，但是和以前 相比，废铜进口的量预计不会有明显的增加，未来废铜的供应会主要来自于国内。

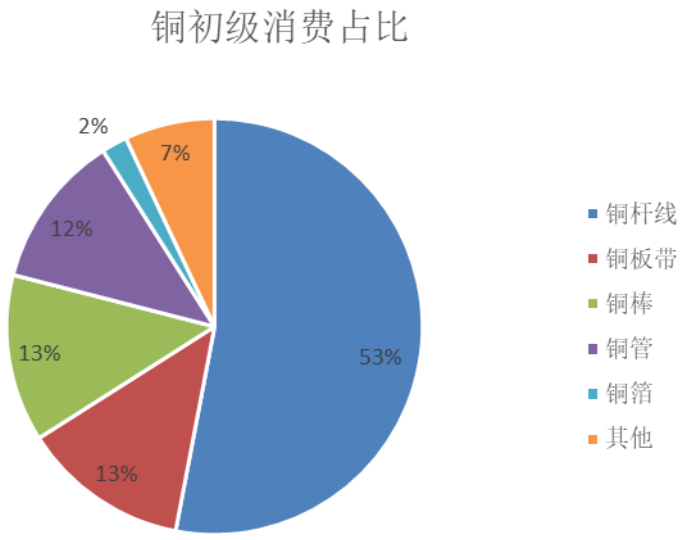
2.2 需求端：我国铜消费占全球半壁江山，抗疫得当助力铜消费明显复苏

图表 9 全球铜消费占比



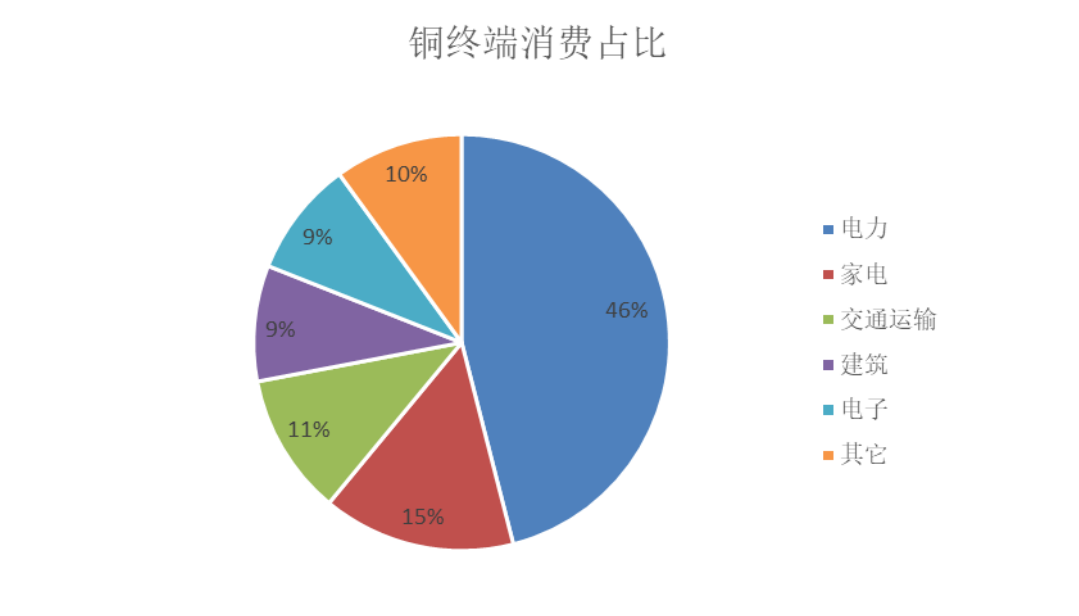
数据来源：Wind,广州期货

图表 10 中国铜初级消费结构



数据来源：Wind,广州期货

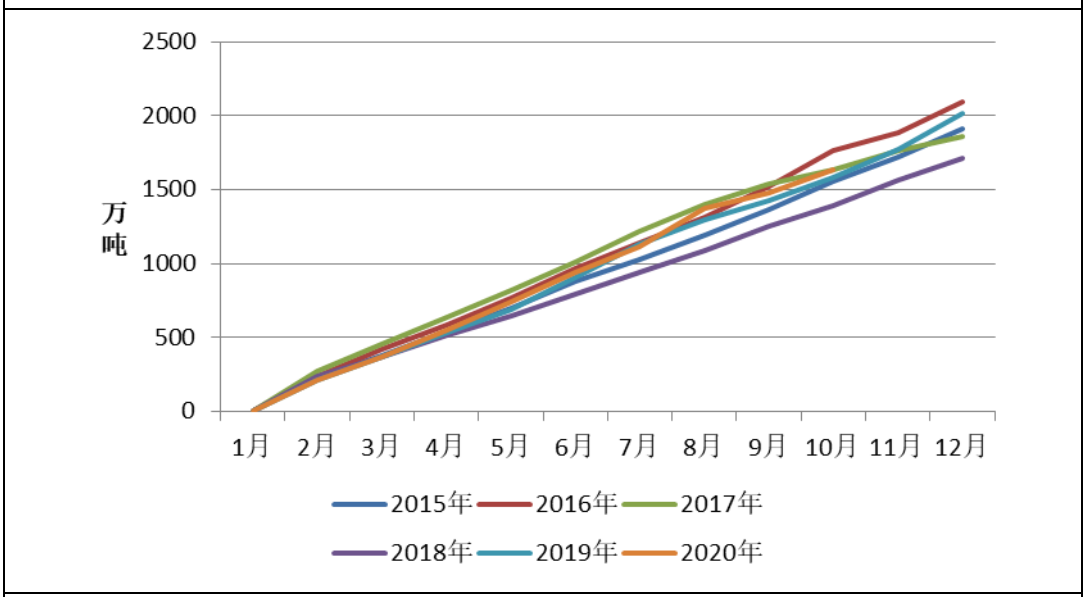
图表 11 中国铜终端消费结构



数据来源：Wind,广州期货

中国的铜消费占比超过全球的一半，因此，铜的消费看中国。从初级消费结构来看，铜杆占大头，占比超过 50%。产量方面，1-10 月份铜材产量 1633.8 万吨，同比增长 5.6%，去年同期铜材累计产量为 1586.10 万吨，今年铜杆产量好于去年，主要因为终端消费如电线电缆、汽车、家电行业等的迅速回暖，提振了铜的需求。

图表 12 铜材产量季节走势图



数据来源：Wind,广州期货

2.2.1 电力电缆

电力消费占铜终端消费的大头。从终端消费来看，电力电缆行业今年出现明显的回暖。9 月份，电力电缆产量为 5156352.9 千米，同比增长 14.61%，创下年内最高增速，亦比去年同期增速高 11.7 个百分点，纵观 2020 年全年，电线电缆当月产量除了 3 月份受疫情明显影响同比减少 19.16%意外，其余月份均实现正增长，出了 8 月份同比增长为 6.63%之外，其余的月份均实现双位数增长，同比增速如此之高，也体现了国家为抗击疫情而采取的扩张性的财政 政策。1-9 月，我国电线电缆累计产量 37236659.94 千米，同比增长 2.13%。

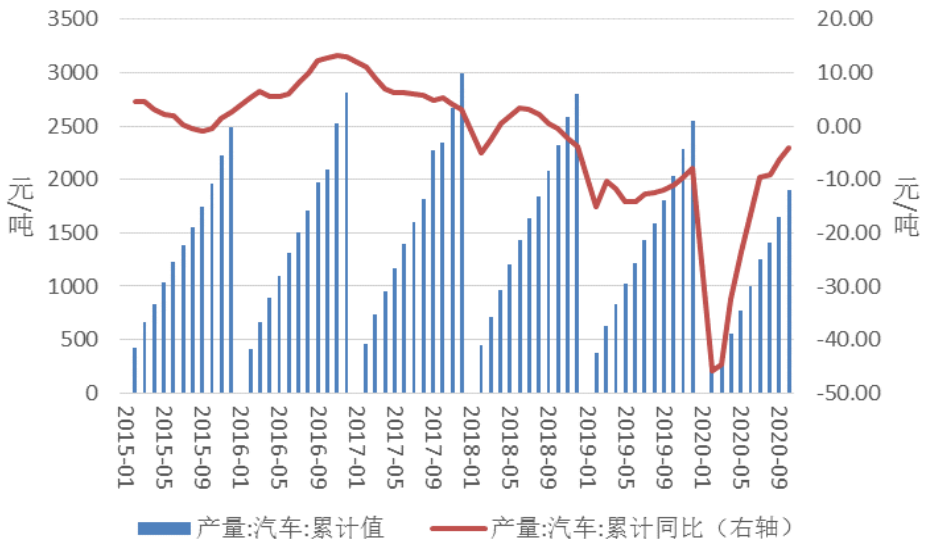
明年是“十四五”开局之年，而且我国经济尚未从疫情中完全恢复，另外为建设交通强国，诸多大型基建项目将陆续上马，因此，预计铜材的需求不会差。

2.2.2 传统汽车

汽车方面，从今年第二季度开始，汽车市场明显回暖，自五月份开始，汽车市场无论是产量，还是销量，都实现了双位数的增长。10 月份，我国汽车产量为 248 万辆，同比增长 11.1%，我国汽车销量 257.3 万辆，同比增长 12.49%。1-12 月份我国汽车累计产量 1897.9 万辆，同比下降 4.1%，同比降幅比 1-9 月缩窄 2 个百分点；我国汽车累计销量 1969.9 万辆，同比下降 4.7%，同比降幅比 1-9 月份缩窄 2.2 个百分点。第一季度汽车市场受疫情影响较大，我国亦出台了相应的扶植政策，而随着抗疫取得积极进展，交通管制逐步放开，居民出行更加便利，购车的需求便被释放出来。年底是车市的消费旺季，预计车市将继续向好，进而提振铜的需求。

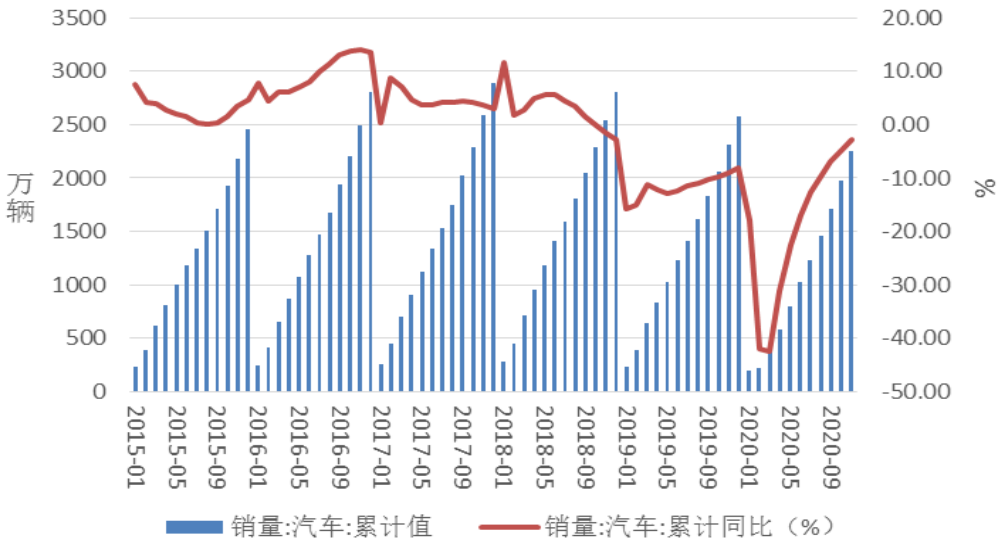
明年汽车市场表现依然向好。11 月 26 日，商务部在北京召开消费升级行动计划推进现场会会议强调，明年是“十四五”规划开局之年，要努力创造消费存进工作新局面。稳定和扩大汽车消费。这将利好铜价。

图表 13 汽车产量走势



数据来源:Wind

图表 14 汽车销量走势



数据来源：Wind

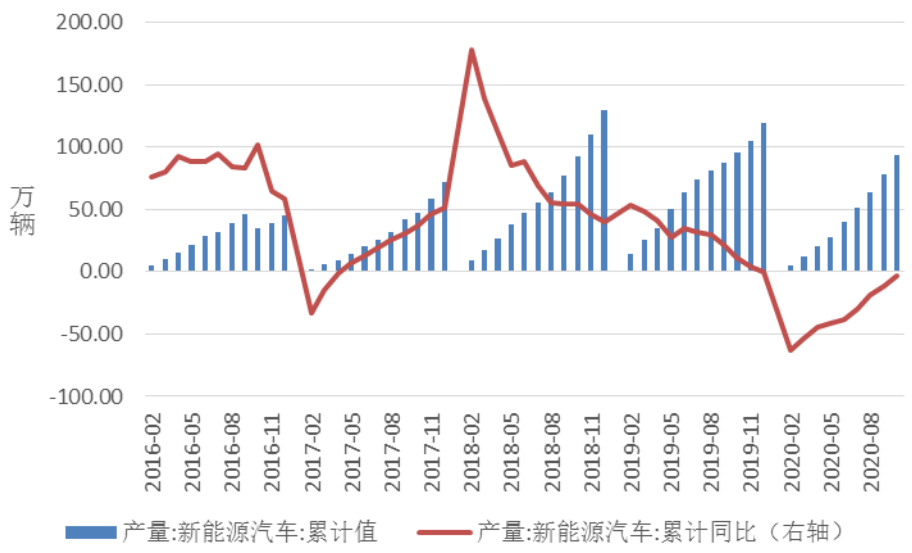
2.2.3 新能源汽车

另外，新能源汽车用铜量比铜更大，因此，新能源汽车市场表现好的话，对铜的需求也有提振。

随着国家以及各地区对新能源汽车的大力支持，例如财政部 2021 年共安排新能源汽车补贴 375.8529 亿元，相当于 2020 年补贴总额的 3.34 倍，新能源汽车行业持续回暖。

虽据数据显示，1-10 月，新能源汽车产销 91.4 万辆和 90.1 万辆，同比分别下降 9.2%和 7.1%，较去年仍是负增长。但 SMM 认为，从车企排产计划来看，预计 11、12 月产销量会持续环比上涨，一是为完成全年指标开始抢装行为，二是终端消费市场需求持续升高，新能源汽车影响力也逐步扩大，预计全年产量可超 120 万辆，同比去年增长 5%。

图表 15 新能源汽车产量

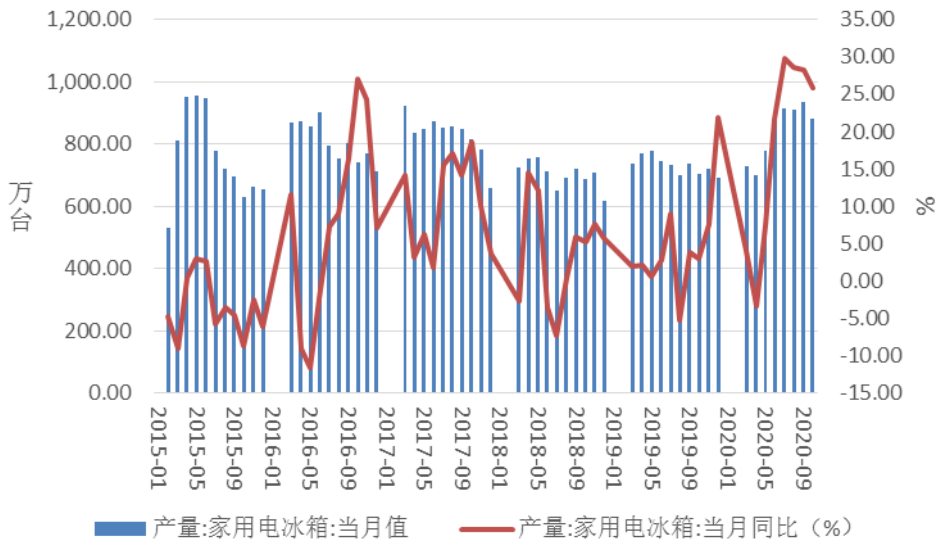


数据来源：Wind

2.2.4 家电

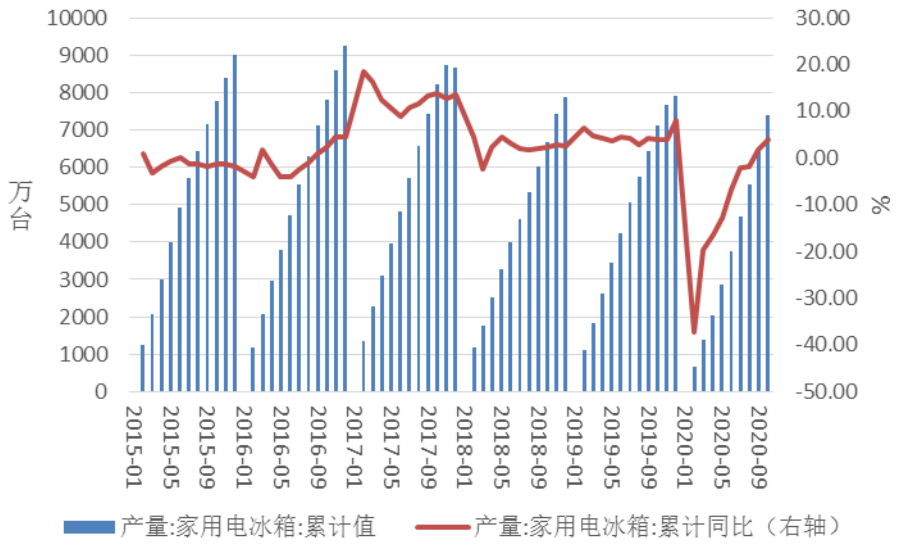
家电方面，铜主要用在空调和洗衣机的制冷铜管上，因此，空调和冰箱的销量提高将有利于铜的需求。而从数据来看，今年家电市场的表现也是可圈可点。冰箱方面，2020 年 10 月份，我国冰箱产量为 879.6 万台，同比增长 25.80%，连续 5 个月同比增速超过 20%。1-10 月份我国冰箱累计产量为 7381.7 万台，同比增长 4%，同比增速比去年同期提高 0.2 个百分点。除此之外，冰箱出口的表现也恢复迅速。10 月份，我国冰箱出口 647 万台，同比增长 36.7%，同比增速连续 5 个月在双位数以上，1-10 月，冰箱累计出口量达到 5601 万太，同比增长 28.3%，同比增速连续 4 个月在双位数以上，同比增速比去年同期提高 21.3 个百分点。

图表 16 冰箱产量：当月



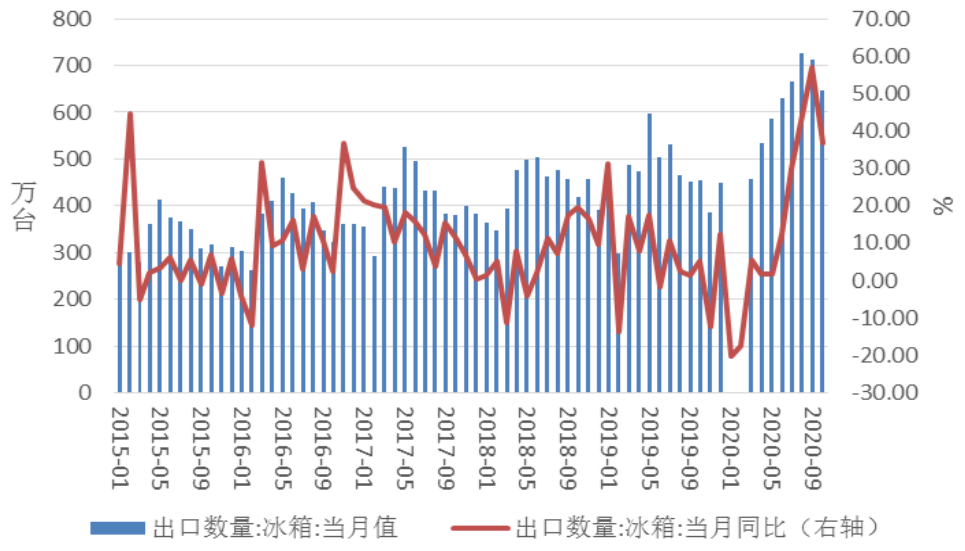
数据来源：Wind

图表 17 冰箱产量：累计



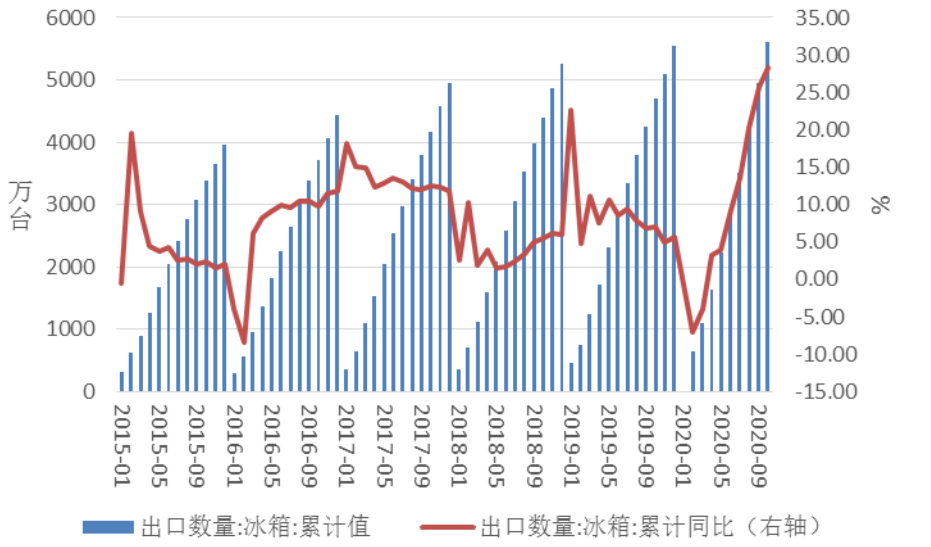
数据来源：Wind

图表 18 冰箱出口：当月



数据来源：Wind

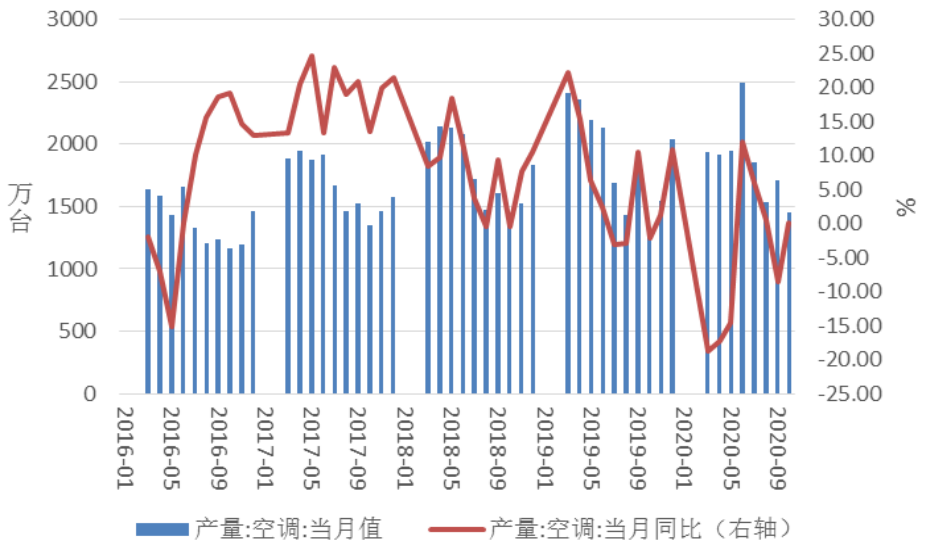
图表 19 冰箱出口：累计



数据来源：Wind

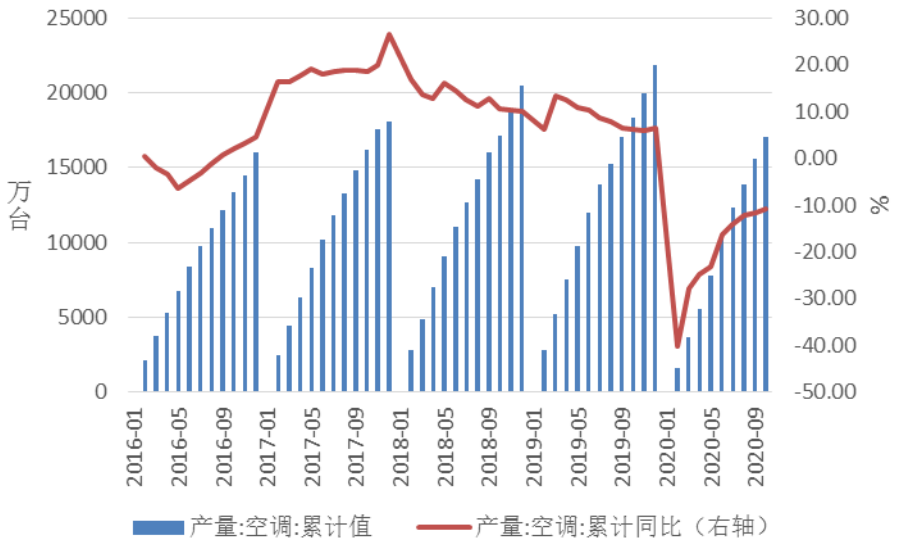
空调方面，10 月，空调产量为 1448.9 万台，同比增长 0.20%，1-10 月我国空调累计产量为 17046.6 万台，同比下降 10.7%，降幅比 1-9 月缩窄 1 个百分点，从图中我们可以看出，空调累计产量的同比降幅是在逐月缩窄的，表明空调市场在持续回暖。从出口方面来看，1-10 月我国空调累计出口量达到 4153 万台，同比增加 12.8%，同比增速比去年同期提高了 16.7 个百分点。

图表 20 空调产量：当月



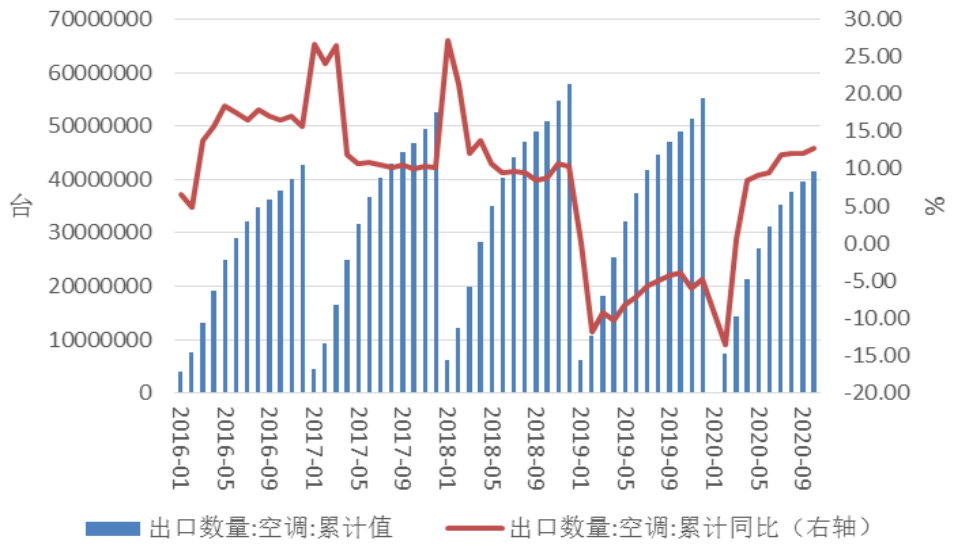
数据来源：Wind

图表 21 空调产量：累计



数据来源：Wind

图表 22 空调出口：累计

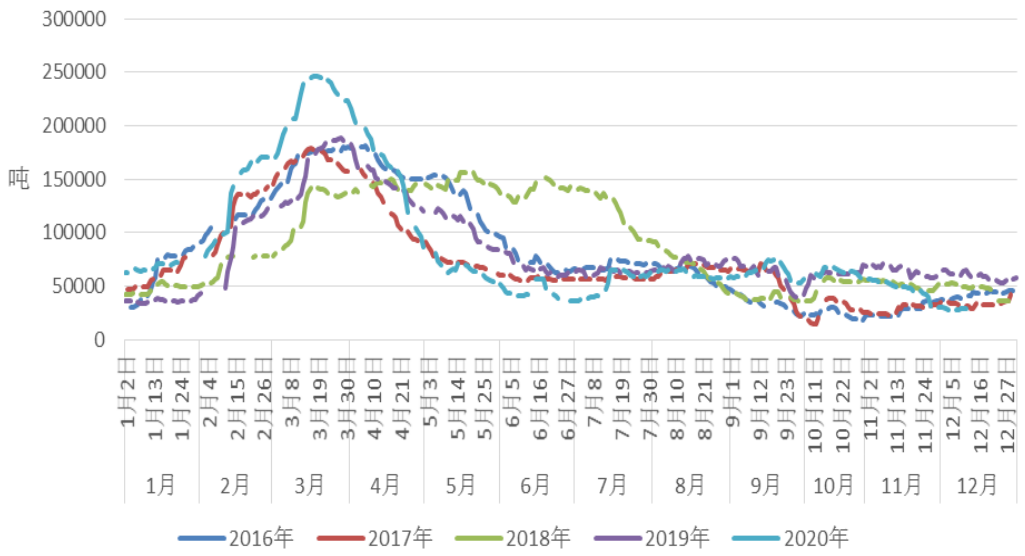


数据来源：Wind

综合来看，冰箱和空调的持续回暖也提振了铜的需求。由于境外疫情蔓延有所放缓，境外主要经济体元气有所恢复，令我国家电出口明显回暖。

2.2.7 库存及跨期价差分析

图表 23 铜库存季节走势

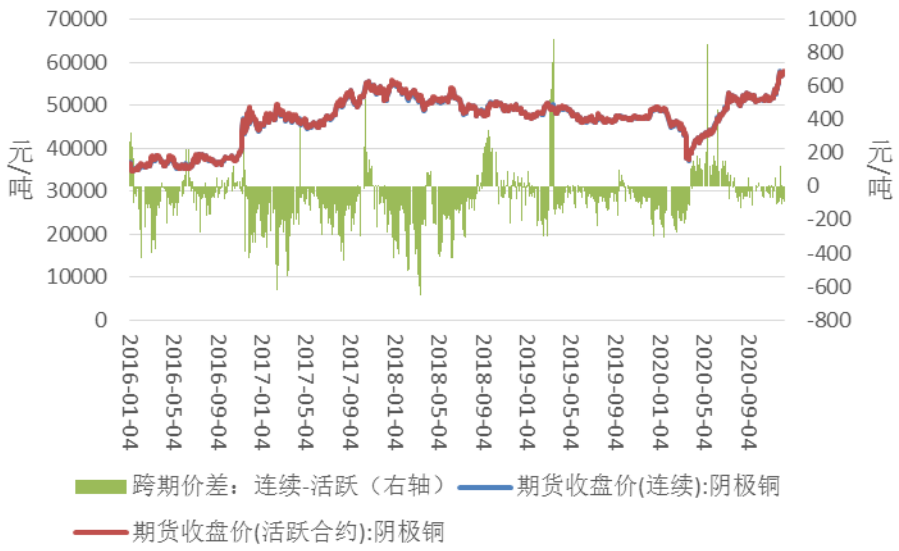


数据来源：Wind

库存方面，截至 12 月 11 日，上期所铜库存为 29498 吨，目前处于 5 年同期的最低位。

从图中可以看出，沪铜库存的变化规律比较明显，在第一、第二季度类库，然后在第三、第四季度去库。从图中亦不难发现，在今年第一季度，铜库存一度触及 25 万吨的近 5 年同期高位，这体现出了疫情对我国铜消费产生了非常负面的影响，然而，从 4 月份开始，铜库存便开始稳步下降，铜价也渐渐止跌回升，这背后，均是我国疫情控制得当带来的积极效果。

图表 24 铜期货合约跨期价差走势：连续收盘价-活跃收盘价

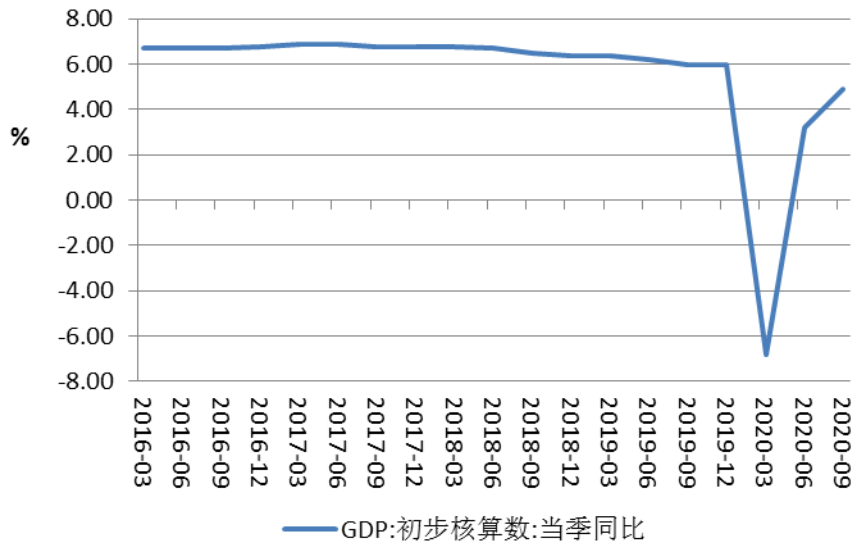


数据来源：Wind

从跨期价差来看，今年沪铜的跨期价差变化相对稳定，仅仅是在第一季度近月合约出现小幅升水，其余大部分时间保持贴水，跨期价差稳定，则表明供应并不紧张。结合精炼铜产量，终端行业，如电线电缆、汽车、家电行业的表现可以得出如下结论：今年铜价的上涨是由于需求端的回暖带动的，即需求端表现好于供给，令铜价走强。

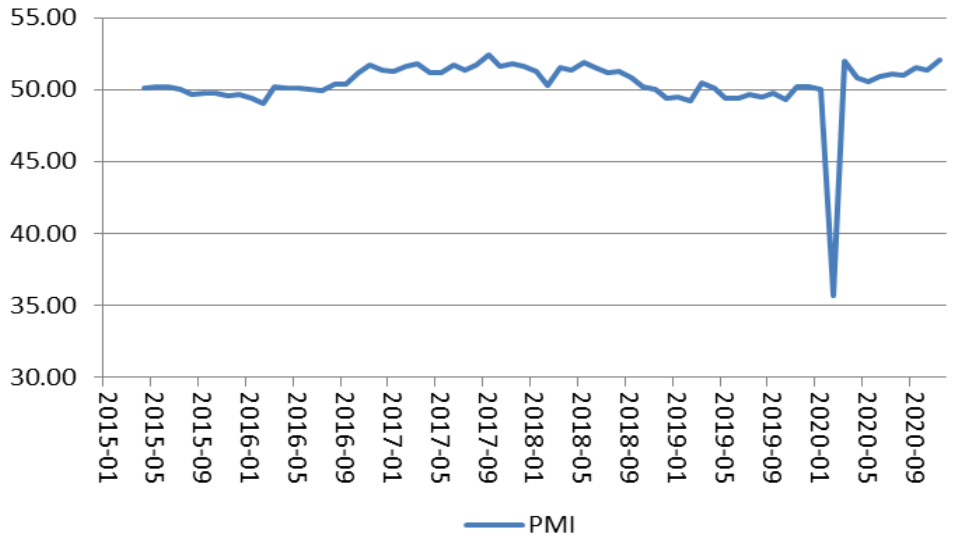
三、宏观面：我国经济走出疫情阴霾，各项指标明显反弹，提振铜价

图表 25 我国 GDP 季度同比增长走势



数据来源：Wind

图表 26 我国官方制造业 PMI 走势

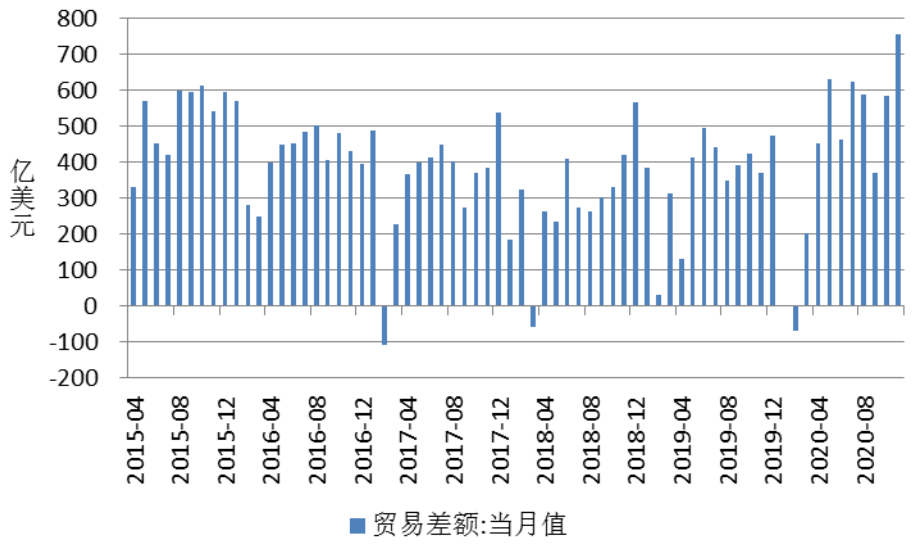


数据来源：Wind

图表 27 我国工业增加值同比增速走势

数据来源：Wind

图表 28 我国进出口贸易差额



数据来源：Wind

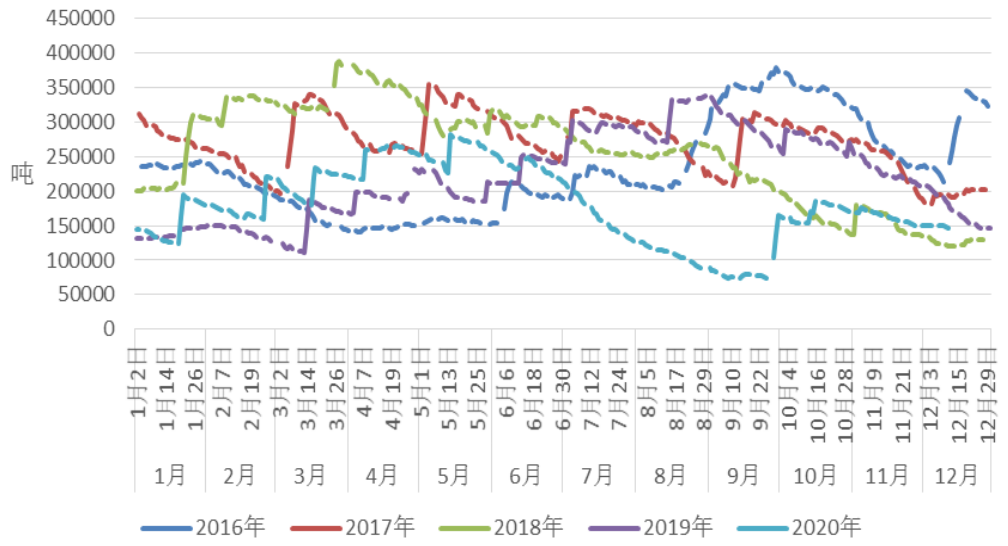
宏观方面，由于我过疫情控制得当，令我国经济迅速走出新冠疫情阴霾。GDP 明显反弹，第三季度同比增速达到 4.9%。官方制造业 PMI 仅仅经历了 3 月份的低迷变反弹，11 月份更是创下了 52.10 的年内新高，连续 9 各月为与荣枯线上。服务业方面，11 月我国服务业 PMI 为 56.4，连续 11 个月位于荣枯线向上，表明服务业亦迅速地从疫情中恢复了过来。工业增加值方面，1-10 月工业增加值累计同比增长 1.8%，比 1-9 月份增速提高 1.6 个百分点。进出口方面，我国 10 月份贸易顺差为 584.43 亿美元，为年内次高。诸多宏观

数据表明，我国经济复苏明显，未来值得期待。

在刚刚结束的政治局会议中， 出现了一个新的提法，即需求侧改革，我们认为，在经历疫情之后，国内的需求潜能还有释放的空间，因此，为了更好地服务国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，国内的需求点有望进一步增加，比如新基建、新能源汽车等，铜价有望从中受益。

四、 国际铜基本面简析

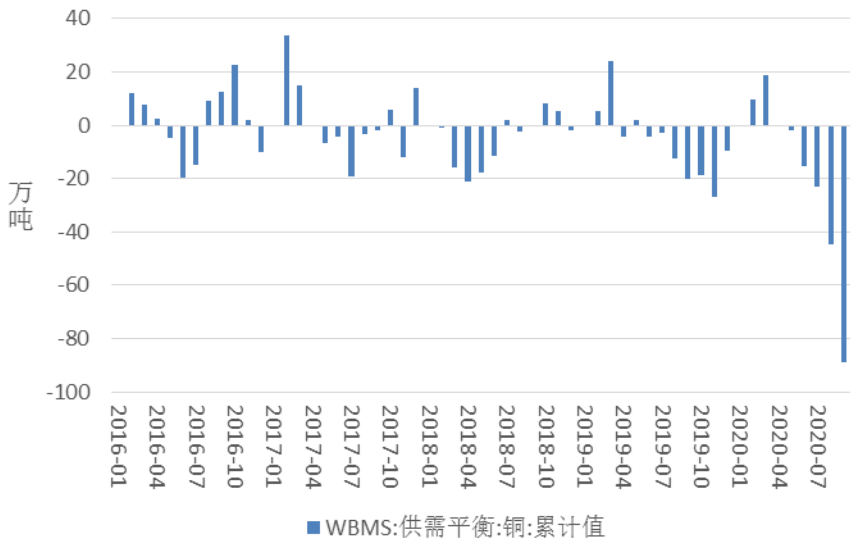
图表 29 LME 铜库存季节走势图



数据来源：Wind

截至 12 月 11 日，LME 铜库存为 146325 吨，从图中可以看出，这个库存水平处于近 5 年来的次低位，这也反映出境外需求有所恢复。

图表 30 WBMS 铜供需统计



数据来源：Wind

根据世界金属统计局的数据，2020 年 9 月全球铜供应缺口达到了 88.7 万吨，为近 4 年的最大缺口。其中 9 月份中国铜消费量达到了 130.8 万吨，全球铜消费为 209.8 万吨，

可见中国的铜消费占据了世界的半壁江山。而去年同期，中国的铜消费为 106.6 万吨。中国率先从疫情中恢复，铜需求得到扩大，而境外矿山受疫情影响，期间工人罢工事件又时有发生，开工并不能顺利，因此全球铜供应缺口被拉大。因此，可以得出这样一个结论，全球铜的消费看中国，其他地区的宏观经济政策对铜价有影响。

五、 国际抗疫进展及国际关简析

我国经济率先复苏，固然利好铜价，境外主要经济体的好转，也对铜价期待了提振的作用。

欧洲、美国、日本的防疫措施均不谨慎，导致新冠疫情严重蔓延，极大地影响了这些发达国家的实体经济，为提振实体经济，这些主要的发达经济体先后颁布了经济刺激计划，这样市场的流动性明显增多，而沪铜是所有金融属性中最强，当有流动性释放时，沪铜便会跟涨。12 月 8 日，欧洲就救济基金方案达成一致，将会有 7500 亿美元投入到扶持企业的发展中，这将利好铜价。

美国方面，美国大选接近尾声，拜登获得较多票数，将当选新一任美国总统。与现任总统特朗普不同，拜登对于新冠疫情更加重视。预计他上台后，为了对抗新冠疫情，将会要求美国货国会通过经济刺激计划，届时市场流动性又将变得充足，铜价将再度受到利好。在对华关系上，拜登相对于特朗普更加温和，中美关系有可能降温，但必须清楚地意识到，其中还是会出现意想不到的插曲，因此，拜登上台对中美关系的影响如何，还有待观察。

疫苗方面，虽然经历了曲折，但是目前境外疫苗研发取得了积极成果，摩德纳，阿斯利康的疫苗均取得良好表现，英国、美国政府已经开始安排接种工作，全球经济复苏进程有有望加快，对于铜价来说，这又是一个利好因素。

六、后市展望

综上所述，我国经济率先从疫情中复苏，铜的需求得到提振，令铜库存明显下降。展望明年，我国经济将进一步复苏，而且需求侧改革的概念的提出，利好我国的整体需求，双循环格局将得到更好的体现，预计铜价也将获得积极影响。从终端行业来看，传统汽车市场以及新能源汽车市场将因为汽车下乡政策持续向好，地产行业的回暖，也将带动白色家电的消费继续恢复，这些行业回暖，将带动电线电缆的生产，总体来看，明年铜的需求不会太差。国际方面，新冠疫苗研发取得重要进展，各国已经开始陆续接种，全球经济复苏的步伐有望加快。另外，美国大选接近尾声，拜登当选总统，他上台后，为了抗击疫情，挽救美国经济，可能出台一系列的经济刺激计划，届时市场流动性再度增加，货币持续宽松，美元短期可能继续维持低位，这对于铜价来说，也是一个提振的因素。

技术上看，沪铜主连周 K 线已经突破了扇形的上沿，上方依然存在想象空间，预计明年上半年沪铜主连将继续维持强势，短期关注 60000 一线压力，若突破，则上看前高 76950。

伦铜方面，周 K 线突破了震荡区间，上方同样存在想象空间，但由于境外疫情控制效果不佳，明年伦铜的上涨可能并不顺畅，在市场氛围的提振下，伦铜上冲至前高 1 万美金也不是没有可能。

图表 31 沪铜主连走势展望

数据来源：文华财经

图表 32 伦铜走势展望

数据来源：文华财经

研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的分析师，具有齐全的期货投询、金属能化农林产业研究、宏观研究、衍生品及专一品种等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观点的一致顺延。

我们将积极依托越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式

金融研究
020-22139858

农产品研究
020-22139813

金属研究
020-22139817

能源化工
020-23382623

地址：广东省广州市南沙区海滨路 171 号南沙金融大厦第 8 层自编 803A　　邮编：510000

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。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品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。