

调研报告—铅

安徽再生铅调研：

供应扰动或将重演，再生减产预期渐强

走势评级：

铅：看涨

报告日期：

2024 年 8 月 12 日

★调研结论

1) 生产亏损叠加货源趋紧，再生炼厂存在减产预期。大部分再生铅厂在 7 月底被迫大量补库，废电瓶价格下跌后，由于前期未进行套保对冲，再生企业普遍面临严重亏损。目前现货市场已现再紧缺趋势，后市再生企业可能会面临库存亏损和现货趋紧的双重压力，大部分前期高价收货的再生企业都有一定减产预期。

2) 供应矛盾或反复演绎，铅价波动率可能放大。废电瓶偏紧大背景仍存，而回收商停收将加速原料紧缺，可能会发生在 8 月底至 9 月上旬。考虑到偏低的成品库存和有短缺预期的原料库存，原料趋紧或将更快地传导至锭端。税改的影响正在逐渐落地，783 号令与反向开票政策将合计提高炼厂成本约 400 元/吨，未来回收商与消费者或将共同承担税收带来的成本提升。

3) 新国标有望减缓“锂代铅”进程。铅对锂的关键优势在于稳定性和安全性，电动车新国标会放开低速电动车的承重量限制，即给予铅酸电池更大的发展空间，也能改善电动车相对处于弱势的工况。对于废料端来说，未来废料出铅率有望上升，但同时废料报废周期也可能延长，总体来看后者的影响会更大一些。

★投资建议

短期来看，沪铅的主要驱动在于废电瓶趋紧和再生减产预期，但需求与进口仍有风险，反弹高度不宜看的过高，很可能是最终达到令再生炼厂小幅亏损运行的程度；长期来看，后市沪铅的交易主线在于供应扰动，且这种扰动的冲击在再生炼厂和回收商的高弹性运作下可能会比较强烈，这将导致后市铅价的波动率将有所放大。策略方面，短期建议关注逢低买入机会；套利方面，月差或维持大 Back 结构，但短期可能给不到合适的参与点位，同时中期维度关注内外正套机会。

★风险提示

调研样本代表性有限，进口冲击，需求超预期走弱。

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

孙伟东 首席分析师（有色金属）

从业资格号：F3035243

投资咨询号：Z0024605

Tel: 63325888-3904

Email: weidong.sun@orientfutures.com

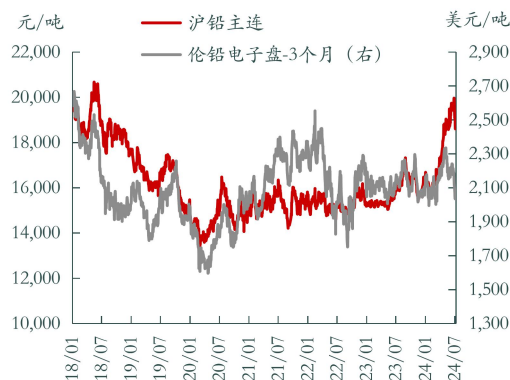
联系人：

魏林峻 有色金属分析师

从业资格号：F03111542

Email: linjun.wei@orientfutures.com

上期所锌主力合约走势



相关报告

《原料紧缺支撑铅价，锚定需求兑现情况》

2024/03/25

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。

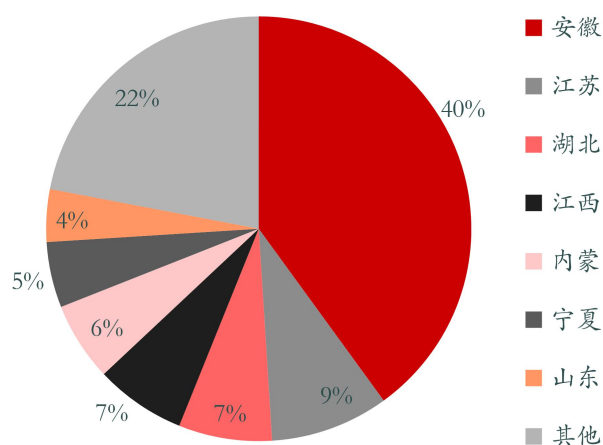
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、调研对象：安徽省再生铅企业

4月以来，原料偏紧问题成为铅市场关注重点，随着废电瓶价格屡创新高，叠加新政策逐步推行，成本支撑下沪铅持续走高。7月底原料端变化剧烈，废电瓶遭遇猛烈抛货，再生铅厂迎来阶段性补库，新政预期压降废电瓶价格，沪铅在宏观走弱与现货趋松共振下大幅回落。铅价下跌后，市场预期此前补高价货的再生铅企业或面临普遍的生产亏损。目前再生铅厂的生产情况和预期计划如何？是否前期有在期货上进行套期保值对冲风险？反向开票与783号令对铅厂成本的影响究竟几何？

伴随着这些疑问，我们赴往安徽省阜阳市的再生铅产业园进行实地调研，考察当地再生企业运行情况。安徽地区再生精铅占全国产量的约40%，是市场关注焦点，而阜阳的再生铅企业主要集中在太和与界首两地，产业园内有多家规模再生铅厂与电池企业。此次实地走访的再生铅企业年产量在10~60万吨不等，产品主要供向安徽和浙江等地。

图表 1：2023 年各地区再生精铅产量占比



资料来源：卓创资讯，东证衍生品研究院

2、调研结论

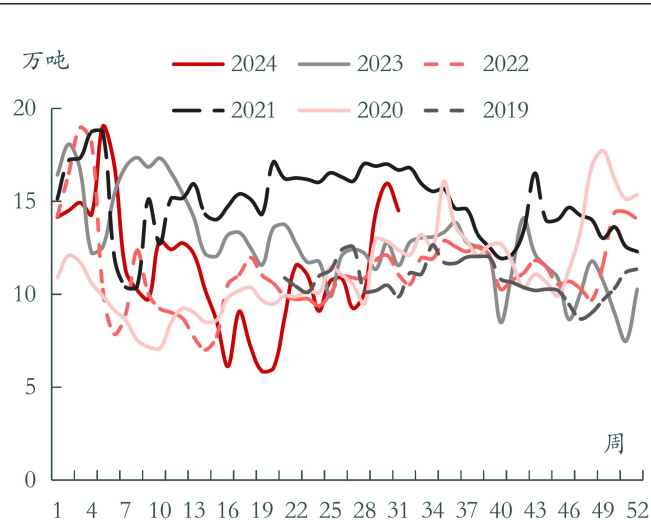
2.1 生产亏损叠加货源趋紧，再生炼厂存在减产预期

即便铅价反弹，再生炼厂生产依旧亏损。受访企业普遍反馈，7月底之前原料市场紧缺，除了部分现金流较为充裕、或是有固定供货商的企业外，大部分再生铅厂均在7月底被迫大量补库。与我们预期一致，废电瓶的供需情况在短短一周多的时间内从紧缺演变为过剩，市场上多余的货源引发现货市场崩盘。由于多数再生铅厂在前期，尤其是铅价在19000元/吨左右时收了大量高价废电瓶，废电瓶价格下降后，上周四再生企业普遍亏损

1500~2000 元/吨，即便周五铅价大幅反弹，仍处于生产亏损状态。此外，受访厂商普遍反馈，目前市场上已基本收不到低价货，后市再生企业可能会面临库存亏损和现货趋紧的双重压力。

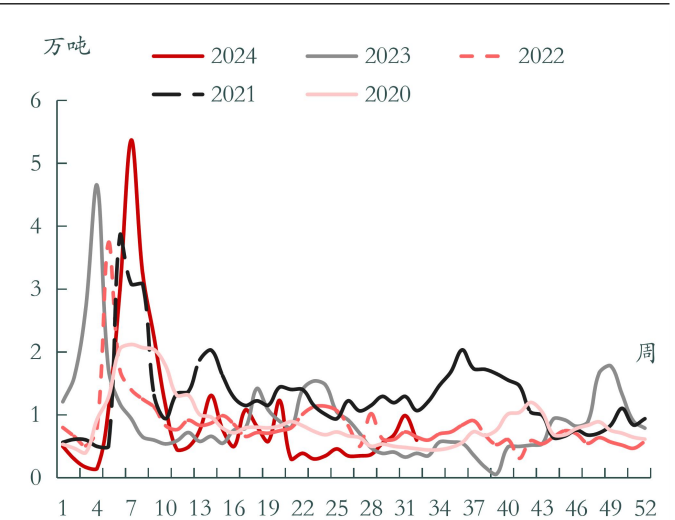
再生企业套保参与度较低，难以对冲本轮亏损。本次调研的样本企业中，只有一家开展了部分库存的套期保值，也就是说，目前再生企业除了等待铅价上涨，几乎没有其他办法来阻止这部分库存亏损的兑现。此外，根据受访企业，一般开工率维持在 70% 以上才能基本覆盖生产成本，因而除非企业现金流较为充裕或有长单保供压力，大部分前期高价收货的再生企业都有一定减产预期。

图表 2：再生铅周度原料库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 3：再生铅周度成品库存



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 8：厂库中堆放的粗铅



资料来源：东证衍生品研究院

图表 9：铅锭成品库存



资料来源：东证衍生品研究院

2.2 供应矛盾或反复演绎，铅价波动率可能放大

后市废电瓶或还将趋紧，且传导至锭端的速度可能快于上半年。在税改预期下，7月底部分回收商开始停收，截至8月11日，复收的回收商数量仍在少数，多数企业仍在观望政策执行进展。往后看，废电瓶偏紧年份大背景仍在，而回收商停收状态将加速原料紧缺，8月底至9月上旬很有可能还将面临一波原料偏紧的情况，同时考虑到目前再生企业成品库存相比上半年更低，甚至在样本企业中大部分企业都几乎没有成品库存，这可能会导致原料趋紧更快地传导至锭端。

税改的影响正在逐渐落地，未来回收商与消费者或共同承接税收成本提升。所有受访企业均认为税改将有利于市场发展，对新政持积极态度。即便此前安徽地区退税力度可观，但税改是行业系统性事件，有望将所有再生资源企业都拉回同一起跑线竞争，然也有部分企业担心倒查税收的可能性。对于产业链影响来看，目前大部分企业均已给出反向开票和783号令下的不同报价，成本端的影响正在逐步落地产业链。

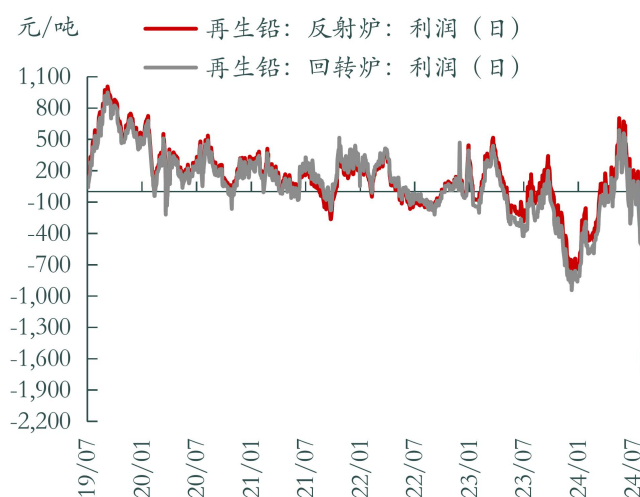
综合受访企业的回复，783号令与反向开票政策将合计提高炼厂成本约400元/吨，而部分企业认为影响数额会比之更高。就承接方来看，税改可能导致废电瓶价格受到压降，而终端价格可能上升。回收商日常运营成本较低，且再生产能过剩背景下，具有较强的议价能力；而铅价的上升可能也会在一定程度上拉动终端价格。在税改影响完全落地前，可能会存在过渡期，但产业链目前仍未就具体计划达成一致。

图表2：各地再生铅企业周度开工率



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表3：火法再生精铅生产盈亏



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

供应端其他方面来看，目前铅矿依旧紧缺，而8月进口量或在4万吨上下，同时样本企业反馈，进口铅存在杂质多、部分微量元素无法去除、出铅率相比国内铅更低等问题，且考虑到加工转换时间，进口对供应压力的缓解或相对有限。此外，部分企业反馈今年

环保督察力度较强，同时开展了安全检查。9月仍有环保督察预期，且持续时间可能达40天，或对企业生产造成一定影响。再者，今年限电刚刚开始，目前企业反馈限电时长在5~7小时/天不等，由于近期国内降雨逐渐减弱，后续也需关注电耗压力。总体来看，供应端扰动预期大于修复可能，而再生铅的预期减产可能也会成为8~9月供应端的关键影响因素。

2.3 新国标有望减缓“锂代铅”进程

业内对锂代铅问题态度不一，部分受访厂家认为，从金属储量和消费量的角度来看，铅仍然是我国可内循环品种，进口依赖度比镍、钴、锂等新能源金属更低，在未来的很长时间内，可能出现铅锂共存的现象；但也有观点认为锂价长期看空，锂对铅的替代预期正在逐渐增加，部分厂家也对此表示担忧。

从政策端来看，新国标可能会影响锂代铅的进程。多家受访厂商认为，铅对锂的关键优势在于稳定性和安全性，此前发生的电瓶车事故或令消费者产生担忧，购买锂电的意愿或有减弱。受访厂商认为，电动车新国标会放开低速电动车的承重量限制，即给予铅酸电池更大的发展空间，也能改善电动车相对处于弱势的工况。对于废料端可能带来两个影响，一是废料出铅率上升，二是质量提高后废料报废周期延长，总体来看后者的影响会更大一些。

在执行过程中，随着政策进一步收紧，考虑到需要购买保险、执法力度变强等，消费者担心违法和与便利程度，可能需要一段时间来消化。与此同时，也必须正视和解决电动车的非法改装问题。受访企业认为，消费能力不佳可能会将居民的置换需求转化为修理和改装，新国标可能会进一步提高对电动车的安全性要求。

图表 8：流水线上的铅酸电池半成品



资料来源：东证衍生品研究院

图表 9：堆放的铅酸电池成品库存



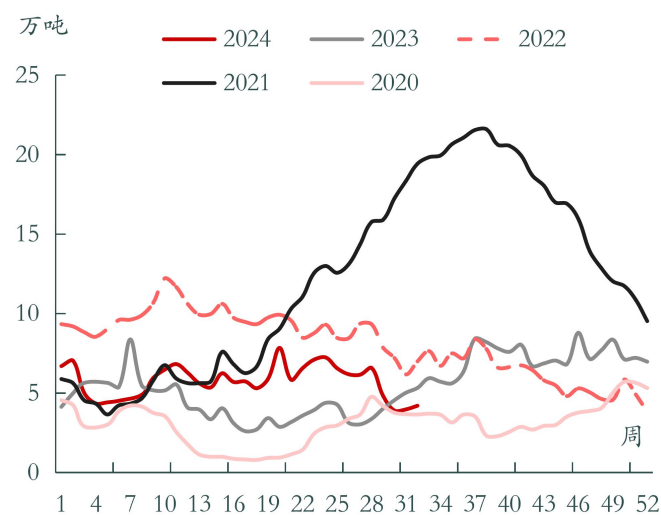
资料来源：东证衍生品研究院

3、投资建议

宏观方面，由于距离降息仍有一定距离，后市宏观情绪仍有反复可能，但由于铅价仍主要交易基本面矛盾，受宏观影响程度或在有色品种中偏弱。再生方面，后市随着政策预期被逐步消化，回收端停收现象或有减少，但在8至9月的节点，废电瓶依然会维持趋紧的大方向，且后市若出现成品库存偏低而原料紧缺的状态，再生端的弹性或将对铅价形成较强支撑。原生方面，矿紧依旧而TC新低，原生供应依然偏紧，而上期所库存仍旧偏低，9月合约高企的持仓手数令交割风险依然存在。此外，也需持续关注环保督察和限电等问题的影响。需求端，即便短期内成品库存有所累库，头部企业仍将成为开工率的主要支撑，需求短期被证伪的可能性依然较低；另一方面，近年来旺季不旺的趋势愈加显著，后市需求可能主要受旺季预期备货拉动，但也难看到多少增量。

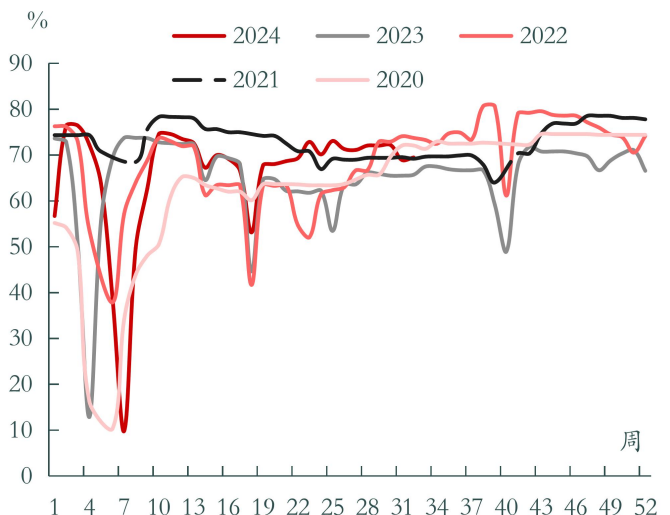
短期来看，沪铅的主要驱动在于废电瓶趋紧和再生减产预期，但需求与进口仍有风险，反弹高度不宜看的过高，很可能是最终达到令再生炼厂小幅亏损运行的程度；长期来看，后市沪铅的交易主线在于供应扰动，且这种扰动的冲击在再生炼厂和回收商的高弹性运作下可能会比较强烈，这将导致后市铅价的波动率将有所放大。策略方面，短期建议关注逢低买入机会；套利方面，月差或维持大Back结构，但短期可能给不到合适的参与点位，同时中期维度关注内外正套机会。

图表 12：国内铅锭社库



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 13：铅蓄电池周度开工率



资料来源：SMM，东证衍生品研究院

4、调研纪要

近期铅价波动较大，企业 A~D 调研数据截至 8 月 8 日，企业 E~H 数据截至 8 月 9 日。

4.1、回收资源企业 A

1) 基本情况

公司经营 20 万吨再生精铅及深加工项目，满产约 600 吨/天，最大接收废电瓶量约 1100 吨/天，目前开工率在 70%左右。2023 年，公司全年营业收入约 45 亿元，锡相关业务收入约 4 亿元，税收约 3 亿元。

2) 调研情况

1. 库存与经营情况：7 月底铅价暴跌之前，公司已主动将原料库存和成品库存基本清完，目前留有原料库存约 800 吨，成品库存基本为零，因而公司受此次下跌行情的影响不大，但目前偏低的原料库存仍然存在风险。
2. 783 号令：公司对政策持积极态度，各地市场竞争将变得更加健康。由于安徽地区此前退税力度较好，不退税可能透支部分企业净利润，且担忧倒查税收的可能性。长期来看，回收商运营成本较低，最终可能会承接这部分成本压力，未来再生铅税收成本或在 8.2~8.7%左右。
3. 反向开票：公司很早就已开始执行反向开票，对成本的影响为上升约 70 元/吨。主要担心两点：1) 个人所得税的稽查难度；2) 税收额度和原始单据是否匹配。
4. 生产预期：公司认为短期可能会面临一定生产亏损，将根据到货多少保持生产弹性。
5. 长单情况：今年已取消大部分长单，且后续不会再谈长单，会以月度或散单为主。
6. 废电池偏紧原因：1) 新国标实行后电动两轮车的报废期限或有增加，可能从 1.5 年的报废期上升至 2 年左右；2) 经济景气度有所下滑，居民活动半径下降导致替换数量减少。

4.2、回收资源企业 B

1) 基本情况

公司为天能控股 51%的再生铅冶炼厂，年再生精铅产量在 20 万吨左右，公司主要为母公司集团提供原料支持，散单占比不足 10%。2023 年，公司净利润亏损约 2000 万，主要是项目回款资金未到位所致。

2) 调研情况

1. 库存与经营情况：由于前期收高价货较多，7月底行情波动使公司原料单吨亏损在1500~2000元（截至8月8日），7月单月亏损已覆盖上半年净利润。目前公司拥有原料库存23000吨，最高时为30000吨，没有成品库存。
2. 783号令：公司对新政态度积极，认为业内企业将会重新回归同一起跑线，税改后企业将继续以13%的税收比例进行交税，仍然优于此前17%的增值税税率；政策影响或最终体现为压降废电瓶价格。
3. 反向开票：政策执行面临阶段性难题，对于业务量较大的企业，较难寻找到足够数量的自愿进行反向开票的自然人或售货商。
4. 套期保值：公司未开展套期保值。
5. 生产预期：目前以700吨/天的满负荷生产。
6. 长单情况：公司85~90%的长单给到集团内部，其余少量作为散单零售。
7. 废电池偏紧原因：1) 冶炼厂数量过多、产能过剩；2) 终端门店扩张迅速，部分库存堆积在终端，释放到市场数量减少；3) 回收商囤积库存；4) 经济景气度下行，消费者以修理替代置换。

4.3、回收资源企业 C

1) 基本情况

公司是国内领先的再生铅综合处置解决方案提供商，年处置30万吨含铅废料，年再生精铅和电解铅产能20万吨，硫酸约4万吨，满产产能约为700~750吨/天。

2) 调研情况

1. 库存与经营情况：7月底时库存约为24000吨，目前公司拥有原料库存22000吨左右，成品几乎无库存。对后续货源供应态度悲观，认为下半年废电瓶供应竞争还将加剧，目前公司产能维持在550~580吨/天左右。
2. 783号令：公司对新政态度积极，认为市场将回归公平竞争，对公司成本提升在1.5~2%左右。安徽地区并非是税补最优惠地区，江西地区降补更多，安徽地区后市可以发挥其辐射地区范围大的优势。8月1日的税改从7月起就开始产生实际影响，虽然公司从7月起就开始考虑降本，然废电瓶持续涨价，公司在7月底市场抛货时被动接大批高价货。
3. 反向开票：各地区执行情况不一，目前还没有看到大量铺开，目前在等待地方试点进程，成功后或将实现全省覆盖；预计反向开票将在年底前大量铺开，或是以点带面进行覆盖。主要担忧可能存在一个自然人向多个企业同时售货开票的情况，一旦出现问题，则公司可能涉及到违法风险和成本。
4. 套期保值：公司未开展套期保值。

5. 生产预期：短期减产意愿不强，认为减产导致的燃烧、用工、用电成本和利息显著增加将盖过废电瓶亏损；预计下半年开工率平均维持在 70% 左右。
6. 长单情况：下半年公司将不做散单，只供原定的 70% 长单；明年计划将不签订长单，同时认为再生企业将会重新思考经营模式，明年签订长单的企业将减少。
7. 废电池偏紧原因：冶炼产能投放过剩，明年产能继续投放，废电瓶可能还将偏紧。
8. 限电情况：前几年限电严重，今年刚开始，影响不是很大，平均限电 5~7 小时/天，影响产量约 150 吨/天。

4.4、回收资源企业 D

1) 基本情况

公司主要从事废铅酸蓄电池的回收、处置及资源化再利用，主营产品包括火法精铅、合金铅、硫酸和塑料等。2023 年实现营业收入 50 多亿元，实现利税 4.06 亿元。公司年产能 49 万吨，日废电瓶需求量在 1200~1500 吨左右。

2) 调研情况

1. 库存与经营情况：目前市场已经收不到低价货，日收货量在 100 吨左右，远达不到 1500 吨的总需求量，同时公司也在进行例行检修。目前公司高价原料收货约 5000 吨，总计原料库存在 10000 吨左右。
2. 783 号令：认为对企业成本的影响将显著高于 2%，其中包括小税种也取消返还、自然人代缴税点等难点。
3. 套期保值：公司未开展套期保值。
4. 生产预期：处于暂时停产状态。
5. 长单情况：月长单 8000 吨左右，占比 50%。
6. 废电池偏紧原因：认为回收商契约性低下，由于日常运营成本较低，主要支出在于房租和工资，因此回收商完全可以囤货后等待价格上涨再出货，后市仍有抢货预期。
7. 环保督察：9 月左右安徽地区或有新一轮为期 40 天的环保督察。

4.5、蓄电池制造商 E

1) 基本情况

公司是一家专注于新能源电池研发制造的科技型企业，主营业务为石墨烯电池和新能源电池研发、制造、销售，品牌定位高端，致力于打造差异化和高性能产品，公司产品的

80%~90%都输送给母公司，另有部分产品配合整车出口会对海外销售。目前公司产能10万只电池，今年改造扩建后，明年产能或达到13万支。

2) 调研情况

1. 库存与经营情况：目前原料库存维持在3天左右，几乎都是7月底至8月初的高价库存，最多的时候达到一周，且由于旺季备货预期，相信市场上其他电池厂也有备货行为；成品库存普遍堆放，但主要为母公司直供货。
2. 套期保值：公司未开展套期保值。
3. 长单情况：长单为主，占比约70~80%。
4. 招工情况：近年来公司降本增效显著，由于设备自动化升级，员工数量从以前的3000人高点近乎腰斩，但产能实现翻倍。
5. 对锂代铅的看法：安全性是关键问题。电动两轮车的工况相比汽车更加恶劣，考虑到销售价格的差距，在机械保护、BMS和智能控制等方面，两轮车的成本要求都会更低。
6. 今年电动车需求：内需同比去年没有那么乐观，一方面是经济景气度下滑，另一方面是夏天过热导致居民骑车出门意愿降低。外需有一定增量，1H24整车出口同比增加，增量主要来自印尼和东南亚地区。

4.6、回收资源企业 F

1) 基本情况

公司是专业从事先进电池研发、生产、销售、回收的综合性高新技术企业，也是亚洲最大的汽车蓄电池制造企业之一。公司年再生铅产能13~14万吨，日废电池需求量约600吨，此前公司主动控制废电池采购量，日采购量约500吨。

2) 调研情况

1. 库存与经营情况：公司现金流情况较好，可以做到当天即收即用，几乎没有废电瓶库存。目前低价收货量在200吨/天左右，但无法满足正常生产需求。体感铅价涨至19500元/吨附近，现货就较难成交。公司无成品库存。
2. 套期保值：公司开展套期保值，大约为库存的30%。
3. 生产预期：按目前价格，市场上多数再生铅企业都会面临亏损，原料紧缺情况并未好转，8月底至9月初再生企业仍有停产预期，行业甚至面临洗牌可能。
4. 长单情况：长单比例在30~40%，以散单为主。
5. 对于进口铅的看法：进口铅含杂量较高，即便重新精冶，铅含量也只能达到95%左右，不及国内铅的98%，因而业内使用率不高。
6. 环保督察：上半年环保检查和安全检查力度都较强，9月仍有检查预期。

4.7、回收资源企业 G

1) 基本情况

公司是一家以废旧蓄电池的回收、加工为主导的再生资源企业，产品主要有电解铅、精铅、合金铅、ABS 塑料等。公司一期项目产能 45 万吨，二期产能 14 万吨，合计产能共计 59 万吨，2023 年产量为 45 万吨，另生产锡锭、锑白、塑料、硫酸。

2) 调研情况

1. 库存与经营情况：目前原料库存在 10000 吨有余，成品库存几乎没有，处于快进快出状态，5000~6000 吨为安全库存。今年主动控制产能，预计全年产量在 30 多万吨。二期项目处于停产状态，今年主要供货给长期客户。
2. 税改影响：783 号令与反向开票一起将带来约 400 元/吨的炼厂成本增加。
3. 套期保值：由于长单签订为主，因而未开展套期保值。
4. 生产预期：后市以销定产。8 月初复产一期项目，目前产量 1000 吨/天，未满产；二期预计到明年春节都不会再开。
5. 长单情况：与大量客户签订长单，长单占比 80%~90%，散单较少；明年可能不做长单，计划做一些卖出保值。
6. 关于废电瓶紧缺：目前再生铅出铅量高峰已经过去，蓄企在新旧国标切换下选择回归高质量发展，报废周期也可能从轻量化电池时期的 2~3 年上升至 3~4 年。

4.8、回收资源企业 H

1) 基本情况

公司是一家以废旧蓄电池回收和冶炼加工为主导的再生铅企业，主要产品有还原铅、电解铅、合金铅和氧化铅。公司年产能现 12 万吨，等待新项目批复后将增加到 30 万吨。

2) 调研情况

1. 库存与经营情况：目前拥有原料库存 20000 多吨，成品库存约 3000 吨。目前生产为 500 吨/天，根据销量确定原料采购需求，到货情况为 400~500 吨/天，原料大部分来自固定供应商，目前产销正常，认为现货市场上较难采购到低价货。
2. 税改影响：反向开票和 783 号令对炼厂成本影响约为增加 400 元/吨，认为成本增加比例在 4.1~4.2% 左右，这部分成本最终将由市场承担。
3. 套期保值：目前未进行套期保值，二期新增 18 万吨产能后，可能会有保值需求。
4. 生产预期：产销正常，下游采购冷清，不会满产，但也没有减产计划。

- 5. 长单情况：几乎没有签订长单，多为按周按月的散单签订。
- 6. 加工成本：单位加工成本在 1200-1400 元/吨。

5、风险提示

调研样本代表性有限，进口冲击，需求超预期走弱。

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