

# 硅锰宽幅区间，多硅铁空硅锰长线持有

## 合金2021年中期投资策略

招商期货研究所  
黑色金属组  
杨依纯

2021年7月

# 目录

- 1 回顾：年间中轴上移，年内节奏反复
- 2 供给：能耗将为区域供给刚性，短线释放有待弹性补充
- 3 需求：下半年粗钢压减程度为合金供需格局决定因素
- 4 估值：成本支撑坚实，上沿看能耗，下沿看粗钢

- 中长期：我们认为今年合金由于成本支撑价格底部明确，反之顶部由政策力度测试决定。前期走势已明示逻辑上供给端内蒙单一产区双控限产与下游粗钢总量控制负增长之间的矛盾将限制上顶，且通过供给弹性补充以套保盘涌入方式带来阶段性回调，价格于宽幅震荡区间难以形成突破，故基本维持右侧等待成本支撑一线布局长线多单、结合左侧回调买入、逢高估值兑现利润的短线操作。
- 短期：盘面在现实与预期定价中来回博弈，当前碳中和仅唐山和内蒙示范区双控限产无法解决供给弹性矛盾，内蒙双控常态及广西限电之下硅锰现实基本面并不差，但是预期多空交织，粗钢产量若达负增要求仍有5%的减产预期，同时宁夏一季度能耗超标点名要求加强力度，两者释放及落地时间有望带来错配机会。
- 该轮大幅回调并非合金自身驱动，而是受宏观情绪及国内调控影响下的黑色系集体杀估值，硅锰已落入低估值区间，在宁夏双控难以证伪且继续发酵时具有中长期配置价值，建议在黑色情绪释放完毕后逢低介入多单。
- 风险提示：下游减产再度加码、内蒙双控力度减弱、宁夏政策久未落地

# 1. 行情回顾：锰硅宽幅区间、硅铁及双硅价差强势突破

锰硅主连：



硅铁主连：



硅铁-锰硅：



- 年间：价格中枢上移，由于产业高耗能及产区超能耗双重特性，碳中和主题下的能耗双控利好双硅，锰硅和硅铁中枢较去年分别实现600、2000的上移至7300、7700。
- 相较锰硅的宽幅区间震荡，硅铁上沿连续有效突破，硅铁-锰硅价差延续去年二季度以来的上扬态势，中轴上移1400且屡创新高，硅铁较锰硅便宜的历史不可复制。

- 年内：虽长线具备碳中和利好，但短线产区能耗双控释放时间不一，底部成本支撑明确、上方价格由政策测试决定，政策盘演绎难逃预期与现实的交替交易，即买预期卖兑现。一季度集中交易内蒙能耗双控，盘面呈“M”型宽幅区间震荡，锰硅区间6700-7950、中枢7325，硅铁6550-8400、中枢7450；二季度在内蒙常态化基础之上叠加了宁夏，盘面区间再上台阶，锰硅区间7000-8000、中枢7500，硅铁7500-8800、中枢8150；其中，硅铁-锰硅价差一季度于-240-550区间震荡，二季度趋势上扬破千元大关。

# 目录

- 1 回顾：年间中轴上移，年内节奏反复
- 2 供给：能耗将为区域供给刚性，短线释放有待弹性补充
- 3 需求：下半年粗钢压减程度为合金供需格局决定因素
- 4 估值：成本支撑坚实，上沿看能耗，下沿看粗钢



2.1 政策导向：碳中和中长期利好，主产区能耗矛盾为供给天花板

- 国家层面：“2030碳达峰，2060碳中和”长线利好。“十四五”规划将单位生产总值能耗-13.5%写入约束性指标。且设立首年能耗强度-3%的目标，总量若以2030年60亿吨标煤为限，年均增幅控制在1.89%以内，参考历史水平强度需增至2018年及以前降幅、总量需降至2015-2016年增速，明确按下减碳的加速键。
- 地方层面：各地陆续出台2021年度能耗双控目标任务及重点工作安排文件确保完成年度目标任务。合金主产区因高耗能产业布局能耗矛盾尤为突出，区域能耗限制将成为年内甚至长期合金供给天花板。

铁合金主产区能耗双控相关政策文件——CMF

| 地区            | 内蒙   | 宁夏   | 广西  |
|---------------|--|--|---|
| 文件            | 《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》的通知                                   | 关于印发《2021年度能源消费总量和强度双控目标任务及重点工作安排》的通知  | 《关于坚决遏制高耗能高排放项目盲目建设的通知》   |
| 发文单位          | 内蒙发改委、工信厅、能源局  | 宁夏发改委  | 广西发改委   |
| 发文时间          | 2021/3/9   | 2021/4/15  | 2021/4/6  |
| 能耗双控目标        | 2021年单位GDP能耗-3%<br>能耗增量控制在500万吨标煤左右（增速在1.9%左右）<br>单位工业增加值能耗-4%以上 | 2021年单位GDP能耗-3.3%<br>能耗增量控制在260万吨标煤以内  | 十四五能耗强度-13.5%<br>能源消费增量1170万吨标煤<br>(年均强度-2.86%，总量增234万吨标煤)  |
| 坚持和完善能耗双控制度   | 严格节能审查约束   | 严格执行包括铁合金在内的高耗能项目产能等量或减量置换；坚决遏制两高一上新高耗能项目必须符合国家产业政策能效达到国内先进水平；开展两高项目排查，对不符的提出分类处置意见。 | 切实加强规划与能耗双控衔接   |
|               | 全面实施用能预算管理   | 综合运用环保、能耗、安全、质量等法规标准，持续淘汰低端低效设备；加大奖补力度，鼓励铁合金等行业低端低效产能主动退出。                           | 严控两高项目新增产能，确有必要建设的，能耗指标要实行等量或减量置换，能效达到国内先进水平  |
|               | 落实重点用能单位节能主体责任   | 强化重点用能单位节能管理   | 严禁违法违规新上两高项目建设  |
|               | 控制高耗能行业产能规模  | 加强分析预警   | 未按实施办法规定进行节能审查或未通过的固资项目，责令停止建设或生产使用，并限期改造   |
|               | 提高产业准入标准   | 健全完善能耗双控制度   | 对于项目主要产品能效水平低于本行业能耗限额准入要求的，要立即停工整改  |
| 加快推动高耗能行业结构调整 | 加快淘汰化解落后和过剩产能  | 加强固定资产投资项目管理   | 对于项目主要产品能效水平低于本行业能耗限额准入要求的，要立即停工整改  |
|               | 加快重点高耗能行业节能技术改造步伐  | 完善价格财税政策   | 严格执行阶梯电价、落实差别电价和惩罚性电价政策。对铁合金在内的八个行业限制类和淘汰类企业或装置实施差别电价，对单位产品能耗超限额的企业实行惩罚电价。  |
|               | 引导能耗要素合理流动   | 实施绿色电价政策   | 调整部分行业电价政策和电力市场交易政策<br>自备电厂缴纳政策性交叉补贴（蒙西0.01、蒙东0.02）<br>对铁合金在内的八个行业实行差别电价，2021年限制类+0.1（22、23年在现行水平+30%、+50%）<br>限制类企业或装置用电停止参与电力市场交易 |
| 强化能力建设        | 强化监测预警和应急调控  | 落实能耗双控监测预警和会商调度机制，实行月度监测、季度预警  |   |

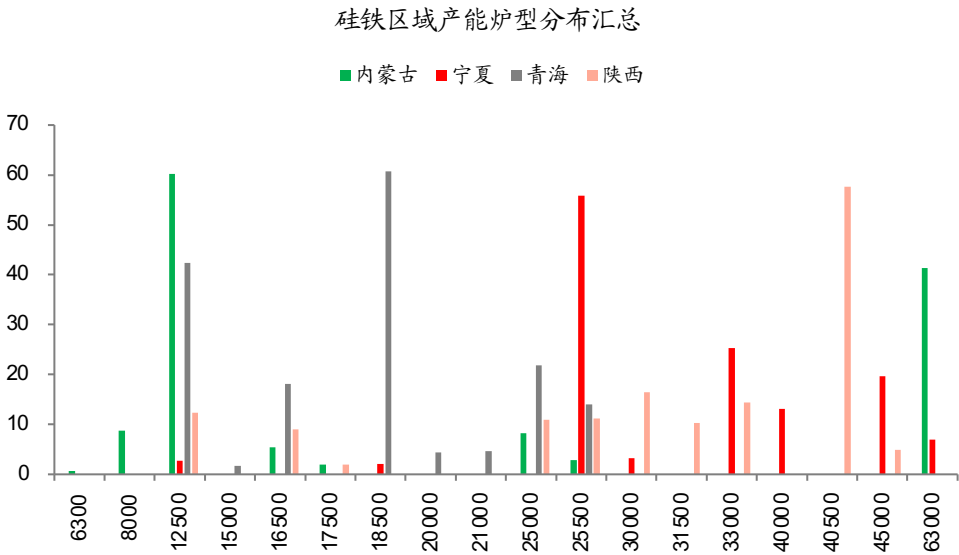
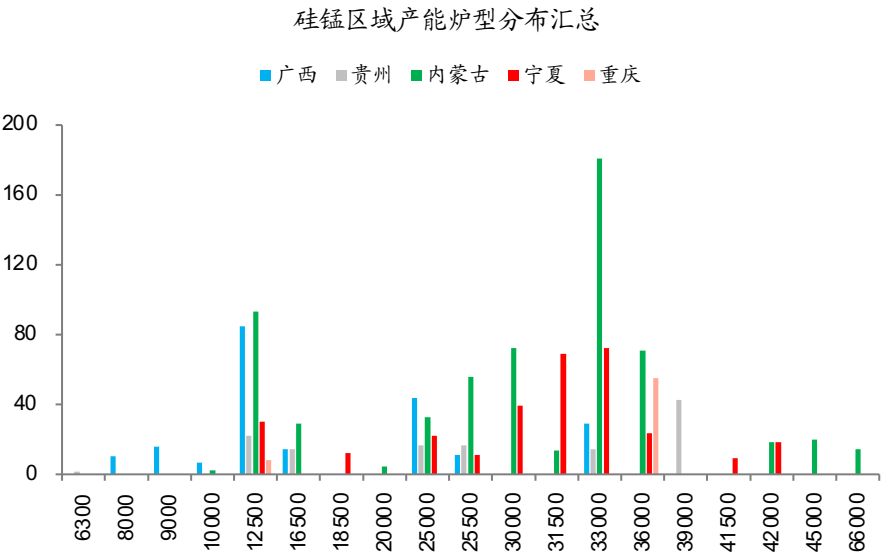
颜色备注：  
橙色：宁蒙共有  
绿色：宁蒙桂共有  
蓝色：内蒙特有

黄橙红逐级递增

2.2 产业层面：能耗双控倒逼高耗能产业升级加速

- 碳中和作用于合金路径有三：一为高耗能优惠取消及差别电价下的成本抬升、二为产区能耗双控限制下的产能淘汰及错峰限产、三为钢企节能减排及粗钢总量调控对合金需求的影响。对合金自身来说，无论差别电价、产能淘汰抑或错峰限产，均为碳中和国策下为完成能耗双控目标倒逼产业升级加速的手段。
- 产业升级方向有政策可依，2019年本产业结构调整指导目录中对普通矿热电炉分级为：淘汰类——6300千伏安及以下炉型，限制类——2×2.5万千伏安以下炉型，另有中西部贫困区保护倾斜为限制类<2×1.25万千伏安。大口径粗略统计2.5万千伏安以下炉型产能硅铁240万吨占比约30%、硅锰480万吨占比约22%，硅铁整体炉型落后于硅锰但存在区域差异性。

| 合金区域产能限制类分布汇总 |     |      |           |     |         |      |      |           |     |         |
|---------------|-----|------|-----------|-----|---------|------|------|-----------|-----|---------|
| 硅铁            |     |      |           |     |         | 硅锰   |      |           |     |         |
| 区域            | 产能  | 区域占比 | 两万五以下炉型产能 | 占比  | 两万五炉型产能 | 产能   | 区域占比 | 两万五以下炉型产能 | 占比  | 两万五炉型产能 |
| 内蒙古           | 243 | 32%  | 77        | 32% | 8       | 711  | 32%  | 129       | 18% | 33      |
| 宁夏            | 163 | 21%  | 5         | 3%  | 0       | 459  | 21%  | 42        | 9%  | 22      |
| 青海            | 153 | 20%  | 132       | 86% | 22      |      |      |           |     |         |
| 陕西            | 137 | 18%  | 23        | 17% | 11      |      |      |           |     |         |
| 广西            |     |      |           |     |         | 405  | 18%  | 132       | 33% | 44      |
| 贵州            |     |      |           |     |         | 186  | 8%   | 38        | 20% | 16      |
| 其他            | 66  | 9%   | 3         | 5%  | 5       | 432  | 20%  | 138       | 32% | 60      |
| 总计            | 762 | 100% | 240       | 31% | 46      | 2193 | 100% | 479       | 22% | 175     |



资料来源:招商期货研究所

## 2.3 电价：高耗能优惠取消+差别电价

- 首先电价方面，包括蒙西、青海、广西在内的高耗能优惠电价取消，叠加销售电价下调之后对应仅广西高耗能有0.0545元/千瓦时提涨，其余微降或持平。
- 内蒙及宁夏能耗双控重点工作中均包含差别电价内容，目前仅内蒙落地，具体为两万五及以下限制类炉型2021年电费+0.1元/千瓦时，对应硅锰及硅铁成本分别抬升400、800元/吨，后两年分别+30%、50%，宁夏将分批实施、广西有跟进预期。

合金主产区工商业两部制销售电价变化汇总

|    | 35-110千伏安以下           |        |                         | 110-220千伏安            |        |                         | 备注                     |
|----|-----------------------|--------|-------------------------|-----------------------|--------|-------------------------|------------------------|
|    | 2020年                 | 2021年  | 2021-2020年              | 2020年                 | 2021年  | 2021-2020年              |                        |
| 蒙西 | 0.4328<br>(高耗能0.3898) | 0.3878 | -0.0450<br>(高耗能-0.002)  | 0.4208<br>(高耗能0.3778) | 0.3758 | -0.0450<br>(高耗能-0.002)  | 取消高耗能优惠                |
| 宁夏 | 0.4110                | 0.3799 | -0.0311                 | 0.3910                | 0.3649 | -0.0261                 | 峰谷电价较平段上下浮动35%左右       |
| 青海 | 0.3572<br>(高耗能0.3498) | 0.3482 | -0.0090<br>(高耗能-0.0016) | 0.3472<br>(高耗能0.3398) | 0.3382 | -0.0090<br>(高耗能-0.0016) | 峰谷电价较平段上下浮动60%，取消高耗能优惠 |
| 陕西 | 0.5302                | 0.4872 | -0.0430                 | 0.5102                | 0.4672 | -0.0430                 | 峰谷电价较平段上下浮动57%         |
| 广西 | 0.6011<br>(高耗能0.5441) | 0.6011 | 0<br>(高耗能+0.057)        | 0.5761<br>(高耗能0.5216) | 0.5761 | 0<br>(高耗能+0.0545)       | 取消高耗能优惠                |
| 贵州 | 0.5217                | 0.5217 | 0                       | 0.4872                | 0.4872 | 0                       | 无变化                    |

内蒙差别电价政策

|          | 电网   |      | 自备电厂 |      |
|----------|------|------|------|------|
|          | 限制类  | 淘汰类  | 蒙西   | 蒙东   |
| 2021年电价+ | 0.1  | 0.3  | 0.01 | 0.02 |
| 硅锰成本+    | 400  | 1200 | 40   | 80   |
| 硅铁成本+    | 800  | 2400 | 80   | 160  |
| 2022年电价+ | 0.13 | 0.39 |      |      |
| 硅锰成本+    | 520  | 1560 |      |      |
| 硅铁成本+    | 1040 | 3120 |      |      |
| 2023年电价+ | 0.15 | 0.45 |      |      |
| 硅锰成本+    | 600  | 1800 |      |      |
| 硅铁成本+    | 1200 | 3600 |      |      |



## 2.4 产能：内蒙限制类加码，今年至少按25%进度淘汰

- 其次产能方面，以加快高耗能行业结构调整为导向，从控制产能规模、提高准入标准、加快淘汰化解落后和过剩产能三个路径入手，具体措施为：新建产能在达到行业先进能效水平的基础上还需满足当地能耗指标（其中宁桂实行等量或减量置换，内蒙不再审批新建产能，确有必要的实行1:1.25减量置换），内蒙区域加码限制类别提升至两万五及以下矿热电炉，并要求2022年底前全部退出且进度至少按40%、60%完成。
- 经内蒙工信厅甄别通报，内蒙限制类合金产能硅锰57万吨、硅铁130万吨，其中在产占比约八成，分别占2020年内蒙产量的11%、53%，全国总产量的4%、19%。推演一若全部按1.25:1置换，则需净减产能硅锰9万吨、硅铁21万吨，分占1%及4%（淘汰类和2020年连续停产1年以上的企业排除在外）；推演二若以停产产能优先及2021年至少40%的进度要求，实际在产产能淘汰进度为25%、75%，估算今年淘汰硅锰11万吨、硅铁26万吨，分别占比1%、5%，明年为三倍量级。

| 内蒙限制类产能汇总及淘汰推演          |       |      |            |           |        |      |            |           |
|-------------------------|-------|------|------------|-----------|--------|------|------------|-----------|
|                         | 硅锰    | 占比   | 占2020年内蒙产量 | 占2020年总产量 | 硅铁     | 占比   | 占2020年内蒙产量 | 占2020年总产量 |
| 限制类及以下产能                | 57.41 | 100% | 14%        | 6%        | 130.37 | 100% | 66%        | 24%       |
| 其中：在产                   | 45.39 | 79%  | 11%        | 4%        | 104.60 | 80%  | 53%        | 19%       |
| 在产：自备电厂                 | -     | 0%   |            |           | 79.00  | 61%  | 40%        | 15%       |
| 停产                      | 12.02 | 21%  |            |           | 25.77  | 20%  |            |           |
| 推演一：按1.25:1产能置换（停产产能除外） |       |      |            |           |        |      |            |           |
| 限制类及以下产能                | 11.48 | 100% | 3%         | 1%        | 26.07  | 100% | 13%        | 5%        |
| 其中：在产                   | 9.08  | 79%  | 2%         | 1%        | 20.92  | 80%  | 11%        | 4%        |
| 在产：自备电厂                 | -     | 0%   |            |           | 15.80  | 61%  | 8%         | 3%        |
| 推演二：产能淘汰进程（停产产能优先）      |       |      |            |           |        |      |            |           |
| 2021年（40%）              | 10.94 | 19%  | 3%         | 1%        | 26.38  | 20%  | 13%        | 5%        |
| 2022年（60%）              | 34.45 | 60%  | 8%         | 3%        | 78.22  | 60%  | 40%        | 15%       |

2.5 限产：有效解决能耗矛盾，双控目标倒推分级错峰限产措施

最后限产方面，目前仅内蒙有明确产能淘汰政策且时限截止2022年，对于今年在产产能与能耗超标的矛盾来说，最直接的解决方式即错峰限产，国网限电为执行手段。内蒙和宁夏通过能耗双控目标倒推分级错峰限产措施，分别从1月及6月开始执行。具体分级标准不尽相同，内蒙主要依据装备能效，以限制类停产及全密闭改造为优先；宁夏石嘴山主要依据企业能耗超目标进度，以十三五能评不达标项目停产优先；宁夏中卫主要依据行业能耗增速，对包括合金在内的增速最快行业全体限产。

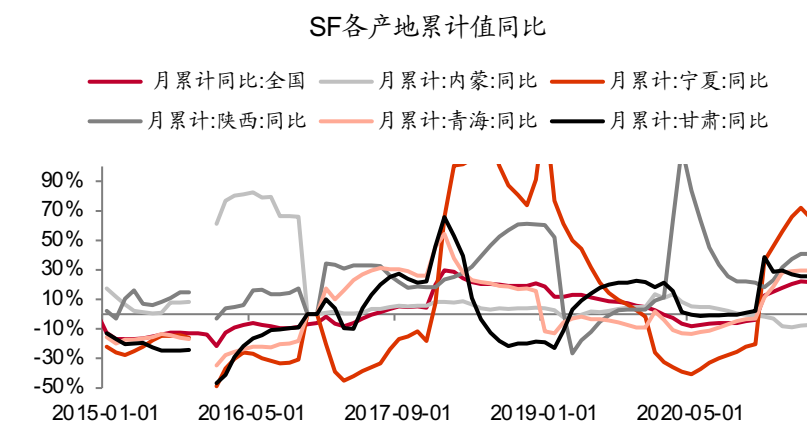
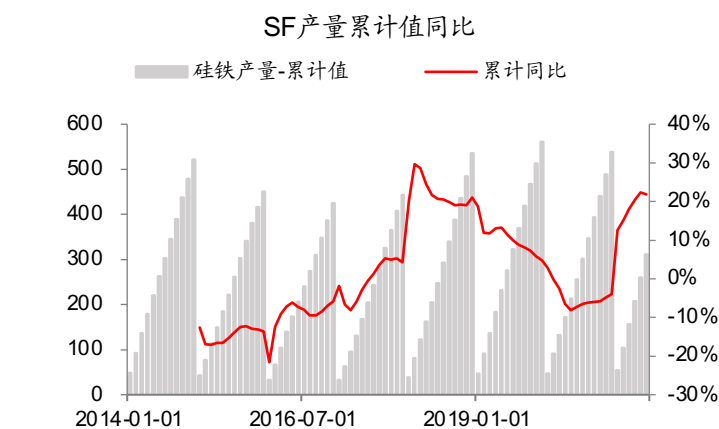
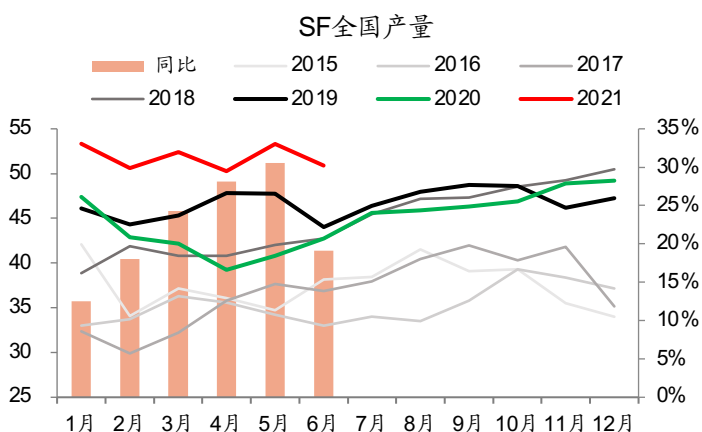
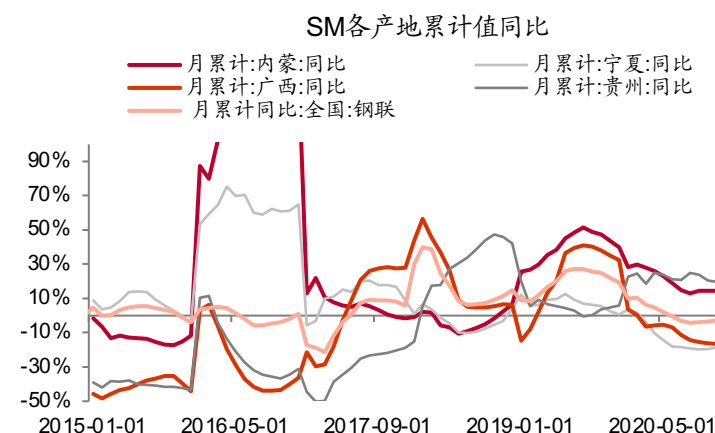
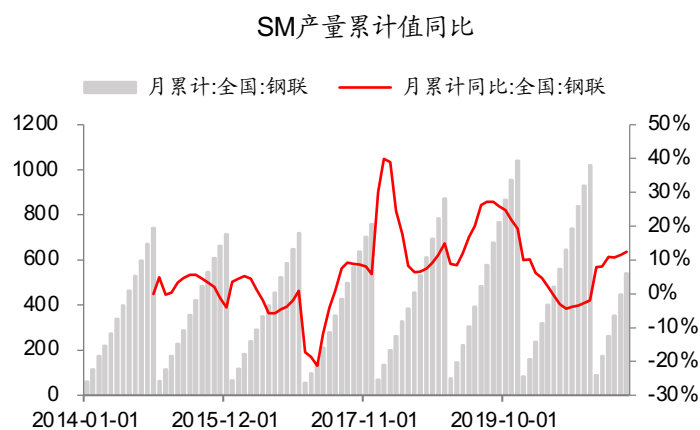
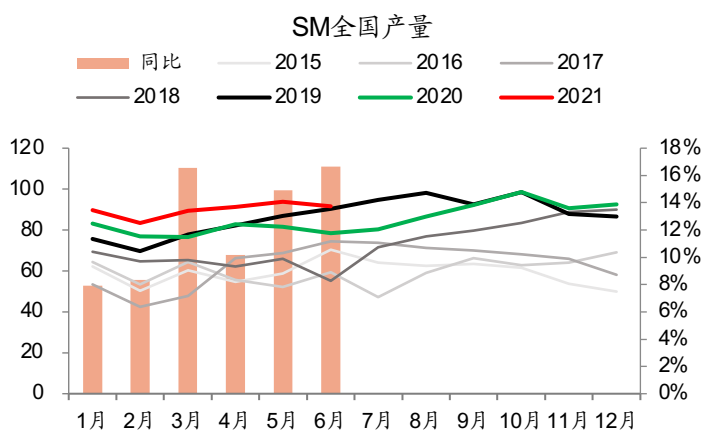
| 地区   | 行政级别 | 日期        | 文件                            | 发文单位            | 能耗双控目标                      |   | 国家限制类两万五及以下                                    | 两万五-三万                                    | 三万及以上全密闭                         |
|------|------|-----------|-------------------------------|-----------------|-----------------------------|---|--|---|----------------------------------|
| 乌兰察布 | 2    | 2021/1/8  | 关于加强能耗双控工作推动高耗能产业高质量发展的函      | 乌兰察布工信局         | 全市单位GDP能耗下降3.2%             | 能源消增量控制在44万吨标准煤以内                           | 取消用电负荷   | 半密闭按2020年12月份实际用电量-47%预算管理，全密闭同12月        | 按2020年12月份实际用电量下达用电指标            |
|      |      | 2021/5/17 | 关于下达2021年5-6月高耗能企业预算用电量的函     |                 | 上半年用电预算合计213万千瓦时，月均35.5万千瓦时 | D类压减全部用电负荷                                  | B类压减48%用电负荷，有半密闭炉型的企业按C类压减60%用电负荷              | A类压减12%用电负荷                               |                                  |
| 察右前旗 | 3    | 2021/1/12 | 察右前旗重点用能工业企业能耗“双控”工作方案        | 察右前旗政府          | 全旗单位GDP能耗下降3.4%             | 能耗总量只减不增                                    | 按2020年12月实际用电量-50%（为尽快消化库存原料单台不限）              | 按2020年12月实际用电量-50%（两台限一，单台不限）             | 按2020年12月实际用电量-35%，其中未实现综合利用-50% |
|      |      | 2021/3/5  | 察右前旗关于进一步加强重点用能企业能耗“双控”工作的通知  | 察右前旗能耗双控领导小组工作室 |                             |   |  |   |                                  |
| 丰镇   | 3    | 2021/1/23 | 关于报送丰镇市能耗“双控”工作方案的函           | 丰镇市人民政府         | 单位GDP能耗下降3.4%               | 能耗总量只减不增                                    | 全部限电停产   | 半密闭完成双控指标并尽快完成升级改造+每户企业只允许一台生产（2月底未完成即停产） | 全密闭完成双控指标+目前限产20%                |
| 包头   | 2    | 2021/3/12 | 关于印发《包头市能耗双控（一季度）红色预警响应措施》的通知 | 包头市能耗双控应急指挥部办公室 | 全年目标：全市单位GDP能耗下降3.2%        | 全年目标：能源消增量控制在95万吨标准煤以内，能耗总量增速控制在1.94%以内     | 触发红色预警：依法依规对34户铁合金企业全面停产、关停自备电厂部分机组、对限制类企业实行限产 |   |                                  |
|      |      |           |                               |                 | 一季度目标：全市单位GDP能耗下降3.2%       | 一季度目标：能源消增量控制在23.75万吨标准煤以内，能耗总量增速控制在1.94%以内 |  |   |                                  |
|      |      | 2021/5/12 | 关于对我市部分高耗能企业实行合理用电管理的函        | 包头市工信局          |                             |   | 继续执行停电措施                                       |   |                                  |

| 地区   | 行政级别 | 日期        | 文件  | 发文单位           | 能耗双控目标                | 时间                                       | 实施能耗精准管控  | 加快低端落后产能退出  | 严格投资项目节能审查                                  |
|------|------|-----------|---|----------------|-----------------------|--|-----------|---|---|
| 石嘴山市 | 2    | 2021/4/15 | 关于印发《2021年度能源消费总量和强度双控目标任务及重点工作安排》的通知     | 宁夏发改委          | 单位工业增加值能耗-4%          | 能耗增量55万吨标煤                               |           |   |   |
|      | 2    | 2021/6/2  | 关于分解下达2021年工业行业能耗双控及重点用能工业企业能耗总量控制目标任务的通知 | 石嘴山市工信局        | 单位工业增加值能耗-4.5%        | 能耗增量50万吨标煤，规上工业企业总量1585万吨标煤以内（约3.25%的增速） | 6月起       | 能耗超目标进度10%约谈警告；10-20%的限产和错峰生产；20%以上的停产整治  |   |
|      | 2    | 2021/6/4  | 关于对部分重点用能企业开展错峰限产及停产停建整改的通知               | 石嘴山市节能减排工作领导小组 | 前4月强度+7.1%            | 前4月能耗619万吨标煤，+27.7%                      | 6/7-12/31 | 1-4月能耗超目标进度10%以下的错峰整改；10-20%的错峰限产；20%以上的错峰停产；50%以上的重点错峰停产；超全年目标的立即错峰停产  | 限制类逐步退出，对全市限制类的2.5万千瓦安以下铁合金矿热炉摸底排查，分批实行差别电价 |
| 平罗县  | 3    | 2021/6/2  | 关于分解下达2021年工业行业能耗双控及重点用能工业企业能耗总量控制目标任务的通知 | 石嘴山市工信局        | 单位工业增加值能耗-5.5%        | 规上工业企业能耗增量19万吨标煤，总量764万吨标煤以内（约2.55%增速）   |           |   |   |
|      |      | 2021/6/21 | 关于印发《平罗县第一批企业实施错峰生产方案》的通知                 | 平罗县节能减排工作领导小组  | 遏制能耗不升反降，确保第二季度能耗增幅收窄 |  | 6月起       | 对能耗超目标进度10%以内的企业进行约谈警告；10%-50%实施3-6个月限产生产，并逐步消纳1-4月起目标进度能耗；50%以上的实施3-6个月限产生产，并逐步消纳1-4月起目标进度能耗，另一部分停产；超全年目标的断电停产 |   |
| 中卫市  | 2    | 2021/4/15 | 关于印发《2021年度能源消费总量和强度双控目标任务及重点工作安排》的通知     | 宁夏发改委          | 单位工业增加值能耗-4%          | 能耗增量40万吨标煤                               |           |   |   |
|      | 2    | 2021/6/3  | 关于对部分高耗能企业实施限产通知                          | 中卫市节能减排工作领导小组  |                       |  | 6/3-12/31 | 现有生产企业通过实行降负荷、停炉等措施确保6月限产30%，7-12月根据年度目标剩余额度再限产30%  | 所有新建两高项目建成后年内不得投入生产                         |

资料来源:招商期货研究所

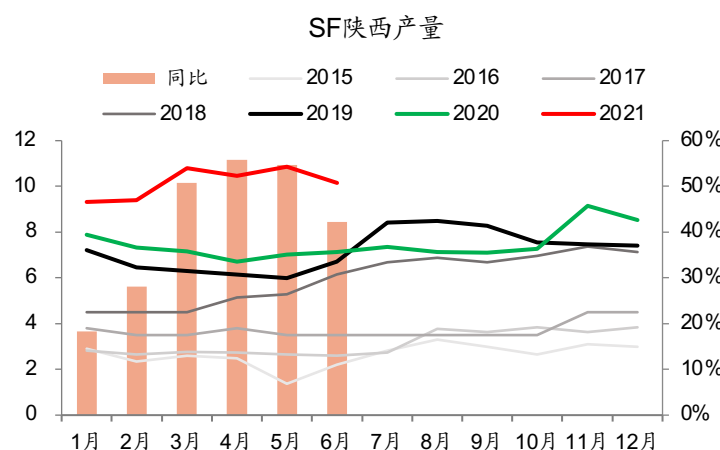
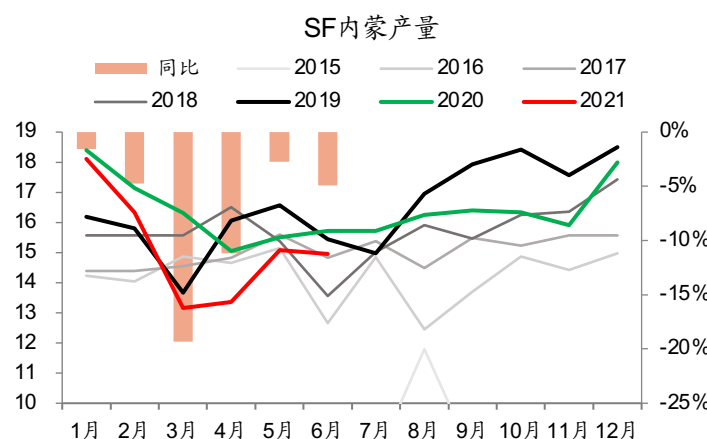
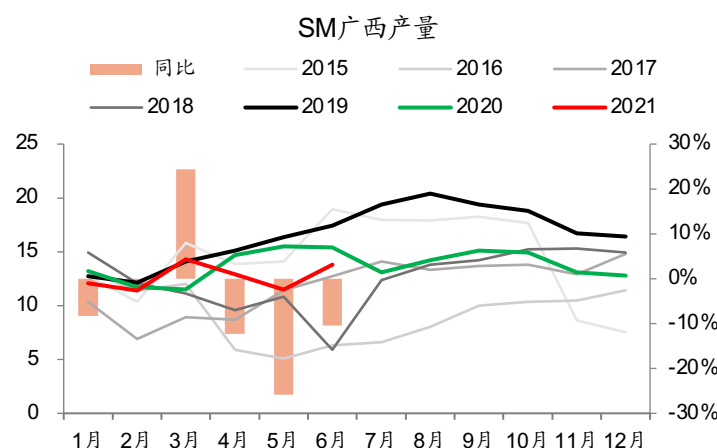
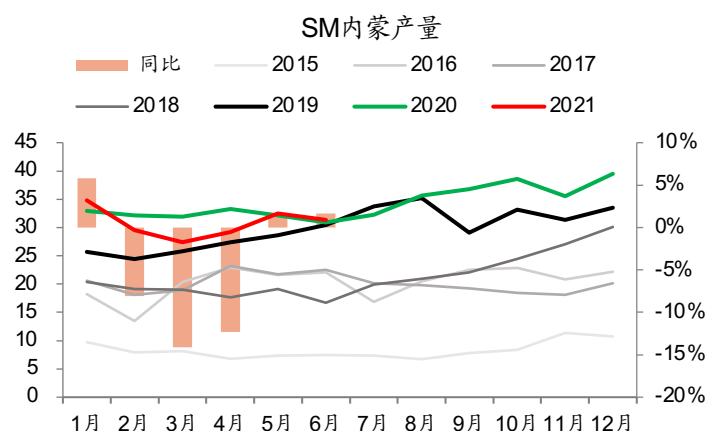
## 2.6 产量释放：受利润及政策主导

- 合金产量释放受利润及政策主导，上半年全国硅锰产量同比+12%至538.89万吨，硅铁产量同比+22%至310.83万吨。
- 就主产区占比来看，蒙宁桂黔四地占硅锰的84%，蒙宁陕甘青五地占硅铁的98%，硅铁集中度明显高于硅锰。
- 前五月除双控限产的内蒙以外，硅铁其他产区集体放量，累计同比分别达到宁夏+66%、陕西+41%、青海+30%、甘肃+26%；硅锰另有广西减产7%，其余宁夏及贵州分别+29%、+86%。



## 2.6 产量释放：下半年蒙宁双控延续，硅铁供给刚性强于硅锰

- 被动减产方面，目前能耗限制集中在蒙宁两地且大概率贯彻下半年，南方地区阶段性电力不足随丰水期到来已得到缓解。
- 内蒙上半年硅锰产量同比-4%、硅铁-7%，较全国同期减量贡献分占1.75%、2.79%。虽节奏上以3月为底部呈U字形体现了动态管理，但用电预算与应急预案将保证年内能耗分配基本均衡。
- 该利润下主动增产意愿充足，硅锰较硅铁供给弹性更强，除蒙宁外主产区较三年产量高点，供给剩余弹性分别为硅锰9万吨、硅铁1.75万吨，分别对总量贡献增幅为10%、3%；其次较硅锰2200万吨、硅铁760万吨的年产能背景，分别还有硅锰90万吨、硅铁10万吨的释放空间（若考虑内蒙产能淘汰即硅锰89万吨、硅铁8万吨）。在上半年长期高利润下硅铁已基本放出现有供给弹性，反之硅锰因广西电价及枯水期制约仍有释放空间，下半年的供给压力硅锰来自广西、硅铁来自转产。



| SM | 2020年上半年 | 2021年上半年 | 变动     | 同比  |
|----|----------|----------|--------|-----|
| 全国 | 479.60   | 538.89   | 59.29  | 12% |
| 内蒙 | 193.20   | 184.80   | (8.40) | -4% |
| 宁夏 | 96.40    | 123.90   | 27.50  | 29% |
| 广西 | 82.00    | 76.00    | (6.00) | -7% |
| 贵州 | 36.50    | 67.80    | 31.30  | 86% |
| 其他 | 71.50    | 86.39    | 14.89  | 21% |

| SF | 2020年上半年 | 2021年上半年 | 变动     | 同比  |
|----|----------|----------|--------|-----|
| 全国 | 255.26   | 310.83   | 55.57  | 22% |
| 内蒙 | 98.13    | 91.01    | (7.12) | -7% |
| 陕西 | 36.51    | 60.45    | 23.94  | 66% |
| 青海 | 43.26    | 61.00    | 17.74  | 41% |
| 甘肃 | 49.40    | 64.01    | 14.61  | 30% |
| 其他 | 27.96    | 34.36    | 6.40   | 23% |

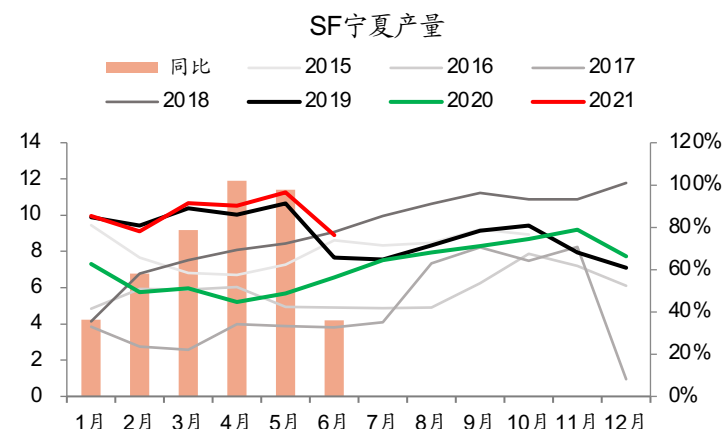
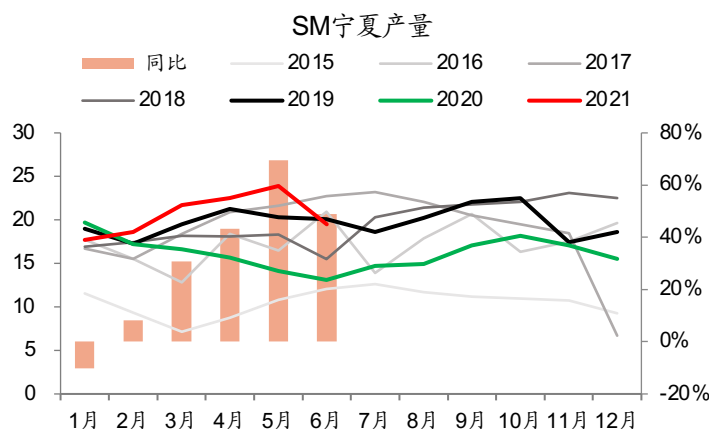


## 2.7 宁夏双控：下半年集中解决高产高耗矛盾，硅锰不排除弥补减产可能

- 宁夏前五个月无政策约束大幅放量，硅锰+25%至104万吨、硅铁+72%至52万吨，下半年将集中解决高产量与高能耗矛盾。
- 6月起开始实施错峰减产，据石嘴山及中卫市公布限产名单估算共影响硅锰月均产量6.12-6.65万吨左右，占宁夏5月产量的22-24%、全国的5%-6%；硅铁6月3.2万吨、7-12月3.43万吨，占宁夏5月产量的27%、29%，全国的6%。实际减产量大概率小于该量级，6月产量硅锰-4.4万吨、硅铁-2.36万吨，分别环比-18.4%、-21%。
- 以完成年度能耗目标为驱动，石嘴山及中卫市后三季度应分别在一季度实际消耗值基础上降耗27%、14%，若二季度维持一季度能耗则下半年需分别降耗40%、21%。据此预估目前限产方案之下中卫达标概率较大，石嘴山仍有降耗压力，故集中在石嘴山的硅锰不排除后续弥补减产行为。

2021年宁夏能耗双控目标完成情况

|             | 2021年双控目标 |              | 一季度能耗情况 |        |      |              | 基于年度目标剩余能耗估算 |           |          |           |         |           |
|-------------|-----------|--------------|---------|--------|------|--------------|--------------|-----------|----------|-----------|---------|-----------|
|             | 能耗增量      | 单位GDP能耗强度(%) | 能耗增量    | 能耗总量   | 能耗增速 | 单位GDP能耗强度(%) | 预警等级         | 2020年能耗总量 | 后三季度剩余能耗 | 季度均值VS一季度 | 下半年剩余能耗 | 季度均值VS一季度 |
| 全区          | 260.0     | (3.3)        | 3.9     | 2192.9 | 18%  | 1.9          | 一级           | 7,137.6   | 5,204.7  | -21%      | 3,011.8 | -31%      |
| 银川市(不含宁东基地) | 25.0      | (2.5)        | 19.2    | 175.8  | 14%  | (1.8)        | 三级           | 451.2     | 300.4    | -43%      | 124.6   | -65%      |
| 石嘴山市        | 55.0      | (4.0)        | 1.4     | 497.1  | 27%  | 7.1          | 一级           | 1,533.2   | 1,091.1  | -27%      | 594.0   | -40%      |
| 吴忠市         | 35.0      | (2.5)        | 0.2     | 197.1  | 9%   | (5.9)        | 三级           | 601.8     | 439.7    | -26%      | 242.6   | -38%      |
| 固原市         | 10.0      | (2.5)        | 0.0     | 67.4   | 5%   | (8.8)        | 三级           | 144.1     | 86.7     | -57%      | 19.3    | -86%      |
| 中卫市         | 40.0      | (4.0)        | 0.6     | 266.7  | 22%  | 9.1          | 一级           | 914.7     | 688.0    | -14%      | 421.3   | -21%      |
| 宁东基地        | 100.0     | (6.3)        | 1.4     | 966.6  | 14%  | 3.2          | 一级           | 3,493.5   | 2,626.9  | -9%       | 1,660.3 | -14%      |



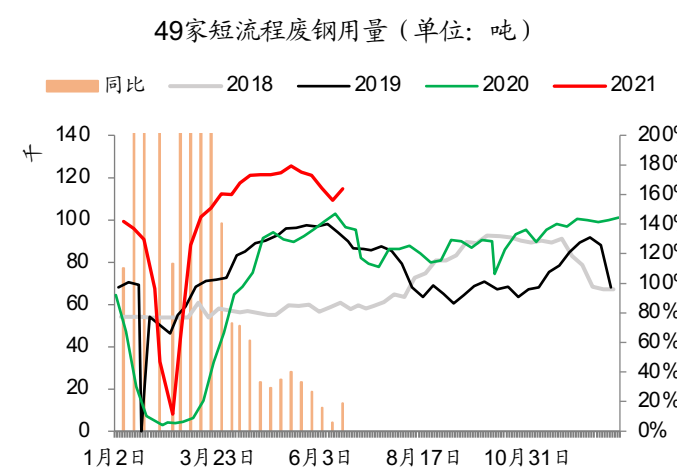
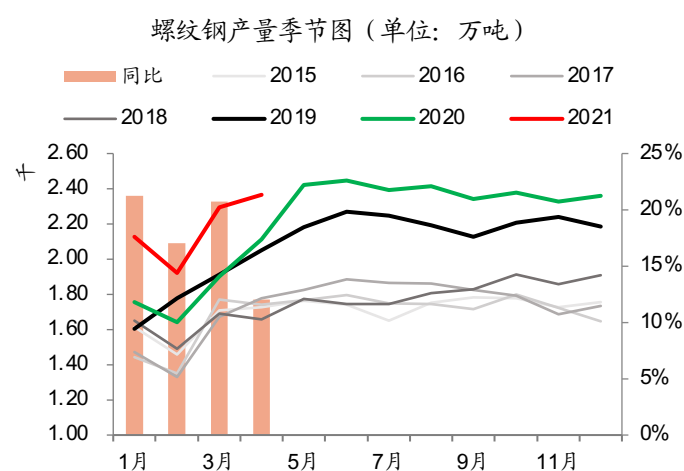
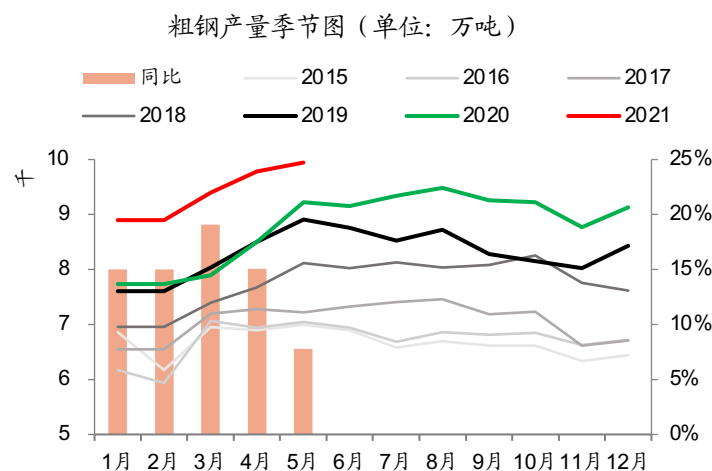
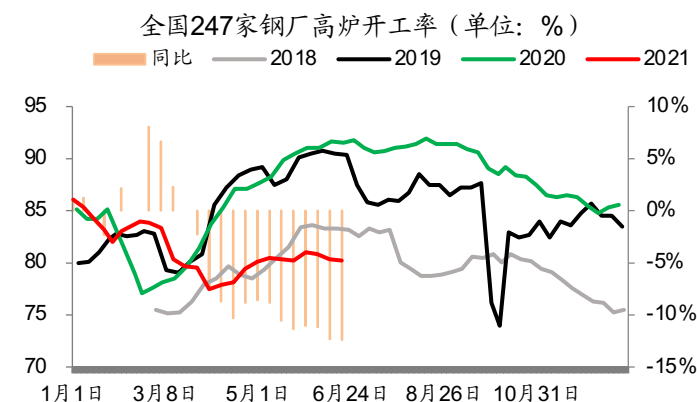
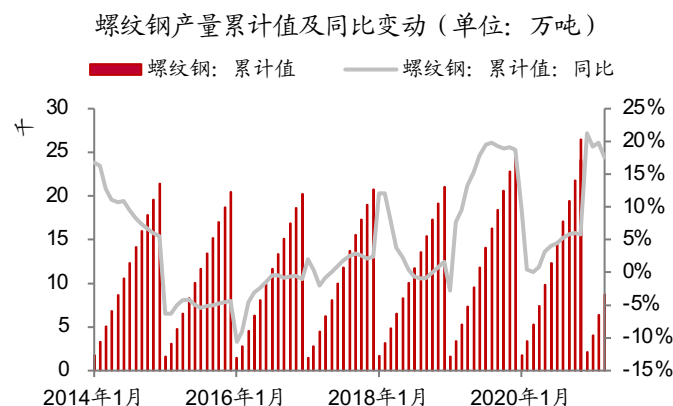
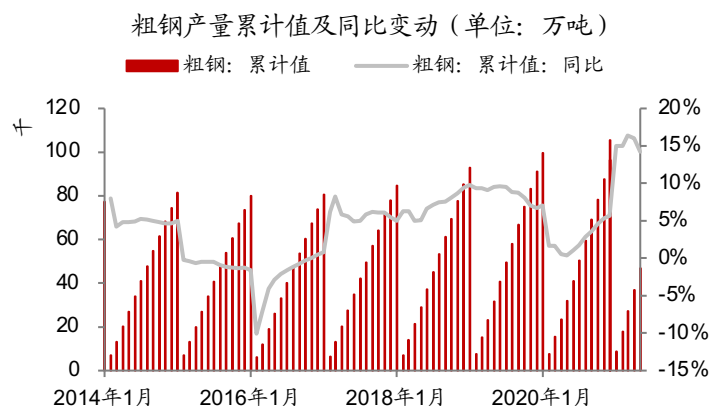


# 目录

- 1 回顾：年间中轴上移，年内节奏反复
- 2 供给：能耗将为区域供给刚性，短线释放有待弹性补充
- 3 需求：下半年粗钢压减程度为合金供需格局决定因素
- 4 估值：成本支撑坚实，上沿看能耗，下沿看粗钢

### 3.1 炼钢：上半年大增，下半年粗钢压减程度为合金供需格局决定因素

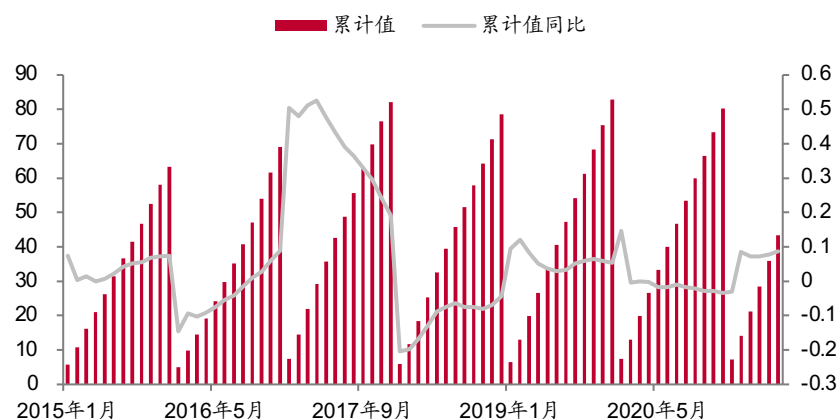
- 对于合金需求来说，炼钢分别占到硅铁的七成及硅锰的九成以上。
- 虽一直存在全年钢铁产量负增长及钢企节能降耗的利空预期，但现实需求上半年稳步大增，以粗钢和锰添加量高的螺纹钢产量为表现，分别实现了累计值前五月同比14%和前四月同比18%的增长，短流程对高炉开工下降进行了产量补充。
- 下半年粗钢产量压减程度为决定合金供需格局的核心因素，有望成为区间下沿突破驱动。具体估算解读为：假设粗钢产量全年同比持平，即下半年需弥补减产上半年增量，环比减产约9%，以截止5月数据约为5830万吨，估算对应硅铁需求月均减少3.33万吨、硅锰需求月均减少10.73万吨，分占表需的6%、12%，供给端宁夏双控减产影响量预估为硅铁3.2-3.43万吨、硅锰6.12-6.65万吨。简而言之，即使不考虑供给弹性释放，粗钢全年同比持平及现有蒙宁双控限产力度之下，下半年硅铁勉强平衡、硅锰回归过剩。



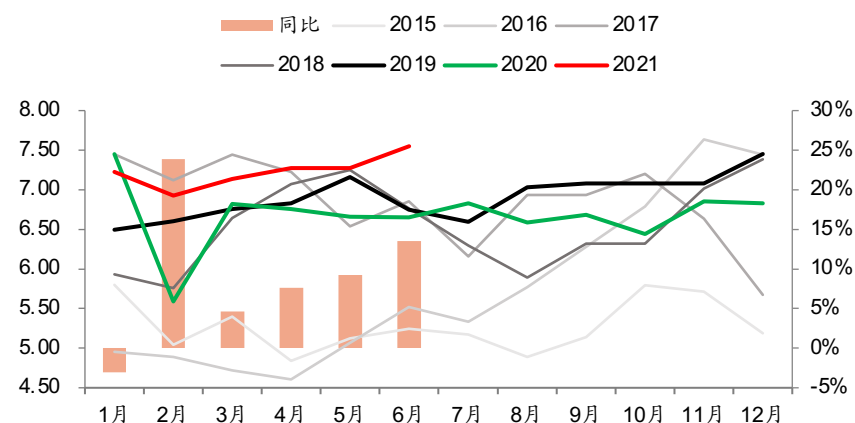
## 3.2 金属镁：上半年量价齐升，下半年难创新高

- 硅铁另有约两成需求为金属镁，2017年以来年产量稳步浮动于81万吨上下，折合硅铁年需求在95万吨水平，今年上半年产量同比+9%至43万吨。
- 受益于包括煤炭及硅铁在内的原材料涨价、自身有色金属性质、下游镁产品出口及冶金加工等利好，上半年金属镁价格趋势走高。相较年初，金属镁当前价格提涨30%、5月最高涨幅突破43%，以硅铁75#-金属镁产业链集中的陕西硅铁品级价差为监控指标，二季度均值在300以上高位，侧面印证其正向拉动作用，下半年难创新高。

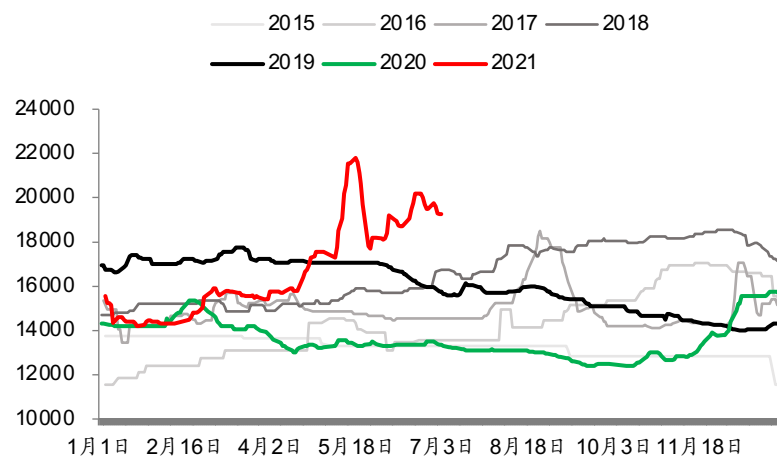
金属镁产量累计值及同比变动



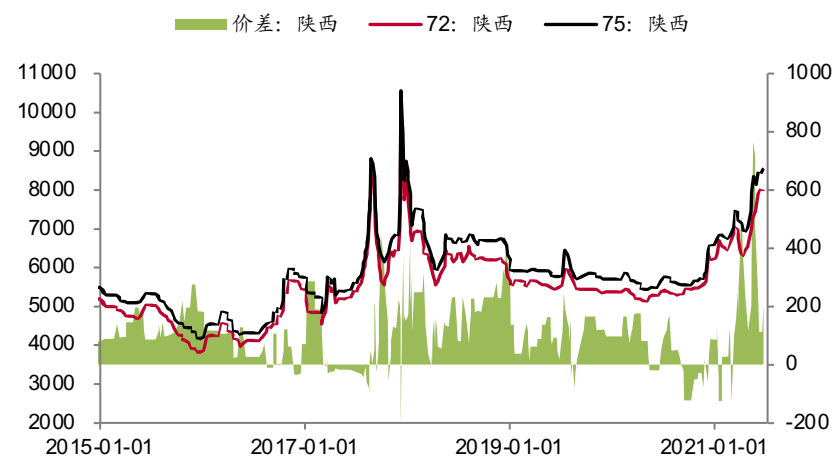
金属镁产量季节图



金属镁价格：99.9：山西闻喜



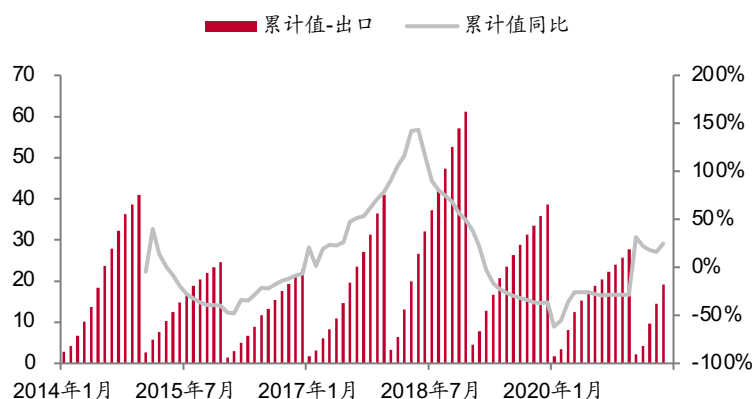
陕西硅铁75-72品级价差



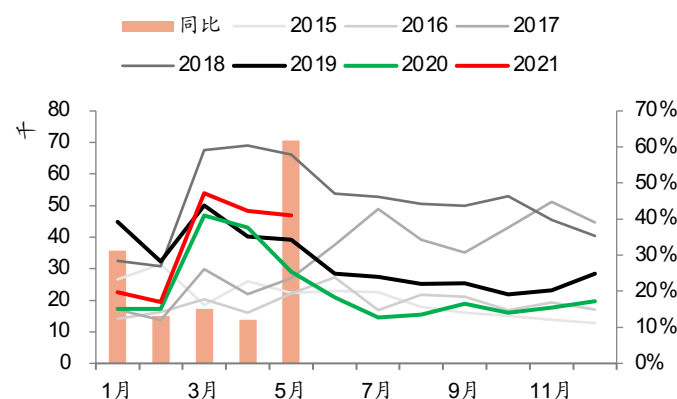
### 3.3 进出口：出口市场亮眼，硅铁见顶硅锰尚有高位持续性

- 合金作为高耗能行业在国家政策导向上不鼓励出口，主要通过高出口关税进行制约，在“十四五”开启的碳中和加速降耗进程之下方向愈加明确且力度只增不减，自2021年5月1日起硅铁从20%的暂定税率恢复至25%的出口税率，硅锰维持20%。
- 但海外高价拉动之下今年出口市场表现异常亮眼，前五个月硅铁+25%至19.11万吨、硅锰+239%至2.08万吨，其中硅铁5月出口逆势关税制约实现同比62%的上涨，另外硅锰二季度出口窗口大开也实属历史罕见，欧洲到岸破1.2万人民币的天价之下5月出口创1.4万吨历史新高，为同期六倍。
- 当前时点硅铁出口窗口关闭、硅锰仍旧大敞，预计下半年出口量硅铁见顶回落、硅锰仍有高位持续性。另外硅锰由于出口在表观需求中占比不足0.5%，故量级的提升辐射到价格上难以形成直接拉动而更多的是边际影响。

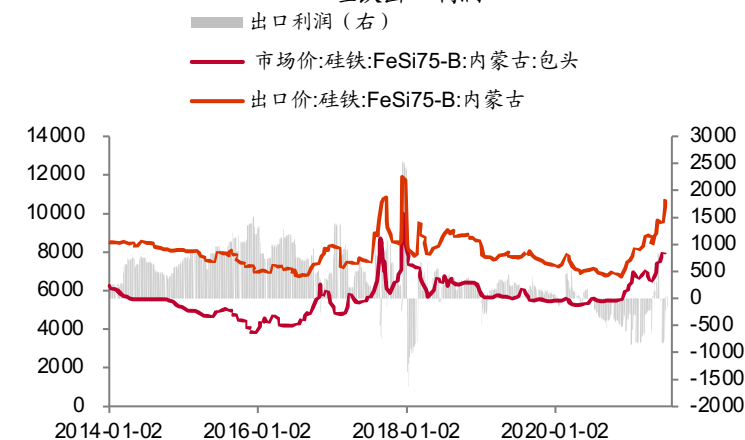
硅铁出口累计值及同比变动



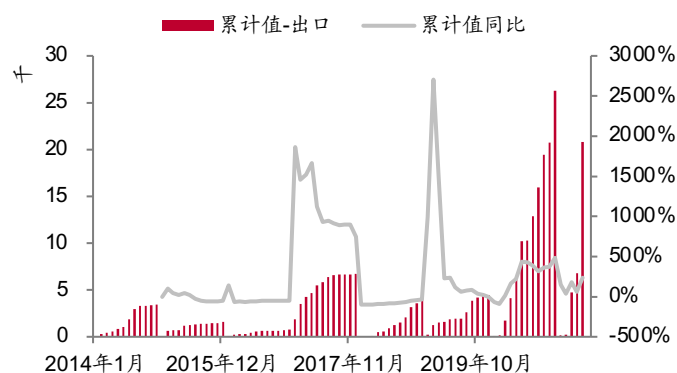
硅铁出口量季节图



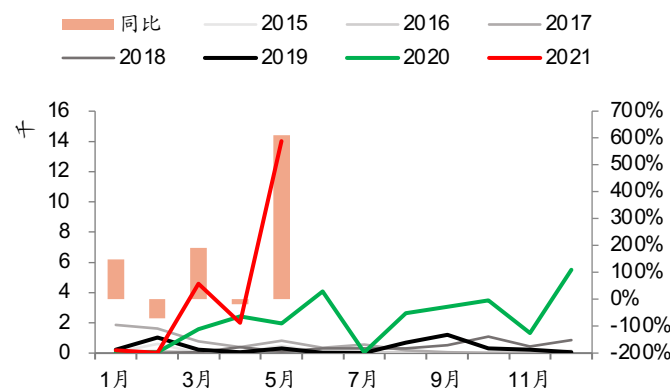
硅铁出口利润



硅锰出口累计值及同比变动



硅锰出口量季节图



硅锰海外价差（未考虑运费）



# 目录

- 1 回顾：年间中轴上移，年内节奏反复
- 2 供给：能耗将为区域供给刚性，短线释放有待弹性补充
- 3 需求：下半年粗钢压减程度为合金供需格局决定因素
- 4 估值：成本支撑坚实，上沿看能耗，下沿看粗钢



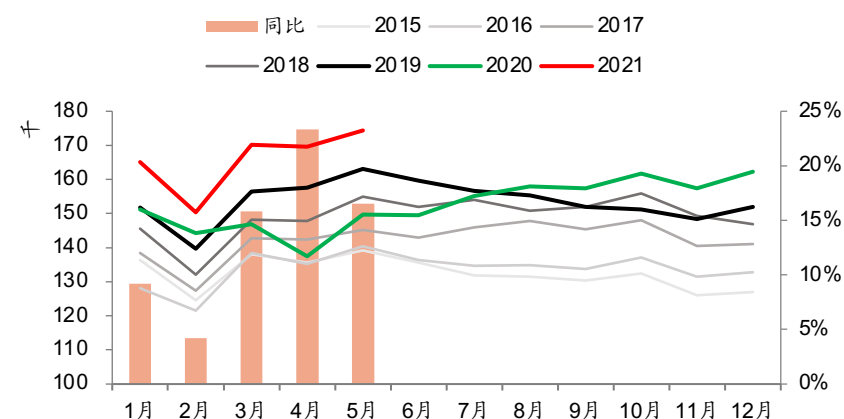
## 4.1 锰矿：中长期具备涨价空间及潜力，但下半年仍受压制

- 对于锰系产业链来说，基于下游需求恢复滞后于矿端生产的时间差，上半年核心驱动在于需求发力的去库过程。一季度，锰系产业链产量增速整体表现为需求快于供给，据锰协数据分别为：下游粗钢同比+13%>中游锰合金同比+11%>锰矿同比-3%，另汇总矿山巨头产量同比+6%。
- 下半年基于上方空间来看下游需求小于供给，原因在于需求端全球5月粗钢产量已处顶部区间、以及供给端矿山在产量目标和季节性上有待释放，锰矿基本面预估边际转弱。

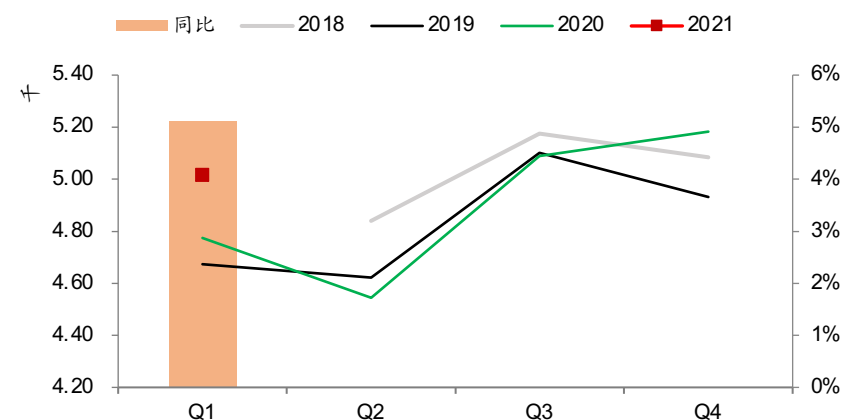
主流矿山第一季度产销情况

| 国家   | 公司/母公司         | 年    | 产量    | 销量    | 目标                |
|------|----------------|------|-------|-------|-------------------|
| 南非   | Tshipi         | 2020 | 87.4  | 81.2  |                   |
|      | Jupiter        | 2021 | 89.1  | 105.2 |                   |
|      |                | 同比   | 2%    | 30%   |                   |
|      | HMM            | 2020 | 46.6  | 47.6  |                   |
|      | South32        | 2019 | 58    | 49.7  | FY21:220 (+17%)   |
|      |                | 同比   | 24%   | 4%    |                   |
|      | GEMCO          | 2020 | 84.1  | 75.5  |                   |
|      | South32        | 2021 | 89.2  | 86.5  | FY21:350 (+1%)    |
|      |                | 同比   | 6%    | 15%   |                   |
| 澳大利亚 | Samancor       | 2020 | 84.2  | 84.3  |                   |
|      | Anglo American | 2021 | 90.45 | 87.8  |                   |
|      |                | 同比   | 7%    | 4%    |                   |
|      | OMM            | 2020 | 10.0  | 6.5   |                   |
| 加蓬   | OMH            | 2021 | 21.08 | 18.1  |                   |
|      |                | 同比   | 112%  | 178%  |                   |
|      | Comilog        | 2020 | 128.8 | 100.0 |                   |
|      | Eramet         | 2021 | 151.2 | 121.2 | 2021年达产700 (+21%) |
|      |                | 同比   | 17%   | 21%   |                   |
| 巴西   | VALE           | 2020 | 36.3  | 21.9  |                   |
|      | VALE           | 2021 | 9.1   | 25.8  |                   |
|      |                | 同比   | -75%  | 18%   |                   |
| 合计   |                | 2020 | 477.4 | 417.0 |                   |
|      |                | 2021 | 508.2 | 494.3 |                   |
|      |                | 同比   | 6%    | 19%   |                   |

全球粗钢产量季节图



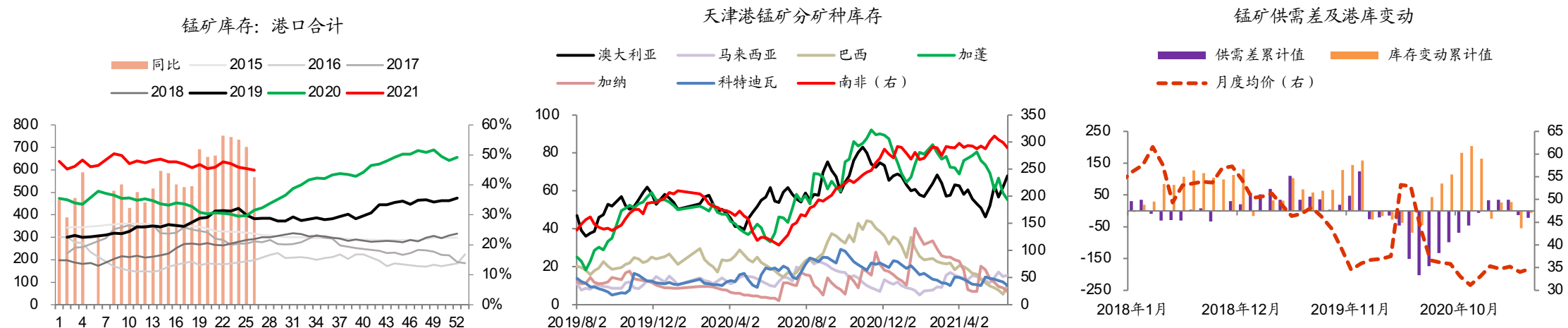
矿山巨头合计产量季节图



## 4.1 锰矿：中长期具备涨价空间及潜力，但下半年仍受压制

- 去年在全球去库、国内垒库的背景下表现为锰矿库存向中国的集中转移，而今年海外需求复苏驱动的锰矿补库动力将分摊对于国内的供给压力。
- 但国内实际格局区别于全球明显更弱，要点在于供给端加纳矿进口回升及需求端能耗双控制约利空。就供给端锰矿进口量来看，前五个月同比+25%至1331万吨，约合504万金属吨，其中除非主流持平及巴西-44%以外，其余主流国家均有增幅贡献，分别为加纳+299%、南非+42%、加蓬+19%、澳大利亚+12%。就需求端锰合金产量来看，仅电解锰同比-2%，其余锰铁和硅锰均有10%以上的同比增长，折算用锰需求+10%至514万金属吨。供需钜差即去库10万金属吨约合27万实物吨，与港口库存趋势基本相符，故上半年国内基本平衡且4月略有缺口。
- 另外结构化矛盾有所发酵且需谨慎中澳政治风险。进口量绝对值分品级可理解为：高品矿内部矿种此消彼长互抵，即澳大利亚及加蓬增量刚好弥补巴西缺口，而中品矿因南非及加纳发力同比+56%增267万吨，天津港高低品价差趋势走扩，以澳矿-南非半碳酸为例，对标硅锰成本较年初+70%至459元/吨。

| CMF |      | 锰矿进口量 |      |      |      |     |     |     |       | 锰合金产量 |       |       |       |
|-----|------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
|     | 1-5月 | 进口合计  | 澳大利亚 | 巴西   | 加纳   | 加蓬  | 南非  | 非主流 | 剔除加纳  | 锰铁产量  | 电解锰产量 | 硅锰产量  | 锰合金合计 |
| 锰含量 |      |       | 45%  | 44%  | 27%  | 44% | 36% | 30% |       | 70%   | 99.5% | 64.5% |       |
| 湿吨  | 2020 | 1,062 | 196  | 119  | 27   | 165 | 445 | 111 | 1,035 | 77    | 53    | 452   | 582   |
|     | 2021 | 1,331 | 219  | 66   | 109  | 197 | 630 | 110 | 1,222 | 89    | 51    | 502   | 642   |
|     | 同比   | 25%   | 12%  | -44% | 299% | 19% | 42% | -1% | 18%   | 15%   | -2%   | 11%   | 10%   |
| 金属吨 | 2020 | 414   | 88   | 52   | 7    | 73  | 160 | 33  | 406   | 64    | 62    | 343   | 469   |
|     | 2021 | 504   | 98   | 29   | 30   | 87  | 227 | 33  | 474   | 73    | 60    | 381   | 514   |
|     | 同比   | 22%   | 12%  | -44% | 299% | 19% | 42% | -1% | 17%   | 15%   | -2%   | 11%   | 10%   |

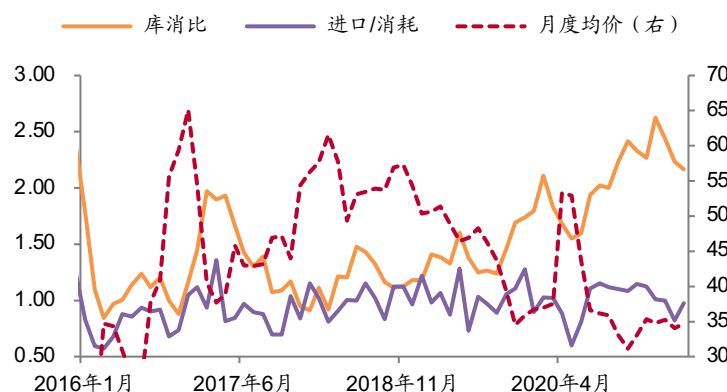


## 4.1 锰矿：中长期具备涨价空间及潜力，但下半年仍受压制

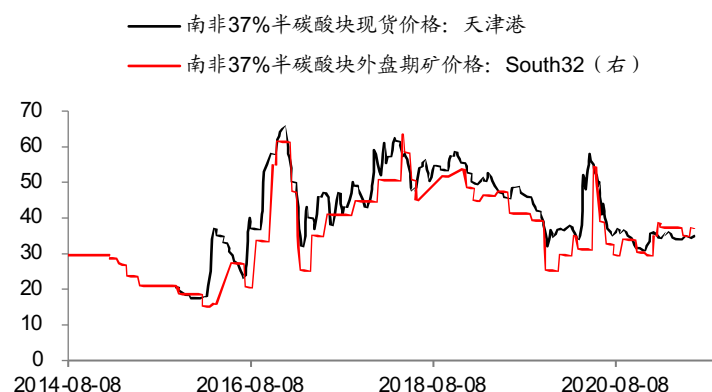
- 反观锰矿价格，上半年缺少明确去库的趋势驱动，港口高库消比压制价格于历史低位窄幅震荡，中长期具备上涨空间及潜力。同时海外强、国内弱的矛盾长期制约进口利润处偏低水平，以流通量最大的天津港南非半碳酸为例，年内震荡区间在1.5~ -3.5元/吨度区间，从而进一步限制进口量。基于价格上方空间及基本面边际转弱双向影响，下半年维持稳中微涨判断。
- 短期来看，远期现货美元价格自4月底已累计涨幅10%左右，再次反弹接近年内高点，主流矿山已两月提涨导致港口现货再次回归倒挂窘境。6月锰矿供需双降，虽下游按需采购结合原料去库，但南非疫情反弹仍对供给压力有所缓解，港口年内首次降至600万吨以下。外盘连续提涨叠加港口阶段性去库，天津港锰矿现货有反弹动力。

| 矿山      | 产品         | Aug-21 | Jul-21 | Jun-21 | May-21 | Apr-21  | Mar-21   | Feb-21 | Jan-21 | Dec-20         |
|---------|------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|--------|--------|----------------|
| Comilog | Mn44.5%加蓬块 | 5.2    | 5.05   | 4.6    | 4.85   | 5.35    | 4.8      | 4.65   | 3.95   | 3.95           |
|         | Mn43%加蓬籽   | 5      | 4.85   |        | 4.65   | 5.1     | 4.55     | 4.4    | 3.7    | 3.7            |
| UMK     | Mn36%南非块   |        | 4.9    | 4.2    | 4.7    | 4.7、5.2 | 4.05     | 3.69   | 3.85   | 4.25 (4.05)    |
| Tshipi  | Mn36%南非块   |        | 4.9    | 4.54   | 4.42   | 5.08    | 4.85     | 4.62   | 3.9    | 3.85           |
| South32 | Mn45%澳块    | 5.5    | 5.28   | 5.04   | 5.53   | 5.53    | 5.3      | 4.98   | 4.25   | 4.5、4.42、4.25  |
|         | Mn46%澳籽    |        | 5.02   | 4.79   | 5.26   | 5.26    | 5.04     | 4.74   | 4.03   | 4.26、4.18、4.03 |
|         | Mn37.5%南非块 | 4.9    | 4.77   | 4.5    |        |         | 4.95、4.8 | 4.5    | 3.8    | 4.1、3.9        |
| CML     | Mn>46% 澳块  |        |        |        |        | 6.1     |          |        |        |                |

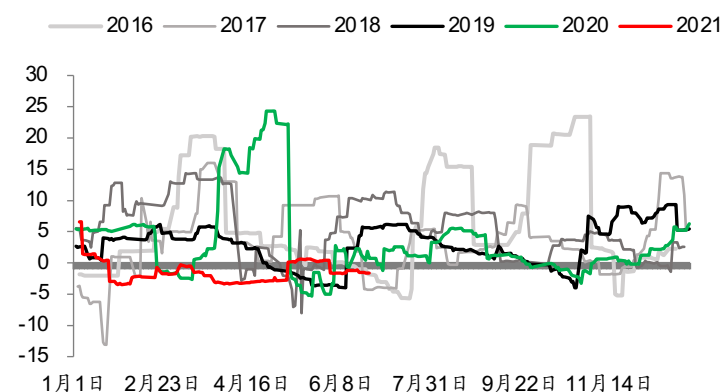
库消比对应矿价



锰矿期现走势



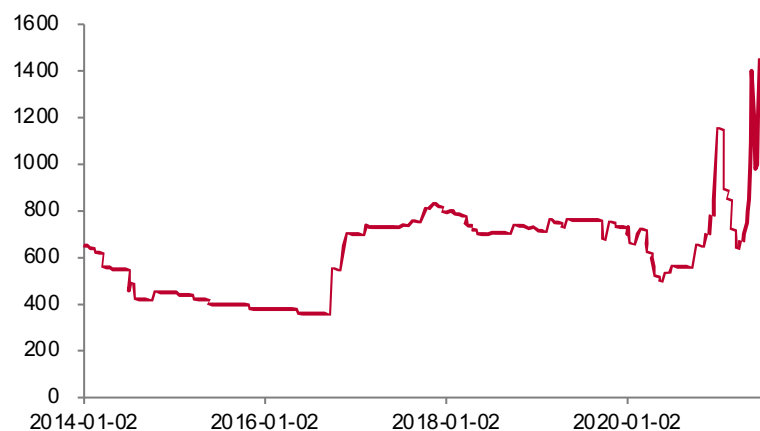
南非半碳酸天津港进口利润



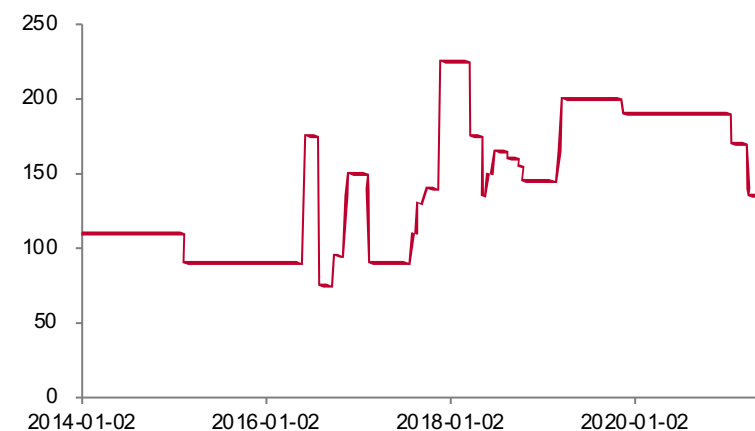
## 4.2 其他成本：焦炭作用下，硅铁成本抬升较硅锰更高

➤ 上半年其他原料价格中：较年初，硅石-29%至135元/吨、兰炭+26%至1450元/吨、氧化皮+42%至1305元/吨。在分占硅铁和硅锰成本65%和25%的电力成本长期变动不大的基础上（排除限制类差别电价影响），硅锰由于上半年成本占比60%的锰矿价格波动较小，故硅锰成本基本稳定且波幅小于硅铁，折算合金理论生产成本硅铁+6%、硅锰+1%。对于下半年，焦炭及锰矿对合金的成本支撑仍然存在。

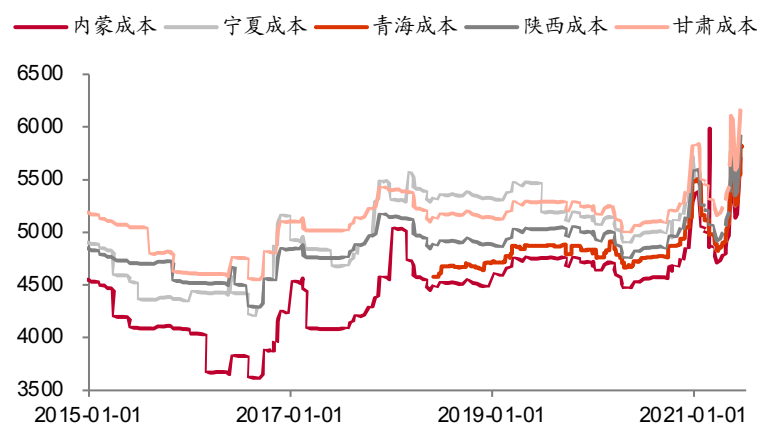
兰炭小料出厂价格：神木（日）



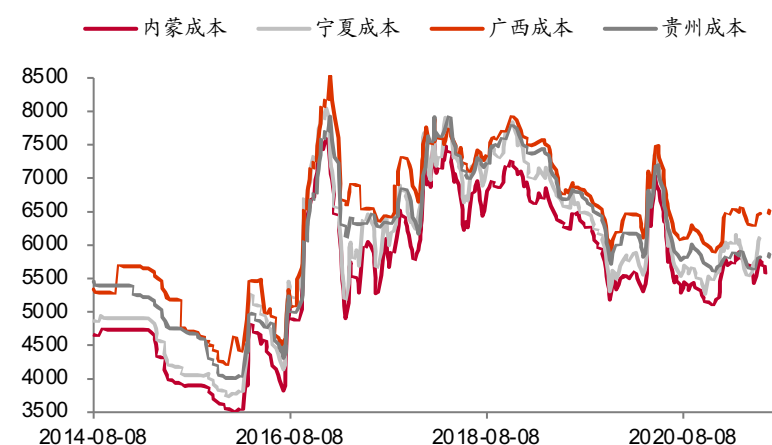
硅石行情价格：98%：西北（日）



硅铁理论生产成本

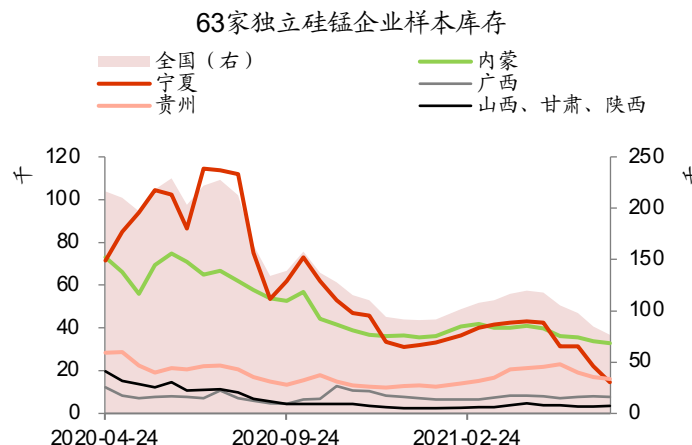
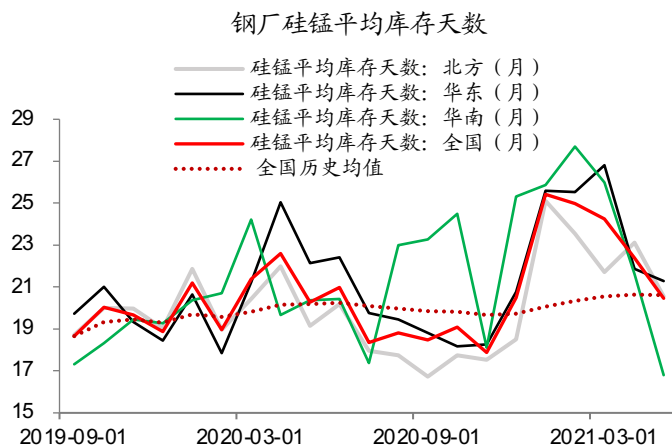
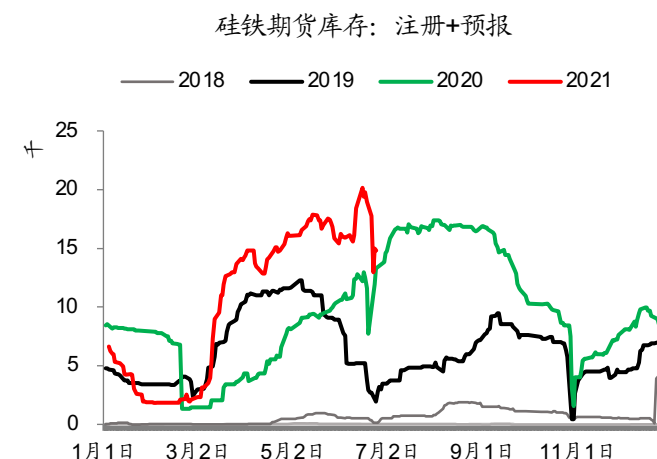
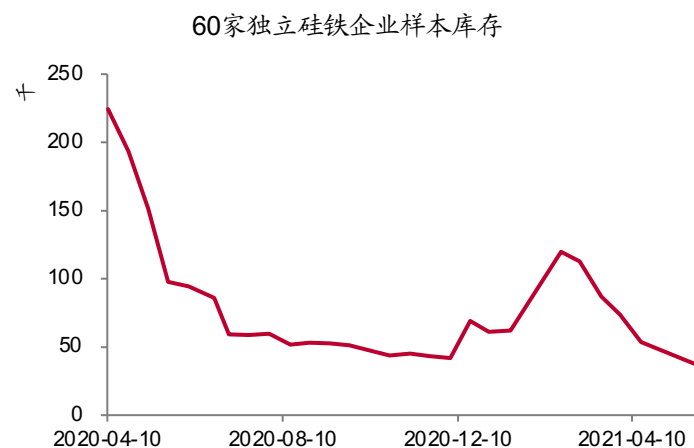
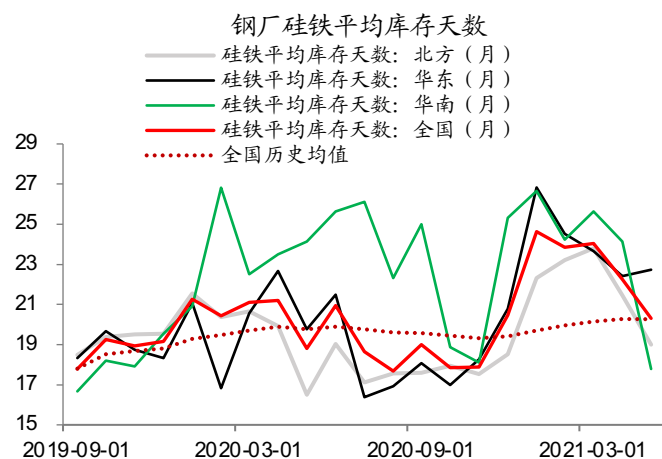


硅锰理论生产成本



## 5 库存：合金厂库存基础低位，交割库将开启对钢厂的逆向转移

- 上半年盘面交易政策预期之时，长期且多次给出卖方交割利润，合金表现为隐性库存显性化过程，交割库库存屡创历史，两者合计最高时接近5.5万张仓单。
- 就合金厂库存来说，截止5/28较年初硅铁及硅锰分别-42%、+7%，节奏为冲高回落，两者去库转折点分别为春节及4月中。就下游流向的钢厂及交割库来说，钢厂招标与期货合约博弈导致两相劈叉，以春节为节点，节前钢厂低价补库叠加盘面贴水去库，节后期货仓单直线大增叠加钢厂库存连续下降。
- 下半年开篇之时，三方库存均处下降期间内，但相对水平仍有差异，其中交割库尚处历史高位、钢厂降至均值水平、合金厂为新低。理论上库存的下一阶段将开启交割库向钢厂转移，叠加合金厂的低库存基础，期货合约的基差下方空间有望收缩。

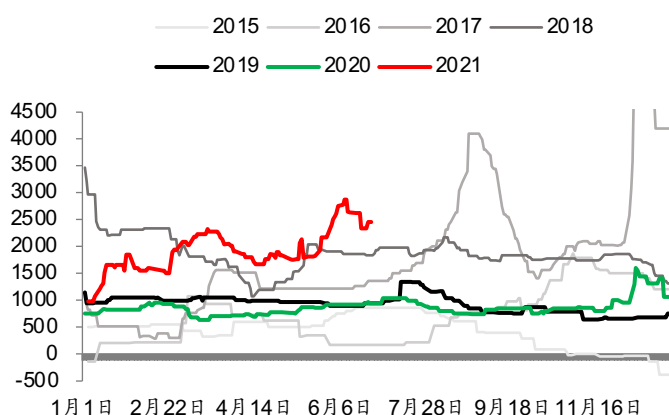




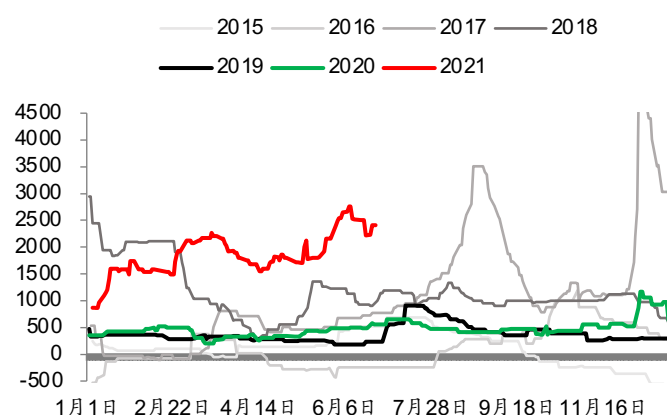
## 6.1 利润：行业利润见底回升，硅铁获利能力强于硅锰

- 以成本洼地内蒙为例，上半年利润均值分别为硅铁1900元/吨、硅锰1300元/吨。较去年+115%、76%。硅铁已创历史，硅锰于去年徘徊在成本边缘的广西今年上半年也实现了平均580元/吨的利润。
- 以碳中和为标志，主产区能耗双控为手段，合金作为高耗能行业从产能到开工率处处受限，产业能效升级及工业占比下降为长期明朗趋势。今年可视为合金行业转折点，提前结束了长达两年以上的市场化清退过剩产能进程，行业利润见底回升。除却成本以外，能耗限制新进为中长期另一拖底支撑，且能耗矛盾突出时甚至提供向上驱动，反之上方扩利压力来源于高利润刺激下的供给弹性，基于双硅合计3000万吨量级的产能背景将不断给出回调空间。

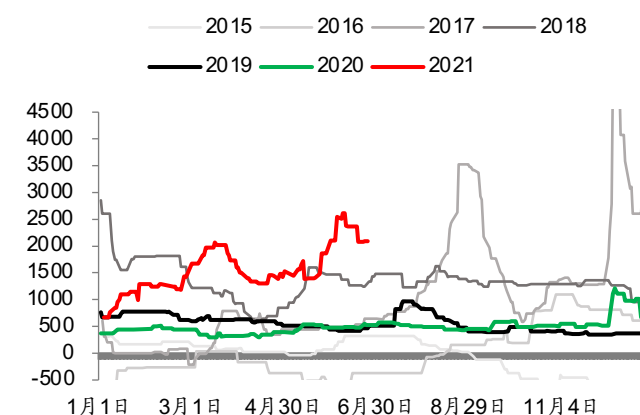
内蒙硅铁现货即期利润



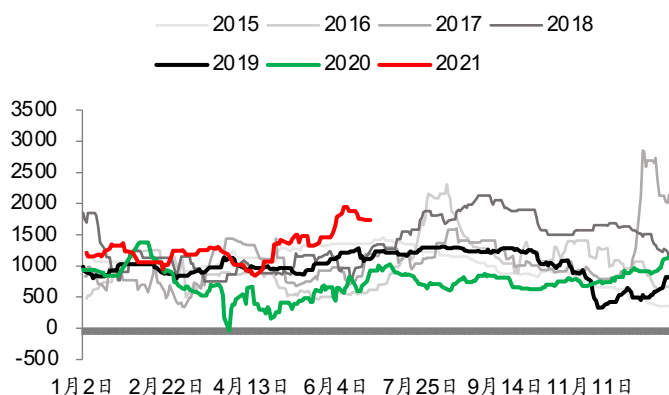
宁夏硅铁现货即期利润



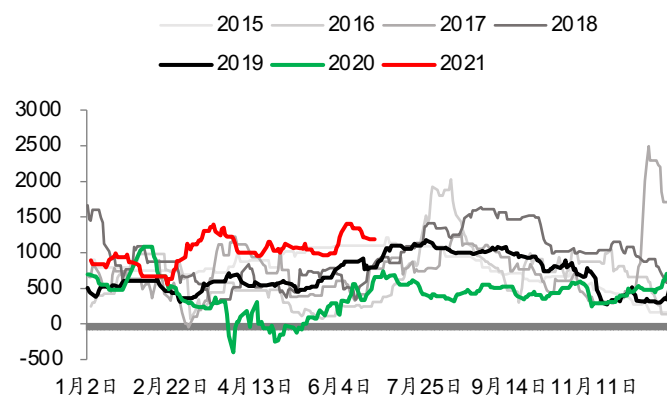
陕西硅铁现货即期利润



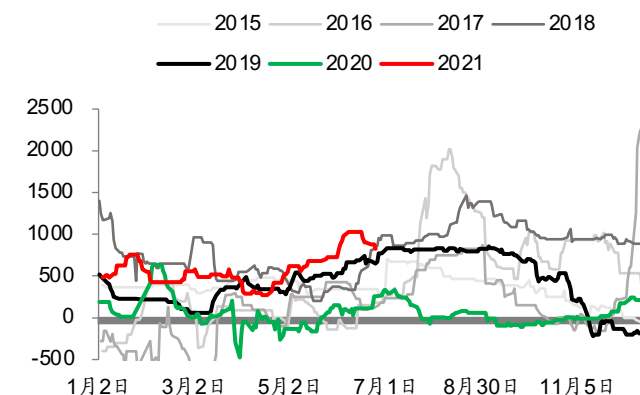
内蒙硅锰现货即期利润



宁夏硅锰现货即期利润



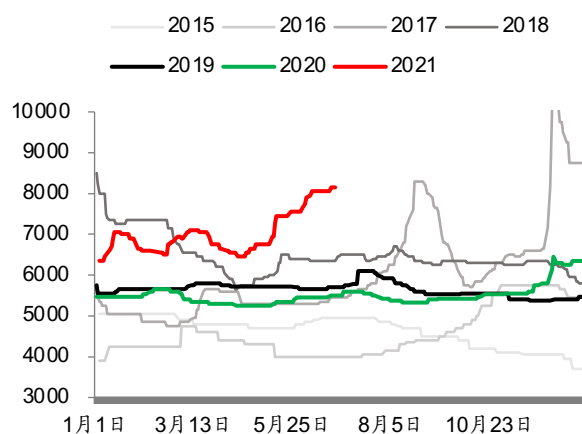
广西硅锰现货即期利润



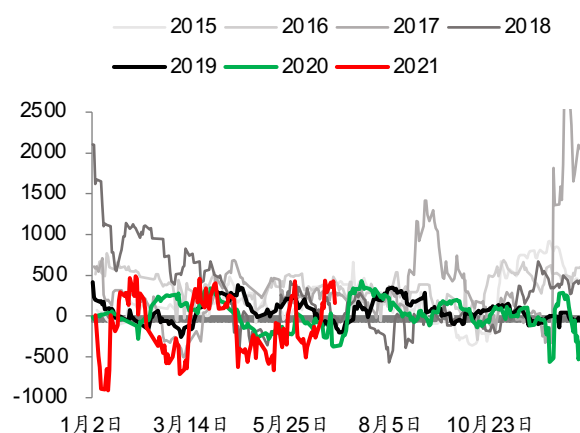
## 6.1 利润：行业利润见底回升，硅铁获利能力强于硅锰

- 绝对价格角度，硅铁现货价格突破8000大关已达历史高位，而硅锰尚处历史中位水平。
- 基差角度，上半年运行区间为硅铁-910~490、硅锰-440~470，卖方交割利润明显高于往年，特别是硅铁尤为可观。
- 产业链角度，因合金成本占比不足5%故钢厂对其价格敏感性较低，利润方面硅铁强于硅锰强于螺纹，目前下游钢厂亏损现状仍对原料扩利空间有所压制；价格相对比值方面，螺纹相对硅铁比值中性、螺纹相对硅锰比值偏高，说明硅锰在产业链中估值偏低、硅铁难言偏高。供给边际盘面利润角度，上半年运行区间为硅铁488~2785、硅锰-57~1080，盘面叠加供需溢价已测试出底部支撑，基本为硅铁甘肃成本+500、硅锰即为广西成本。

硅铁内蒙现货价格



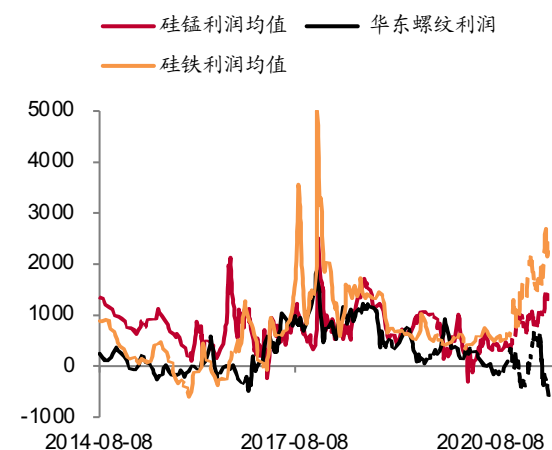
硅铁主力合约基差



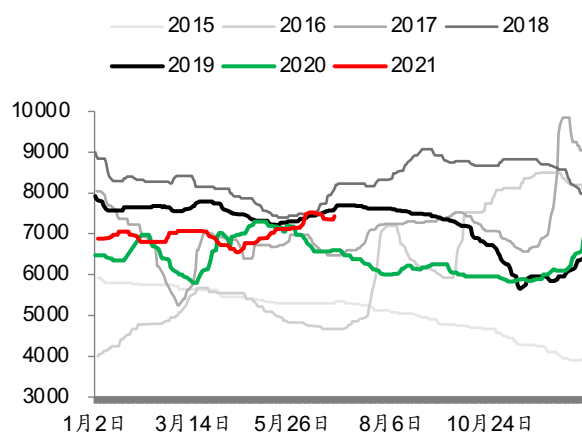
硅铁供给边际盘面利润



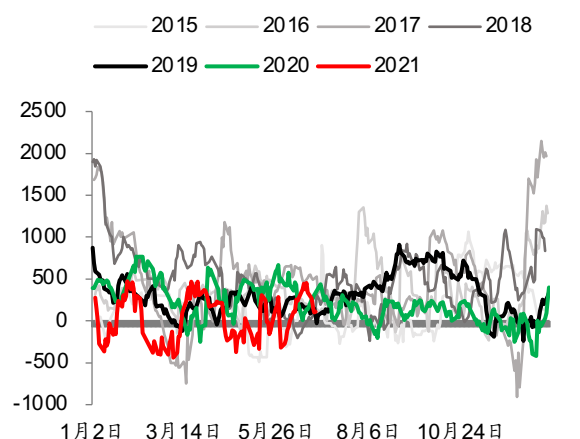
产业链利润分配



硅锰内蒙现货价格



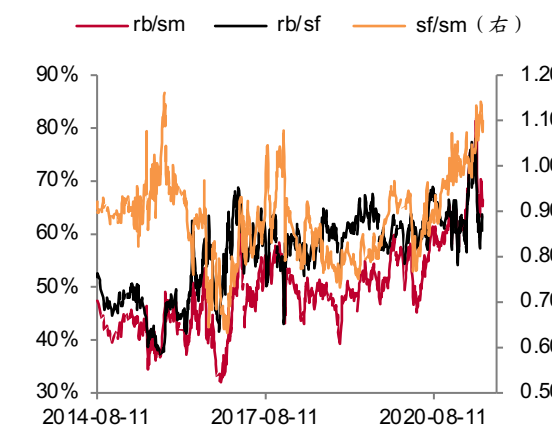
硅锰主力合约基差



硅锰供给边际盘面利润



产业链价格比值



## 7. 策略推荐：硅锰宽幅区间，多硅铁空硅锰长线持有

- 今年可视为合金转折点，行业利润见底回升。除却成本以外，能耗限制将以供给天花板方式新近成为中长期另一拖底支撑，且能耗矛盾突出时甚至提供向上驱动，反之上方扩利压力来源于高利润刺激下的供给弹性，基于双硅合计3000万吨量级的过剩产能背景将不断给出回调空间，下半年该交易节奏预计仍将持续。上半年合金价格中枢因成本洼地内蒙优先双控限产有所上抬，下半年在内蒙常态化的基础上，由于叠加了宁夏双控价格中枢将再上台阶，但盘面已在二季度优先交易宁夏政策预期测试出价格区间。
- 基于宽幅区间初步预判，对于下半年来说，区间突破动力上沿看能耗、下沿看粗钢。能耗方面，若下半年出现宁夏弥补减产或其他产区双控跟进则有望突破前高；需求方面，若下半年钢厂被动减产加剧或严格执行粗钢负增长的总量调控则有区间下沿跌破动力，该驱动已在近日各地消息互证中趋于共识，区间下沿调整至供给边际成本支撑位6900。
- 品种间，内蒙能耗双控对硅铁供给影响明显强于硅锰，无论长线限制类产能淘汰还是今年限产影响程度。上半年硅铁在高利润刺激下虽总体产量释放大于硅锰，但另外三成金属镁及出口需求作用下去库程度毅然高于硅锰，且焦炭相较波澜不惊的锰矿也贡献了成本抬升驱动，故盘面给出的无论供需溢价还是双硅价差均趋势走高。下半年基于较硅锰更为刚性的供给弹性，尤其在截至2022年淘汰130万吨限制类产能的硬性政策下，今年预计至少执行25%进度，硅铁行业利润将持续高于硅锰且阶段性回调空间小于硅锰。跨品种套利可对冲部分粗钢产量的不确定影响，硅铁-硅锰价差具备趋势走高动力，内部转产带来的供给弹性再平衡尚需时日。
- 策略方面，建议硅锰参考6900-8000宽幅区间操作，另外可长期持有对冲部分粗钢压减政策风险的多硅铁空硅锰的跨品种套利组合，进场点位以20日均线以下为优。
- 风险提示：钢厂减排限产加剧、产区双控政策边际减弱

**杨依纯：**招商期货合金研究员，负责锰硅上下游产业链分析，注重基本面研究，具有期货从业资格（证书编号：F3066708）。

**邓文哲：**招商期货钢矿研究员，FRM，英国格拉斯哥大学投资基金管理硕士，具有期货从业资格（证书编号：F3059493）及投资咨询资格（证书编号：Z0014624）。2017 年大商所“十大期货投研团队”成员，主要负责黑色系产业链研究，擅长基本面分析和逻辑推理，专注发掘基本面驱动的套利交易策略。



# 谢谢!

重要声明：《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为C3及C3以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。