

季度报告—锂

渠道库存渐出清，行业信心待修复

走势评级：碳酸锂：看跌
报告日期：2023年3月30日

★供给端可有支撑？

资源端：盐湖新产能进度再度不及预期，但年内资源端产量依旧高增，且近三年仍有大量新增产能有待投放，在极度悲观的市场中，这一有限度的不及预期难以对价格起到实质性支撑。

成本支撑：长期而言，锂盐价格的下行终将传导至上游、带动锂精矿价格回落。但矿端价格变动滞后于锂盐端，当前外购矿石生产的锂盐厂已面临亏损，当亏损幅度更深、亏损持续的时间更长后，无稳定原料长协的锂盐厂减产压力相对更大。

进口补充：当前海内外碳酸锂价格已出现倒挂，若这一现象持续，中国市场相较于海外其他市场的价格优势将被明显削弱，或难以吸引更高比例的碳酸锂流向中国市场。

★还能否期望需求复苏？

终端需求不及预期之外，本轮锂价下挫更核心的原因在于行业信心疲弱导致各环节主动去库存，锂盐表需收缩幅度远大于终端需求。当终端需求回暖、渠道库存较前期峰值有所去化、价格跌势逐步放缓后，行业信心修复有望带动新一轮补库周期的开启。

★投资建议

当前极度悲观的情绪下，市场聚焦于需求端的疲弱，而一定程度上忽视了价格急跌后供给端囿于成本压力可能产生的负反馈。此外，现阶段锂盐缺乏全市场一致认可的公允价格，定价机制的紊乱也进一步加剧了行情的波动。

锂价短期或继续向下，测试15-20万元/吨附近成本支撑的有效性，考虑供需两端的边际变化后，锂价有望于二季度中后期逐步止跌企稳，而后能否阶段性反弹则取决于需求的恢复情况。

★风险提示

下游消费不及预期，新增产能建设进度与企业预期有所出入。



陈祎萱 有色金属分析师
从业资格号：F3074710
投资咨询号：Z0017769
Tel: 8621-63325888-2722
Email: yixuan.chen@orientfutures.com

主力合约行情走势图（碳酸锂）



相关报告

锂盐供应端利润高增之后：可持续性 & 矿冶分化
2022/09/06
基本面拐点待确认，锂盐谨慎乐观 2022/06/29

重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。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交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、行情回顾.....	4
2、供给端可有支撑?	4
2.1、资源端：部分项目再现延期，但悲观环境下市场难以计价.....	4
2.2、成本支撑：长期下移空间已然开启，然阶段性支撑有待检验.....	7
2.3、进口补充：基准情形与价格倒挂的潜在影响.....	9
3、还能否期望需求复苏?	10
3.1、终端需求：短期扰动后，下半年或仍值得期待.....	10
3.2、表观需求：行业信心有待重铸.....	11
4、投资建议.....	13
5、风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 碳酸锂现货价格走势.....	4
图表 2: 氢氧化锂现货价格走势.....	4
图表 3: 全球锂精矿运行产能变化梳理 (万吨锂精矿)	5
图表 4: 全球盐湖提锂运行产能变化梳理 (万吨 LCE)	6
图表 5: 澳洲锂矿季度产量及同比增速.....	7
图表 6: 澳矿 FY2022 实际产量及 FY2023 产量指引.....	7
图表 7: Mt Cattlin 锂精矿生产利润.....	8
图表 8: 澳矿商锂精矿季度销售均价.....	8
图表 9: 锂精矿&碳酸锂价格走势.....	8
图表 10: 锂盐厂理论利润.....	8
图表 11: 中国碳酸锂月度进口量.....	9
图表 12: 中国碳酸锂进口量&智利对中国碳酸锂出口.....	9
图表 13: 智利对各国碳酸锂出口均价.....	9
图表 14: 智利对中国碳酸锂出口量占比.....	9
图表 15: 中国新能源车产销同比增速.....	10
图表 16: 中国新能源车渗透率.....	10
图表 17: 欧美当月新增新能源车注册量同比增速.....	11
图表 18: 主要经济体新能源车渗透率.....	11
图表 19: 中国储能锂电池产量.....	11
图表 20: 中国储能项目中标规模.....	11
图表 21: 中国新能源车产量、销量及上险量同比增速.....	12
图表 22: 中国新能源车当期库存变动.....	12
图表 23: 中国动力电池产量及装车量.....	12
图表 24: 中国动力电池当期库存变动.....	12
图表 25: 中国锂电材料月度产量 (折 LCE)	13
图表 26: 中国正极材料厂月度开工率.....	13

1、行情回顾

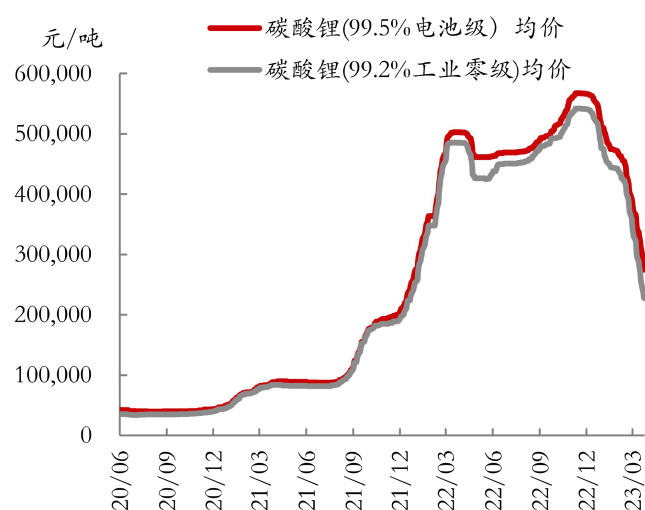
去年底以来，碳酸锂价格自高位不断回落，至三月底，SMM 电池级碳酸锂现货均价已自本轮高点回落 54%，行业内实际成交价格的跌幅则更甚于此，溧阳中联金近月合约收盘价一度跌破 20 万元/吨。而相对价格角度，本轮锂价回落呈现出几大明显特征：国内市场跌幅甚于海外，锂盐端价格跌幅甚于矿端，碳酸锂价格跌幅甚于氢氧化锂。复盘本轮锂价下挫，核心原因在于年初以来中国新能源车产销不及预期，同时渠道环节信心缺失导致的备货量收缩对锂盐表观需求构成了更大的拖累，各环节备货量收缩使得需求弱预期自我强化，负反馈循环带动锂价持续回落。

站在当下，我们看到行业信心依然疲弱，弱需求引发的负反馈仍在不断发酵，急跌行情下企业的采购心态亦偏谨慎，短期内现货价格或继续承压回落。但我们认为，即便站在当下极度悲观的市场中，如下问题也依旧值得深思：

本轮下跌可以认为完全由需求端主导，供给端更多是价格的被动接受者，随着时间的推移，供给端是否能够夺回部分话语权？

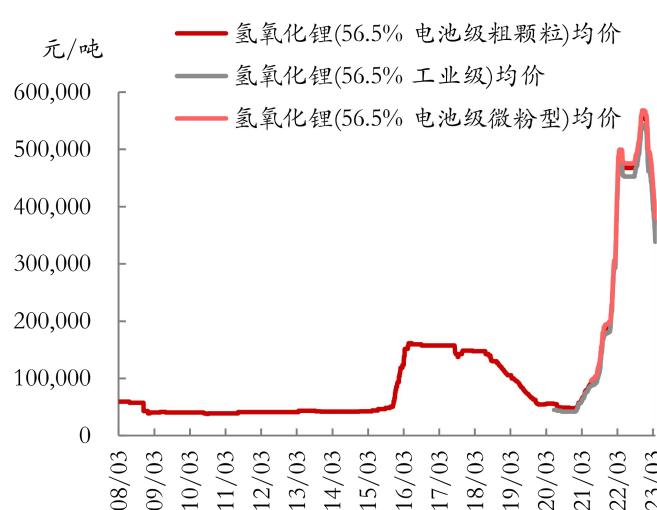
终端需求不及预期之外，需求侧的本质问题在于下游各环节主动去库存导致的表需大幅收缩，那么本轮去库周期将持续多久？还能否期望下一轮补库周期的到来？

图表 1：碳酸锂现货价格走势



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 2：氢氧化锂现货价格走势



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

2、供给端可有支撑？

2.1、资源端：部分项目再现延期，但悲观环境下市场难以计价

各企业最新公布的信息显示，资源端新产能的投产节奏呈现出与此前类似的特征，即锂矿新投产能进展大体顺利，而盐湖类项目则再度不及预期。

图表 3：全球锂精矿运行产能变化梳理（万吨锂精矿）

矿山	所属公司	所在地区	2020 年	2021 年Δ	2022 年Δ	2023 年Δ
Greenbushes	Talison（天齐 26%；IGO25%；ALB49%）	澳大利亚	60	52	28	0
Pilgangoora	Pilbara	澳大利亚	33	5	0	10
Ngungaju	Pilbara	澳大利亚	20	-20	20	0
Wodgina	ALB 60%, MRL40%	澳大利亚	0	0	50	0
Finniss	Core	澳大利亚	0	0	20	0
Marion	MRL 50%，赣锋锂业 50%	澳大利亚	47.5	0	15	30
Bald	Alita	澳大利亚	0	0	15.5	0
Cattlin	Allkem	澳大利亚	20	0	0	0
康定甲基卡 134 号脉	融捷股份	中国	8	0	0	0
四川李家沟	川能动力 47%，雅化集团 28%，阿坝州国资委 25%	中国	0	0	18	0
Grota do Cirilo	Sigma	巴西	0	0	27	0
Bikita	中矿资源	津巴布韦	7	0	0	48
Arcadia	华友钴业	津巴布韦	0	0	0	40
Sabi Star	盛新锂能	津巴布韦	0	0	0	20
North American Lithium	Sayona 60%；Piedmont 40%	加拿大	0	0	0	22
Manono	AVZ 51%，刚果政府 25%，天华时代 24%	刚果	0	0	0	0
增量产能合计				37	193.5	170
总运行产能			195.5	232.5	426	596

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

锂矿方面，除 Mt Marion 技改进度不及预期外，其余项目均按计划顺利推进，同时 MRL 宣布 Wodgina 第三条产线也已投入使用，具体而言：

MRL 原计划于 2022 年底完成 Mt Marion 的技改，将年产能提升至 90 万吨（折 60 万吨 SC6），但受限于关键设备到位不及时以及劳动力短缺的问题，MRL 当前预计扩产项目于 2023 年 4 月开始商业化运行，并于 7 月爬产至满产状态；

Wodgina 第三条年产能 25 万吨的产线已于 2022 年四季度投入使用，在获得所有生产所需的批准后，MRL 预计其将于 2023 年 7 月达到满产状态；

Core 的 Finniss 项目已于去年底实现首次 DSO 销售，预计 2023 上半年实现商业化生产；

Sigma 旗下的 Grota do Cirilo 当前也已进入调试阶段，预计将于 4 月实现首次商业发货，

并在下半年达到正式的商业化生产状态；

Sayona 控股的 NAL 项目已于 2023Q1 复产，当前产线已陆续出量，公司计划 2023Q3 发运首批锂精矿；

华友钴业也于 3 月发布公告称，Arcadia 已完成调试，投料试生产并成功产出首批产品，预计后续将逐渐释放产量。

图表 4：全球盐湖提锂运行产能变化梳理（万吨 LCE）

盐湖	公司	所在地	2020 年	2021 年Δ	2022 年Δ	2023 年Δ
Salar de Atacama	SQM	智利	7	5	6	0
La Negra III / IV	ALB	智利	4.4	4	0	0
Sal de Vida	Allkem	阿根廷	0	0	0	0
Cauchari-Olaroz	赣锋锂业 46.7%；LAC53.3%	阿根廷	0	0	0	4
Olaroz	Allkem	阿根廷	1.75	0	0	2.5
Hombre Muerto	Livent	阿根廷	2	0	0	1
SDLA	西藏珠峰	阿根廷	0.25	0	0	1
扎布耶盐湖	西藏矿业	中国	0.75	0.3	0	1.2
察尔汗盐湖	蓝科锂业	中国	1	2	0	0
一里坪盐湖	五矿盐湖	中国	1.1	0	0.4	0
察尔汗盐湖	藏格矿业	中国	1	0	0	0
其他			5	0	0	0
合计			24.3	11.3	6.4	9.7
总产能			24.3	35.6	42.0	51.7

资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

盐湖方面，2023 年的新增产能主要集中于阿根廷，除去年三季度已宣布延期的两个项目外，其余项目也于近期纷纷宣布延期投产：

Livent 的 Hombre Muerto 分阶段扩产项目较此前延期约一个季度，据企业最新规划，项目一期（1 万吨）将于 2023 年上半年投产，二期（1 万吨）将于 2024 年一季度投产；

Allkem 旗下 Sal de Vida 一期 1.5 万吨产能延期半年至 2024 年中投产；

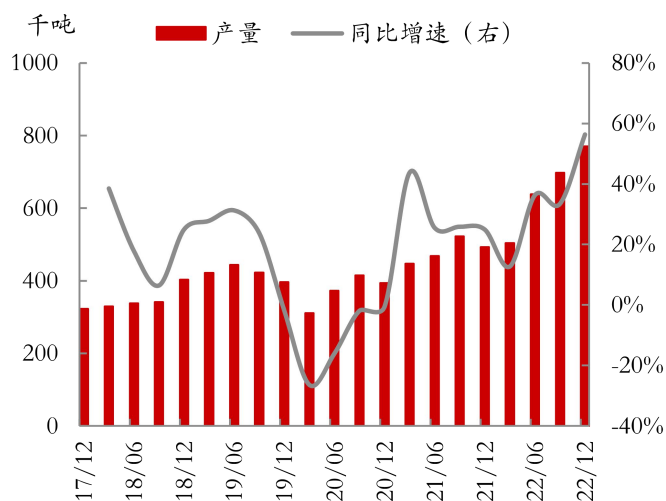
西藏珠峰于 3 月发布公告披露，旗下阿根廷锂钾的项目开发环评报告被退回并要求补充提交，萨尔塔省有关部门的反馈意见中指出，“再提交的计划应考虑大幅降低开采量，或在工艺流程中做出改变，保证项目的环境可行性”，项目进度不及预期的风险上升。

产量角度，除主要矿体掘进延迟以及临时的细颗粒矿化使 Mt Cattlin 2022 年四季度产量阶段性下滑外，澳洲其余矿山产出均录得环比正增，2022 年四季度澳洲主要矿山共产出锂精矿 77.1 万吨，同比增加 56%，2022 年全年澳洲锂精矿产量 261 万吨，同比增加 35%。

向前看，根据各项目的投产节奏，以及企业最新修订的 2023 财年产量指引，预计 2023 年全球锂矿产量仍将维持高增长，同比增速或达 56%。盐湖方面，尽管阿根廷绿地项目频现延期，但考虑到盐湖项目较长的爬产周期，2023 年盐湖端产量的主要增量依旧将由智利成熟项目的爬产贡献，全年产量增速预估小幅下修至 27%。

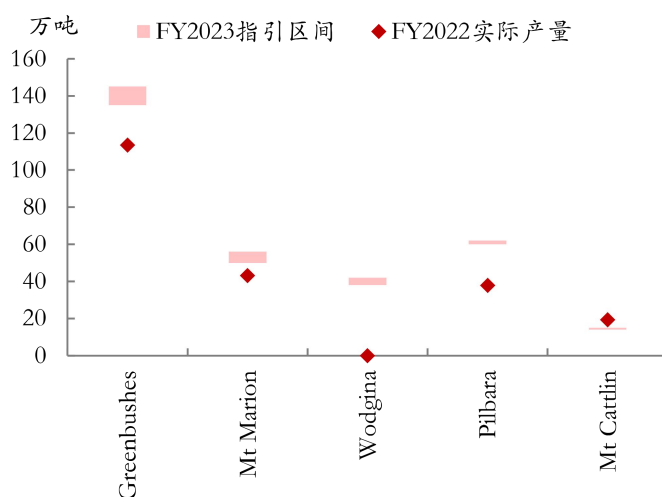
整体而言，尽管新投产产能进度有所不及预期，但年内资源端产量依旧维持高增速，同时近三年仍有大量新增产能有待投放，并且，在当前极度悲观的市场环境中，这一有限度的不及预期难以对价格起到实质性支撑作用。

图表 5：澳洲锂矿季度产量及同比增速



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院
(注：不同企业披露口径有异，未区分干、湿吨)

图表 6：澳矿 FY2022 实际产量及 FY2023 产量指引



资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

2.2、成本支撑：长期下移空间已然开启，然阶段性支撑有待检验

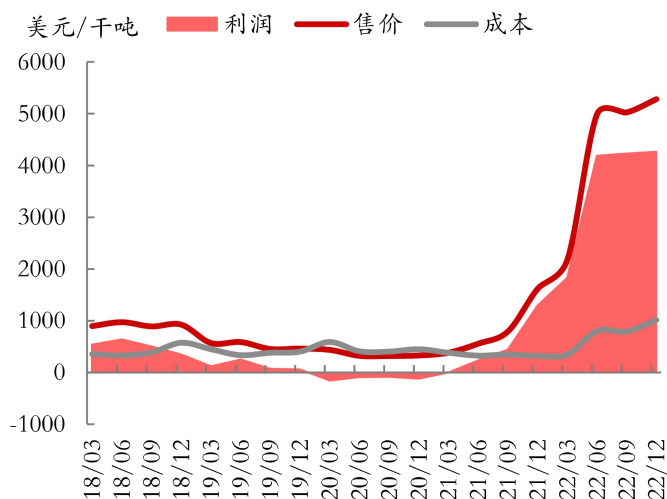
实际上，相较于资源端产能产量与预期值的边际偏离，当下市场更关注的点在于资源端能否提供成本支撑，即锂盐价格的下行能否、何时开始向上游传导，以及资源端的丰厚利润能够多大程度被挤压？

长期而言，我们认为锂盐价格的下行终将传导至上游、带动锂精矿价格回落。2 月 Pilbara 宣布将锂精矿的零单销售机制由拍卖转为挂钩氢氧化锂价格的加工费定价，表明资源端的高溢价正逐步转弱，锂精矿由单独计价转为锚定锂盐价格后，锂盐价格的下跌将能更顺畅地向上游传导。因此极端情况下，锂价真正有效的成本支撑在于资源端的现金成本，而当前的价格据全球锂资源成本曲线的最高点仍有一定距离。

但短期而言，二者价格变动节奏并不完全一致，上游矿端价格变动略滞后于锂盐价格变动，这使得当前外购矿石生产的锂盐厂利润大幅收缩甚至转入亏损。当前锂精矿的销售依然以长协定价为主，通常是以过去三个月第三方锂精矿现货报价的均值作为未来一个

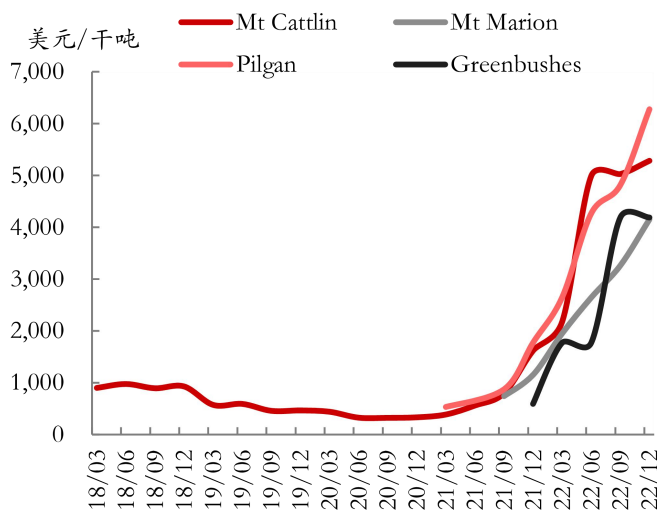
季度的长协基准价。考虑到锂盐厂在和上游资源商谈判的过程中议价权较弱，且去年锂盐厂的丰厚利润相当程度上得益于这一定价机制的滞后性，我们倾向于认为这一定价机制在短期内的调整空间有限，现有长协大概率依旧按此执行，至多在折扣系数上做一定的边际调整。而参考主流第三方机构的报价，一季度锂精矿现货均价依旧位于 5000 美元/吨附近，对应二季度外购矿生产的锂盐厂成本约 30-35 万元/吨。随着时间的推移，当外购矿生产的锂盐厂亏损幅度更深、亏损持续的时间更长后，减产风险也将随之上升，其中，无稳定原料长协的锂盐厂、尤其是外购锂云母矿的冶炼厂减产压力相对更大。

图表 7: Mt Cattlin 锂精矿生产利润



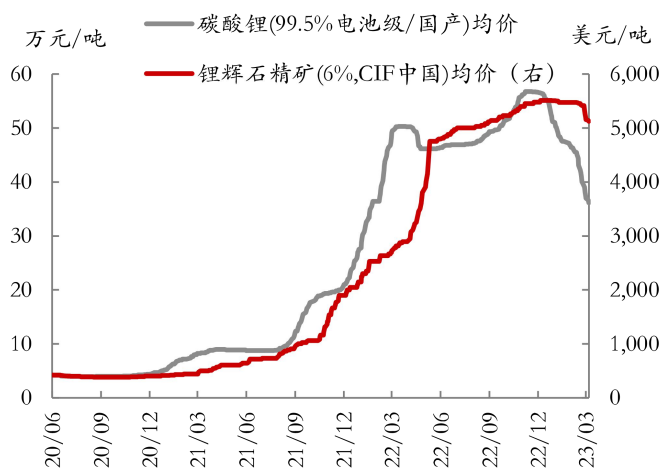
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 8: 澳矿商锂精矿季度销售均价



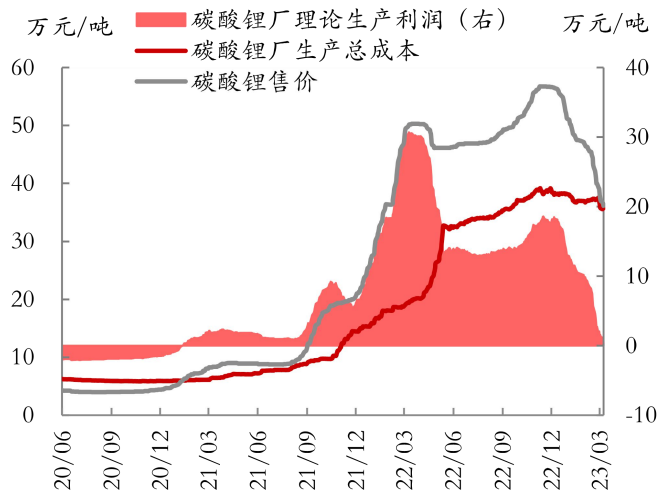
资料来源：公司公告，东证衍生品研究院

图表 9: 锂精矿&碳酸锂价格走势



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 10: 锂盐厂理论利润

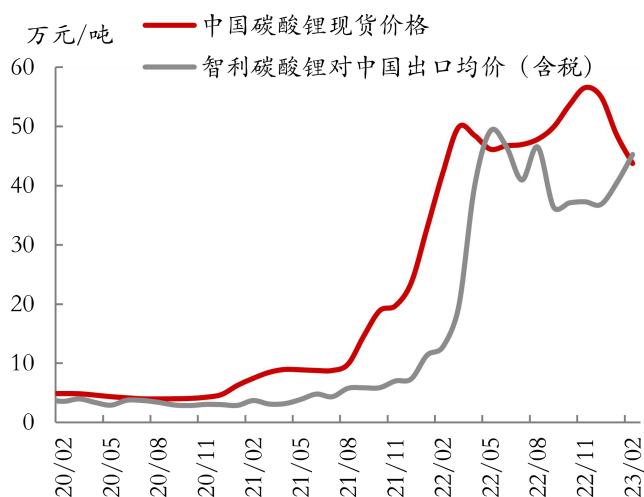


资料来源：SMM，东证衍生品研究院测算

2.3、进口补充：基准情形与价格倒挂的潜在影响

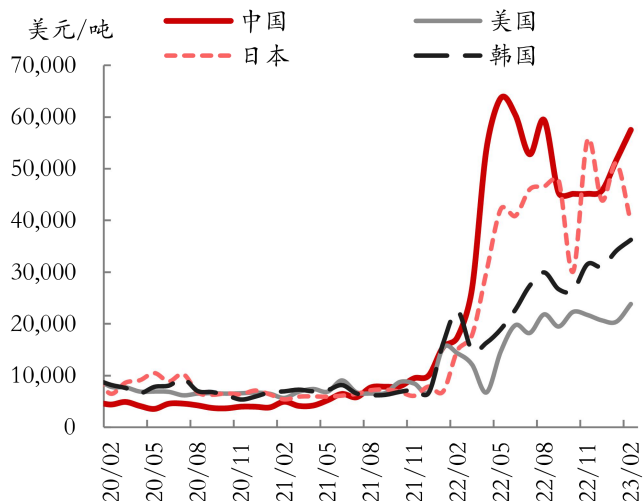
在此前的年报中，我们对碳酸锂进口量的预估主要基于两个关键假设：新产能投产及爬产进度，以及高价差下流向中国市场的碳酸锂占比将进一步提升。目前来看，阿根廷新产能建设进度不及预期，且有限的产出将优先供给企业自建的下游氢氧化锂厂，外销量相对有限。此外，当前海内外碳酸锂价格已出现倒挂，2月智利对中国的碳酸锂出口均价为45.3万元/吨（含税），而同期中国市场电碳均价已跌至43.8万元/吨，若这一现象持续，中国市场相较于海外其他市场的价格优势将被明显削弱，或难以吸引更高比例的碳酸锂流向中国市场。基于上述两点变化，我们将全年碳酸锂进口量的预估下修2.2万吨至15.7万吨。

图表 11：中国碳酸锂月度进口量



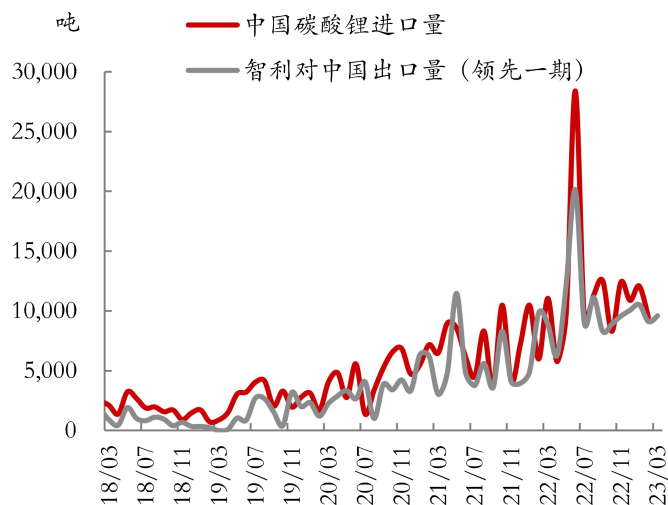
资料来源：海关总署，东证衍生品研究院

图表 13：智利对各国碳酸锂出口均价



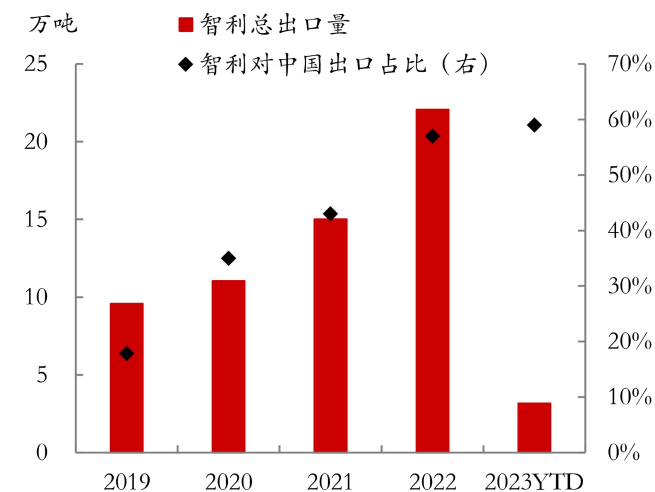
资料来源：智利海关，东证衍生品研究院

图表 12：中国碳酸锂进口量&智利对中国碳酸锂出口



资料来源：海关总署，智利海关，东证衍生品研究院

图表 14：智利对中国碳酸锂出口量占比



资料来源：智利海关，东证衍生品研究院

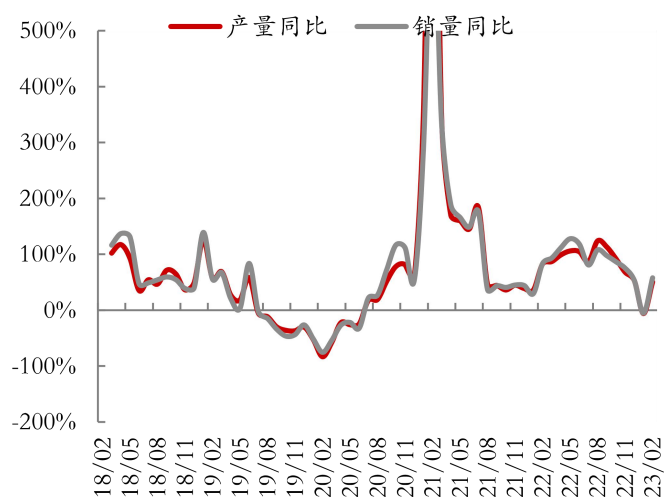
3、还能否期望需求复苏？

3.1、终端需求：短期扰动后，下半年或仍值得期待

动力电池方面，去年底以来中国新能源车产销增速高位回落，2023 年 1-2 月国内新能源车产销累计同比增速分别为 19%、22%，不及市场预期，主要扰动因素包括国补退坡导致的需求前置、疫后初期居民消费积极性不高、以及车企价格战初期消费者持币观望心态偏重。向后看，二季度在燃油车降价清库存的冲击下，新能源车销量或仍面临阶段性压力，但考虑到疫情后周期居民购买意愿的回升、新能源车降价对终端消费的边际提振、以及地方补贴措施接力国补退坡，我们认为下半年中国新能源车产销或仍值得期待，预计全年中国市场新能源车产销仍有望冲击 850 万辆。与此同时，美国新能源车销量维持同比高增，欧洲需求也逐步回正，海外市场也能够为中国锂电产业链各环节提供稳定的出口订单。

储能电池方面，预计需求仍将维持高景气。据工信部数据，2022 年中国储能锂电池产量突破 100GWh，同比增速高达 213%。去年以来，中国多省市均公布了“十四五”期间储能装机目标，同时陆续落地强制配储政策，政策推动下大储项目显著放量，2023 年 1-2 月国内储能项目累计中标规模 5.7GWh，同比增加 122%。此外，美国 IRA 法案生效后，ITC（Solar Investment Tax Credit，太阳能投资税减免）补贴力度较此前加强，同时首次提出独立储能也可享受税收抵免，储能需求有望进一步放量。而经历能源危机后，欧洲各国纷纷加速布局新能源发电，配套储能需求亦随之增长。

图表 15：中国新能源车产销同比增速



资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

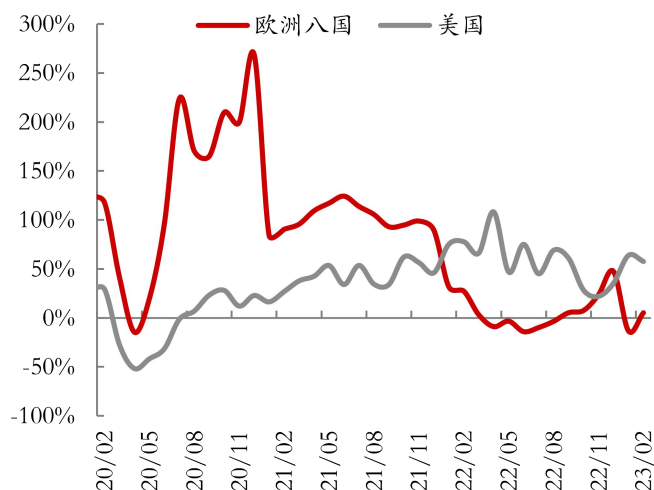
（注：2021 年数据为剔除疫情扰动的两年同比增速）

图表 16：中国新能源车渗透率



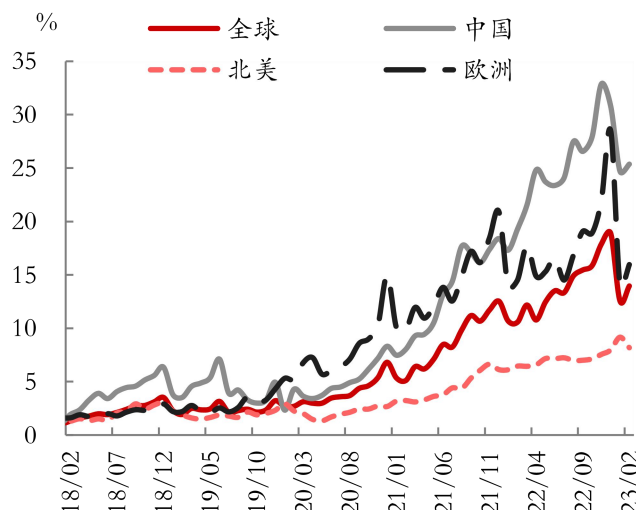
资料来源：中汽协，东证衍生品研究院

图表 17: 欧美当月新增新能源车注册量同比增速



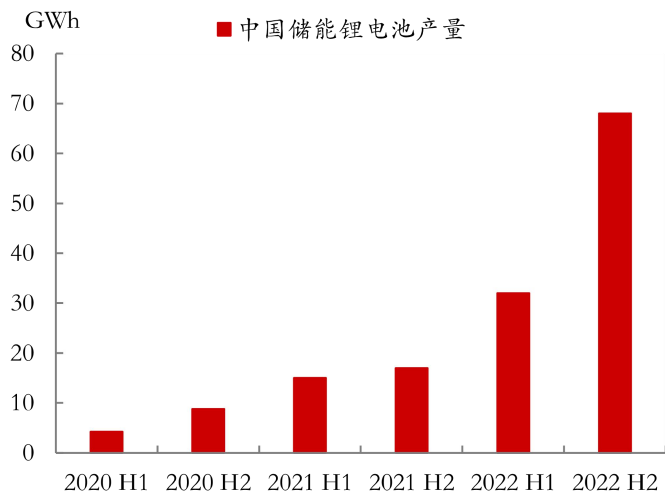
资料来源：各国汽车工业协会，东证衍生品研究院
(注：2021 年数据为剔除疫情扰动的两年同比增速)

图表 18: 主要经济体新能源车渗透率



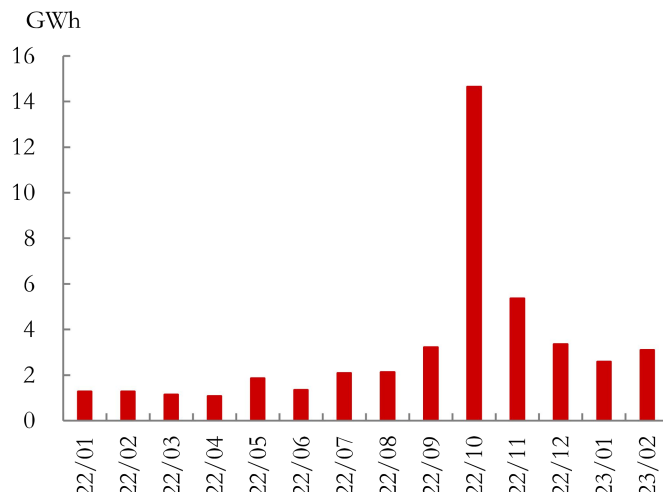
资料来源：Marklines，东证衍生品研究院测算

图表 19: 中国储能锂电池产量



资料来源：工信部，东证衍生品研究院

图表 20: 中国储能项目中标规模



资料来源：储能与电力市场，东证衍生品研究院

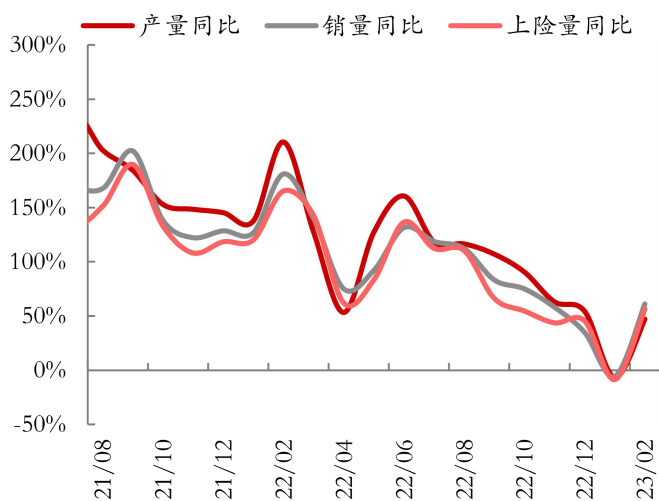
3.2、表观需求：行业信心有待重铸

但当前需求端更大的利空在于行业信心疲弱导致的下游各环节主动去库存。此前，下游各环节基于对锂价的看涨预期超额备货，其中尤以去年三季度最为明显。而随后的终端需求超预期走弱以及价格快速下跌则使得企业的库存压力显著增加。在缺乏风险对冲工具的当下，为了尽可能降低存货贬值带来的损失，产业链各环节均开始主动降低库存，渠道库存的收缩使得锂盐表观需求的收缩幅度明显甚于终端需求。目前来看，整车、电

池环节均仍有相当体量的库存有待消化，正极材料厂开工率维持低迷，预计二季度下游的逻辑主线仍是主动去库存，在此情况下，表需的改善大概率将滞后于终端需求的回暖。

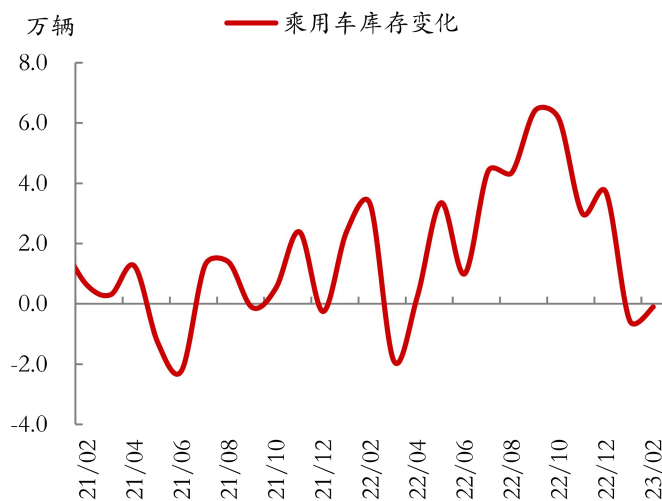
除了下游订单的恢复情况外，锂价的走势也直接左右着产业信心、进而影响企业的库存策略，即企业的采购行为往往呈现出“买涨不买跌”的特征。后续而言，我们倾向于认为，当终端需求回暖、渠道库存较前期峰值有所去化、价格跌势逐步放缓后，行业信心修复有望带动新一轮补库周期的开启。

图表 21：中国新能源车产量、销量及上险量同比增速



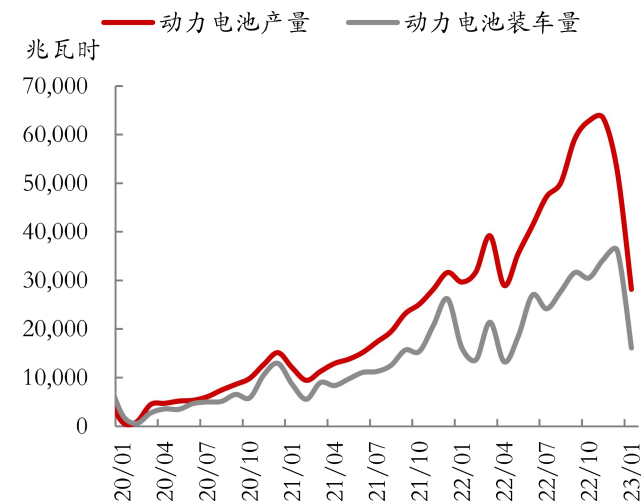
资料来源：乘联会，交强险，东证衍生品研究院

图表 22：中国新能源车当期库存变动



资料来源：乘联会，东证衍生品研究院测算

图表 23：中国动力电池产量及装车量



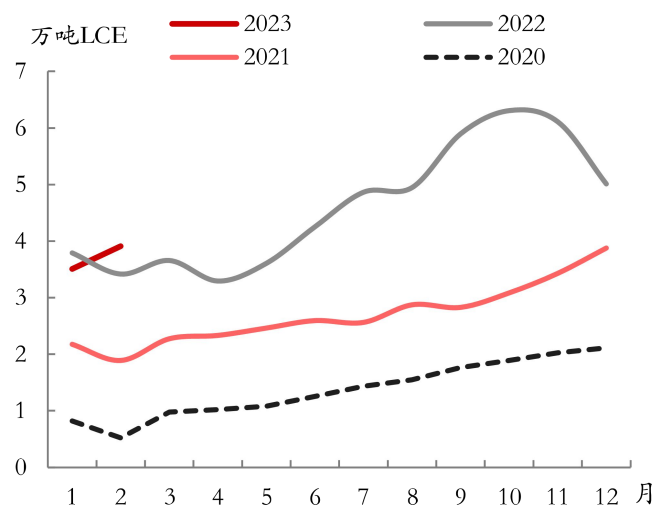
资料来源：汽车动力电池产业创新联盟，东证衍生品研究院

图表 24：中国动力电池当期库存变动



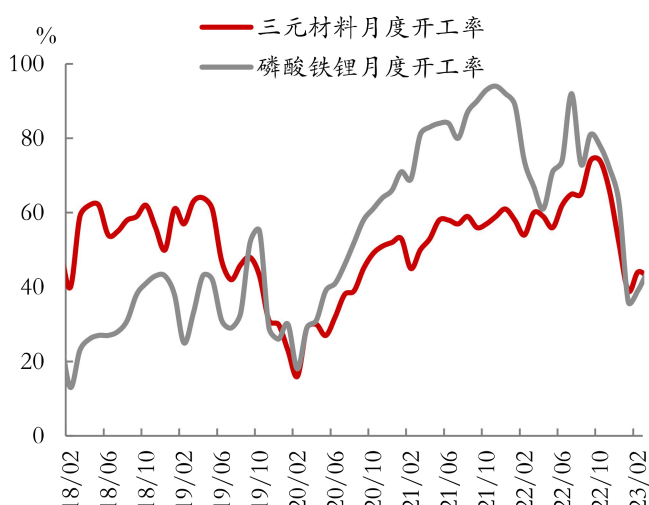
资料来源：汽车动力电池产业创新联盟，东证衍生品研究院测算

图表 25：中国锂电材料月度产量（折 LCE）



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

图表 26：中国正极材料厂月度开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

4、投资建议

我们认为，在当前极度悲观的情绪下，市场聚焦于需求端的疲弱，而一定程度上忽视了价格急跌后供给端囿于成本压力可能产生的负反馈。因此，二季度是一个重要的窗口期，除了持续跟踪终端需求的复苏力度以及产业链各环节库存去化的情况外，同样需要关注陷入亏损的锂盐厂是否会降低开工率、以及价差倒挂后智利碳酸锂是否仍能大比例出口至中国市场。

此外，现阶段锂盐缺乏全市场一致认可的公允价格，定价机制的紊乱也进一步加剧了行情的波动。当前溧阳中联金电子盘各合约收盘价均远低于主流第三方机构的现货报价，即便电子盘的投机性质较浓、本质上是少量资金多空博弈的结果，但急速下跌的价格依旧会加剧行业参与者的悲观情绪，最终对现货市场成交价起到向下牵引的作用。

对于这一市场定价机制不够透明的问题，我们认为在广期所碳酸锂期货上市后将得到有效的解决：更大的市场容量不仅能满足产业客户的套保需求，也能容纳投机资金的参与；充足的流动性将有效平滑市场波动；而公开市场交易形成的价格也更易被行业内各参与者所接受，报价紊乱导致的现货市场乱象将随之减少。

综合上述各方面因素，我们认为锂价短期或继续向下，测试 15-20 万元/吨附近成本支撑的有效性，考虑供需两端的边际变化后，锂价有望于二季度中后期逐步止跌企稳，而后再能否阶段性反弹则取决于需求的恢复情况。

5、风险提示

下游消费不及预期，新增产能建设进度与企业预期有所出入。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com