

2021年10月11日 星期一

## 供应扰动支撑

## 锌价高位震荡



联系人：黄蕾

电子邮箱：huang.lei@jyqh.com.cn

电话：021-68555105

### 要点

●冶炼企业进入冬储后，原料供需相对偏紧，国内10月内外锌矿加工费环比均回落。9月广西、云南、湖南三省限电影响超预期，精炼锌月度产量较8月仅小幅增加。10月各省限电影响延续，产量预计环比小幅回落。不过第四批抛储5万吨货源陆续下放，弥补部分减量，社会库存小幅回升。

●需求端来看，初端消费受利润不佳、出口受限及限电等因素影响，旺季不旺。终端，房地融资偏紧，制约投资及开工，而汽车及白色家电仍表现偏弱；不过基建板块四季度有望发力，将带动锌消费回暖。

●整体看，10月限电对锌上下游影响有望延续，不过抛储锌补充，社会库存或小幅累积，国内基本面矛盾仍不突出。当前市场较为关注海外能源价格上涨影响是否扩大，若后期更多炼厂加入减产行列，将推动锌价走强。不过年内美联储缩减购债的预期仍较强烈，宏观面将给予锌价较大压力。预计10月锌价震荡重心有望上移，主要运行区间在22500-24000元/吨，操作上可逢低短多，谨慎追高。

风险提示：宏观风险，海外能源价格下跌

## 目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、 锌市场行情回顾.....                | 4  |
| 二、 锌基本面分析 .....                | 4  |
| 1、 部分矿业下调产量目标，全球锌矿增量或再度下调..... | 4  |
| 2、 加工费环比小幅回落，进口矿环比增加.....      | 5  |
| 3、 限电扰动不断，抛储货源弥补缺口.....        | 6  |
| 4、 初端消费旺季不旺.....               | 8  |
| 5、 终端消费表现偏弱.....               | 10 |
| 6、 海外库存再度下滑，国内库存低位回升.....      | 12 |
| 三、 总结与后市展望 .....               | 13 |

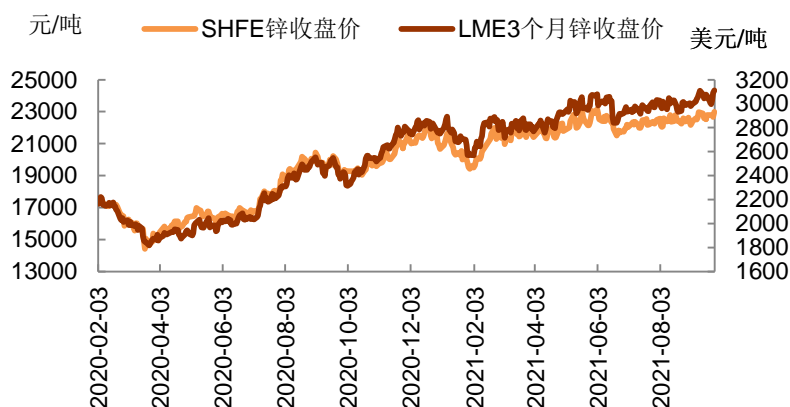
## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势 .....       | 4  |
| 图表 2 全球锌矿月度产量 .....               | 5  |
| 图表 3 全球锌市月度供需情况 .....             | 5  |
| 图表 4 锌矿产出明显恢复，但仍未修复至疫情前水平 .....   | 6  |
| 图表 5 锌矿供应趋松态势放缓，加工费小幅回落 .....     | 6  |
| 图表 6 锌矿进口量环比回升 .....              | 6  |
| 图表 7 国内精炼锌产量 .....                | 7  |
| 图表 8 国内矿山及炼厂利润变化 .....            | 7  |
| 图表 9 精炼锌进口量环比大幅下滑 .....           | 8  |
| 图表 10 进口维持亏损 .....                | 8  |
| 图表 11 主要省份限电对精炼锌生产影响量 .....       | 8  |
| 图表 12 第四批抛储货源储存地分布情况 .....        | 8  |
| 图表 13 镀锌企业开工率 .....               | 9  |
| 图表 14 压铸锌企业开工率 .....              | 9  |
| 图表 15 氧化锌企业开工率 .....              | 10 |
| 图表 16 基建投资增速有望环比改善 .....          | 11 |
| 图表 17 后期专项债券发放有望加快 .....          | 11 |
| 图表 18 房地产调控升级，房地产投资增速持续回落 .....   | 12 |
| 图表 19 芯片危机及原材料上涨压力，继续制约车市产销 ..... | 12 |
| 图表 20 白色家电产量增速放缓 .....            | 12 |
| 图表 21 白色家电出口增速回落 .....            | 12 |
| 图表 22 上期所库存低位回升 .....             | 13 |
| 图表 23 LME 库存再度缓慢回落 .....          | 13 |
| 图表 24 社会库存低位反复 .....              | 13 |
| 图表 25 保税区库存维持低位 .....             | 13 |

## 一、锌市场行情回顾

9月沪锌主力Zn2110期价震荡重心有所上移。月初基本面影响因素钝化，锌价走势更多受宏观指引，国内8月官方及财新PMI数据均表现不佳，引发经济下行的担忧，锌价承压回落至22000元/吨附近止跌反弹。随后公布的国内出口数据及社融数据超预期，市场预计流动性维持宽裕，抵消了美联储官员偏鹰派言论。此外，锌铝价差缩减至近十年来低位，资金推动锌价补涨，锌价突破23000元/吨整数关口。下半月，国内8月主要经济指标继续下行，国储局称继续投放储备锌，市场多头情绪暂缓，锌价跟随周边金属高位回落。不过伴随着各地限电影响不断加剧，且欧洲炼厂亦出现电价上涨减产的情况，锌价重拾涨势刷新年内新高至23250元/吨。不过月底国储局再抛5万吨储量，供应缺口弥补，加之临近国庆长假，多头离场显著，锌价高位回落，最终收至22385元/吨，月度涨幅达0.16%。伦锌走势相近，月度涨幅达1.05%，收至3035.5美元/吨。

图表 1 沪锌主连及 LME 三月期锌走势



数据来源：Wind，铜冠金源期货

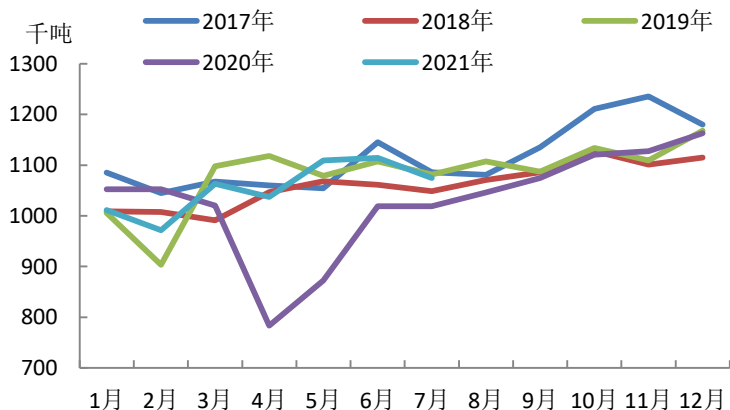
## 二、锌基本面分析

### 1、部分矿业下调产量目标，全球锌矿增量或再度下调

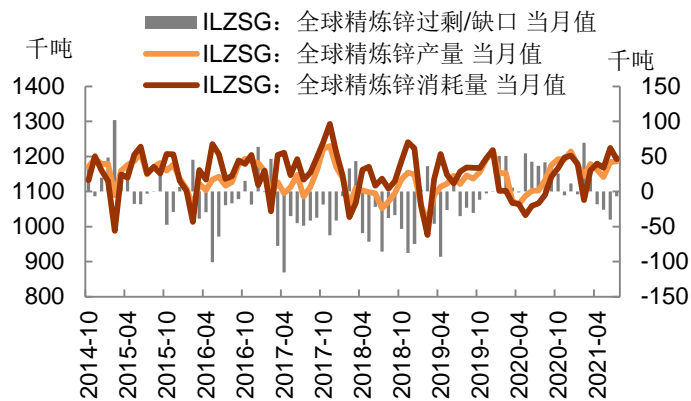
ILZSG 最新数据显示，2021年7月全球锌矿产量达107.46万吨，环比减少3.6%，同比增加2.7%。精炼锌产量达118.57万吨，同比增加7.5%，消费量达119.23万吨，同比增加11.8%。7月全球锌市供应缺口收窄至6,600吨，6月修正后为4万吨。前7个月，全球锌市供应过剩1.1万吨，低于2020年同期的过剩42万吨。数据来看，全球锌矿产出、精炼锌消费增速放缓，全球供需维持小幅短缺。

三季度海外部分矿山新产能集中释放，且疫情缓解使得主要矿山产能修复，预计四季度产量仍会持续修复和增长，但是海外疫情仍显反复，新增矿山项目存延期可能，叠加部分矿企下调全年生产计划，全年锌矿供应恢复或不及预期，我们再度下调增量至20万吨，全年锌矿供应或小幅偏紧。

图表 2 全球锌矿月度产量



图表 3 全球锌市月度供需情况



数据来源: ILZSG, 铜冠金源期货

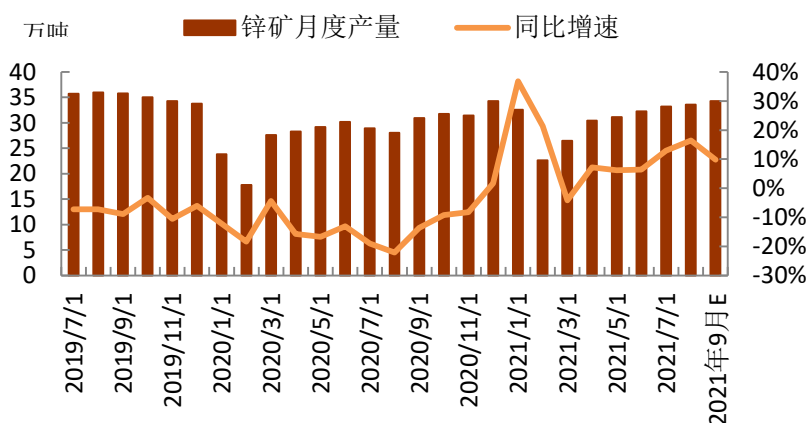
## 2、加工费环比小幅回落，进口矿环比增加

三季度国内锌矿产出明显恢复，但仍未修复至疫情前水平。据SMM数据显示，1-9月份国内锌矿产量累计为270万金属吨，较去年同期增加了24万金属吨，但低于19年同期的水平；其中三季度锌矿产量101万金属吨，较去年同期高13万金属吨，主因去年疫情导致低基数的影响，叠加前期新增产能投产，使得三季度国内锌矿增量明显，但国内环保政策和恶劣天气限制了锌矿产量修复至疫情前水平。

从今年内外锌矿加工费情况来看，今年前4个月内外加工费均延续环比走弱的趋势，双双跌至近两年半以来的低位。但自5月份起，内外加工费均止跌缓慢回升，近入日9月加工费涨势放缓，10月内外加工费均环比小幅回落。SMM最新月度数据显示，10月国内锌矿加工费下降100元/吨至3900-4400元/吨，进口矿加工费下调5美元/吨至75-85美元/吨。今年国内炼厂提前冬储的预期有所升温，叠加高寒地区矿山将陆续季节性停休，锌矿供应趋松态势放缓，加工费小幅回落，不过国内9月国内限电影响精炼锌产量，且后期仍存限电减产预期，对原料锌矿需求有望减少，内外锌矿加工费降幅有限。

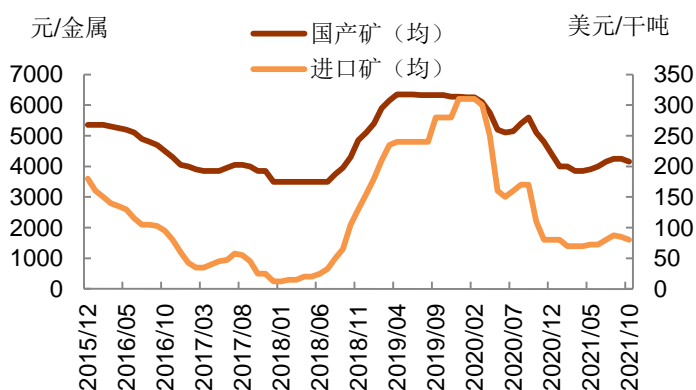
锌矿进口方面，海关数据显示，8月进口锌精矿为30.4023万吨，环比增加8.11%，同比下降25.97%，1-8月累计进口锌精矿达246.7149万，同比减少9.08%。从进口国别看，澳大利亚贡献主要增量，秘鲁进口量则再度下滑。8月进口量环比大增主要源于前期船舶集中到港，9月进口量或环比小幅减少，不过炼厂担忧当前不稳定海运或提前敲定长协订单。

图表4 锌矿产出明显恢复，但仍未修复至疫情前水平



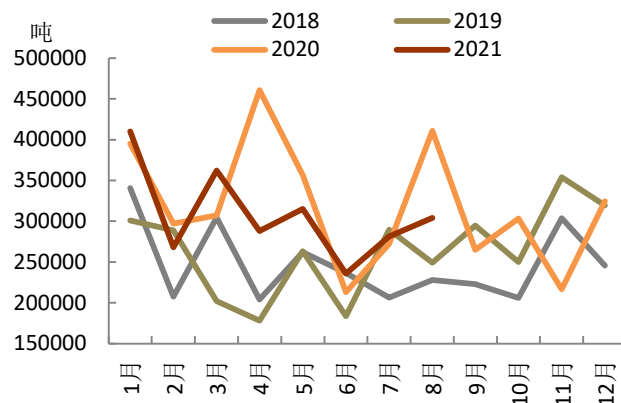
数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表5 锌矿供应趋松态势放缓，加工费小幅回落



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表6 锌矿进口量环比回升



### 3、限电扰动不断，抛储货源弥补缺口

8月中旬发改委公布的《2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》来看，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏9地上半年能耗强度同比不降反升。此外，还有10个省份的能耗强度降低率未达到进度要求，全国节能形势十分严峻。在距离年终“大考”不到四个月的时间里，各省限电政策不断出台。

SMM：9月精炼锌产量51.19万吨，环比增加3000吨，同比减少6.85%。1-9月累计产量455.4万吨，累计同比增加3.06%。实际增量远不及预期，主因为9月中秋开始，湖南、广西、云南地区炼厂限电影响加剧。其中，湖南地区部分再生锌炼厂自中秋起停产至国庆以后，其余炼厂也受到了30~50%左右的限电限产。广西地区炼厂于9月持续存在限电影响，并于中秋起限电力度加剧。云南地区受限电影响相对较小，当地整体产量较8月仍有增量，符合前期预期。其他精炼锌产量波动与预期符合，其中内蒙古某炼厂停产；陕西地区炼厂产量环比增长；甘肃地区炼厂复产带来主要增量等。进入10月，湖南地区炼厂于国庆后陆续恢复正常生产，当地

采取浮动电价后，电价环比上涨20%，暂未影响至企业生产，产量预计与9月基本持平。广西地区10月限电仍有影响，云南地区进入枯水期后，部分炼厂下调计划产量。10月增量主要来自内蒙古某炼厂的复产以及新疆地区炼厂限电结束后恢复正常生产。故预计10月国内精炼锌产量环比减少0.84万吨至50.35万吨。

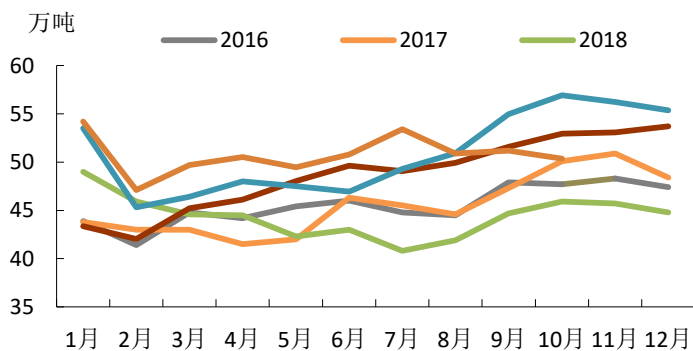
国内新增产能方面，2020年12月投产的新疆紫金，在上半年经过调试运行后，整体运行情况较佳；青海中钜一季度开始出产量，二季度在产中，尚未达到满产状态。广西誉升一期原计划5月份投产，现推迟至10~11月陆续投料生产，后期将缓慢放量。下半年西南能矿一期也有望投产，但其规模较小，产出贡献量或不明显。

近期海内外精炼锌供应同样受到来自能源方面的扰动。受极端高压、大面积干旱等极端天气侵袭，欧洲大力发展的风力与水力发电量在年内骤降，此外，天然气价格上涨造成的发电成本上升，逐渐走高的成本让很多工厂减产甚至停工。9月23日海外消息，因电力成本飙升，Nyrstar在荷兰一家大型锌冶炼厂Budel-Dorplein不得不在用电高峰期削减产量，该炼厂去年产能接近30万吨左右，目前限电影响量尚不确定。目前来看，随着欧洲天然气、煤电等能源价格飙升，生产企业成本不断抬升，市场担忧海外出现更多炼厂加入减停产行列，从而助推锌价价值的抬升。

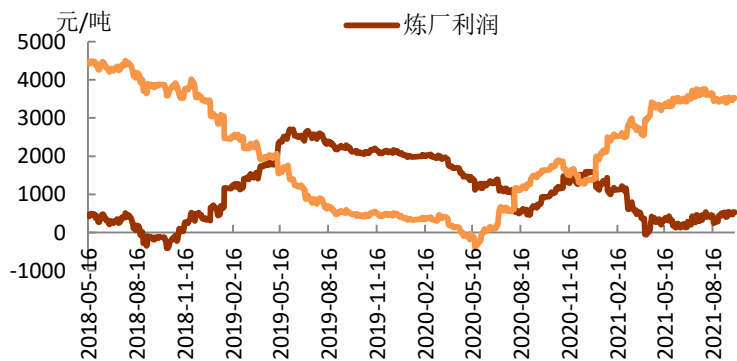
进口方面，海关数据显示，8月，进口精炼锌2.73万吨，同比下降41.38%，环比下降16.52%。1-8月累计进口32.92万吨，同比增加5.03%。8当月澳大利亚贡献主要增量，哈萨克斯坦、印度及韩国进口量则出现较明显下滑。8月进口窗口继续扩大，加之部分区域因疫情导致运输受限，进口量不断萎缩，市场以部分非盈利长单及前期锁价货源流入为主，但抛储货源得以弥补。

不过，国储局抛储锌锭仍可平衡限电及进口下滑导致的供给缺口。9月10日左右第三批抛储货源5万吨陆续抵达下游，供给温和补充。9月27日国储局公告称将于近期抛储第四批货源，仍为5万吨。本轮抛储储存地相对集中在东北、华中和西北地区，且湖南地区抛储量最多为16878吨，广西也有5087吨储量，足以弥补9月限电的影响。

图表 7 国内精炼锌产量

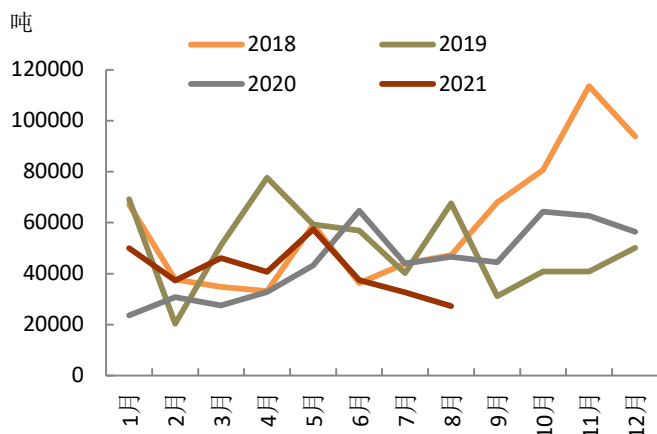


图表 8 国内矿山及炼厂利润变化

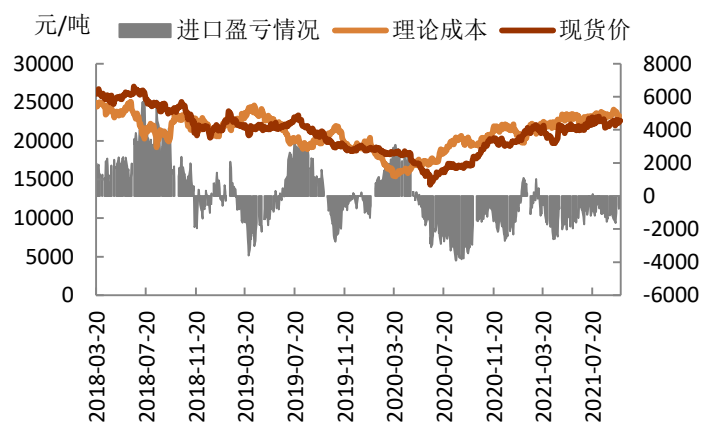


数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

图表9 精炼锌进口量环比大幅下滑



图表10 进口维持亏损



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表11 主要省份限电对精炼锌生产影响量

| 月份  | 地区 | 影响量 (万吨) |
|-----|----|----------|
| 10月 | 广西 | -3500    |
| 10月 | 湖南 | 1250     |
| 10月 | 辽宁 | 0        |
| 10月 | 内蒙 | 0        |
| 10月 | 陕西 | -323     |
| 10月 | 云南 | 4018     |
| 10月 | 四川 | 2250     |
| 10月 | 新疆 | 3000     |
| 10月 | 江西 | -2000    |
| 10月 | 其它 | -2516    |
| 合计  |    | -5857    |

图表12 第四批抛储货源储存地分布情况

| 地区       | 抛储量 (万吨) |
|----------|----------|
| 宁夏中卫市    | 5063     |
| 黑龙江齐齐哈尔市 | 4914     |
| 辽宁铁岭市    | 5000     |
| 甘肃兰州市    | 3095     |
| 广西桂林市    | 5087     |
| 河南巩义市    | 4984.5   |
| 湖北武汉市    | 4990     |
| 湖南株洲市    | 11628    |
| 湖南邵阳市    | 5250     |
| 合计       | 50011.5  |

数据来源: SMM, 铜冠金源期货

#### 4、初端消费旺季不旺

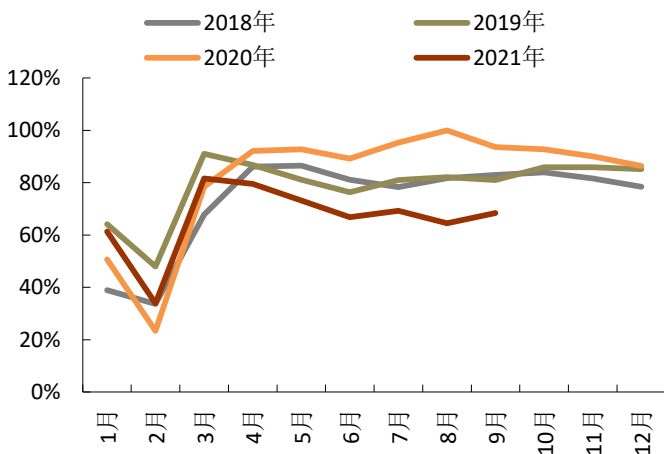
锌的初级消费主要包括镀锌(60%)、黄铜(11%)、压铸锌合金(22%)、氧化锌(9%)、原电池五类(8%)。其中镀锌用途广泛,需求量大,是驱动锌需求的重要动力。镀锌产品耐腐蚀性优越,环保无公害,产品性能稳定,易焊接,广泛应用于建筑行业(阳台面板、卷帘门、雨水管道等)、家用电器(冰箱、洗衣机、空调等)、家具行业(灯罩、衣柜、桌子等)、运输行业(汽车外壳、车厢板、集装箱、轮船隔仓板等)等。



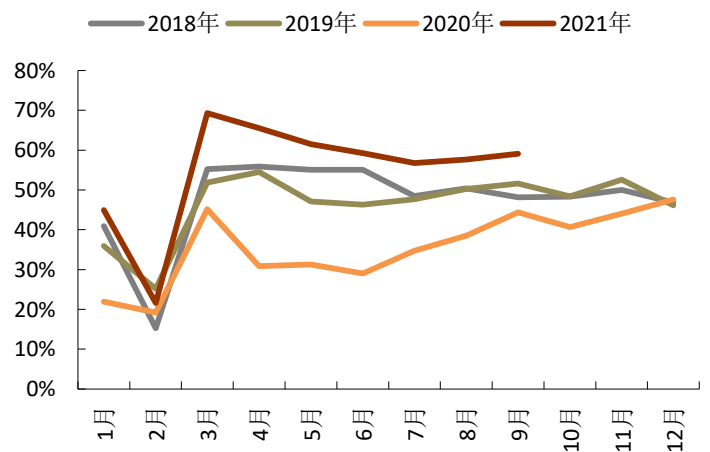
从初端企业调研情况来看，8月镀锌企业开工率为64.51%，环比降低4.75个百分点。8月镀锌管企业受钢材价格波动大影响，销售订单不稳，企业利润倒挂，成品库压力大倒闭企业限制开工；而疫情及极端天气扰动端企业施工，且原料价格高企，镀锌结构件企业利润欠佳，限制开工。8月压铸锌合金企业开工率为57.64%，环比增加0.86%。前期检修企业及浙江台风影响后企业复产，带动企业开工回升。不过，较往年同期相比，8月下旬订单将显著增加，但今年表现一般，并无明显改善。氧化锌方面，锌价高企，下游畏高采购情绪弱化，氧化锌企业成品库存压力较大，旺季中陶瓷订单出现下滑，且国内基建及运输低迷背景下，轮胎磨损度率降低，导致氧化锌订单下滑。

进入9月，初端各版块企业生产表现出旺季不旺的现象，一方面终端传统需求尚未传导至初端板块，且钢材价格高企导致镀锌企业利润倒挂现象尚未缓解；合金企业受因原料价格及出口船只运费高企的影响，抑制部分订单需求；山东环保检查结束，部分氧化锌企业开工回升，但今年以来汽车板块缺芯问题严重，且基建运输板块低迷，拖累氧化锌需求。另一方面，限电对下游需求的负面作用也开始逐步凸显，其中华北作为镀锌主产区的天津、河北唐山、山东省的德州、淄博、烟台地区耗电企业影响产量20-30%不等，江苏泰州地区企业影响量较大；广东限电对当地压铸锌合金企业生产也构成较显著影响，企业开工率低于往年同期；江苏、山东各地氧化锌企业生产同样受到不同程度的影响。对于十月，各地限电结束后，初端企业开工将有所恢复，且后期随着基建逐步发力，镀锌板块需求环比或出现回升，但改善幅度或相对有限。

图表 13 镀锌企业开工率

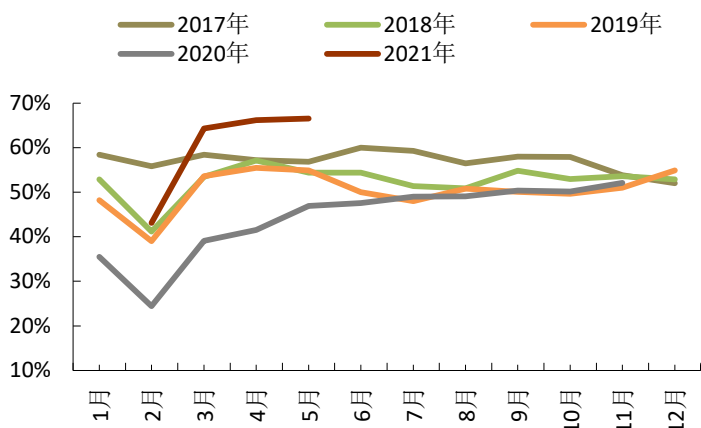


图表 14 压铸锌企业开工率



数据来源：Wind, SMM, 铜冠金源期货

图表 15 氧化锌企业开工率



数据来源: Wind, SMM, 铜冠金源期货

## 5、终端消费表现偏弱

国内终端需求来看, 房地产、建筑业和汽车工业是主要应用领域, 占中国的锌消费量 50% 左右, 其次在地铁、城市轻轨等基础设施建设、电力工程、电网建设等领域也占有一定份额。大量镀锌薄板材用于汽车制造、冷藏箱、建筑业、通风和供热设施以及家具制造等领域。

**从基建投资方面来看:** 统计局数据来看, 固定资产投资继续回落, 1-8 月份, 全国固定资产投资 (不含农户) 同比增长 8.9%, 前值为 10.3%, 两年平均增长 4.0%。其中, 1-8 月基建投资同比增长 2.58%, 前值为 4.2%, 也延续下滑态势。

今年来看, 财政后置对 1-8 月份的基建增速影响显著。不过, 7 月 30 日政治局会议之后, 在财政政策和货币政策支持下, 国内债券融资市场环境回暖, 政府债和企业债发行稳定。8 月政府专项债发行有所提速, 1-8 月累计发行专项债券 27756 亿元, 年内尚余 8700 余亿元额度。专项债大概率将在年内完成发行, 后面几个月将加速发行, 但是资金和项目实施之间存在时间差, 基建发力还需等到年底至明年上半年。

**房地产方面:** 房地产调控升级, 房地产投资增速持续回落, 1-8 月房地产开发投资同比增长 10.9%, 前值为 12.7%。

1-8 月, 房地产新开工面积、施工面积、竣工面积、商品房销售面积分别同比增长-3.2%、8.4%、26%和 15.9%, 除了竣工面积增速小幅扩大外, 其它三项均较前期呈现增速放缓或降幅扩大的趋势, 且呈现出越往产业链前端增速越低的格局, 这也显示后续房地产投资或将持续承压。目前房地产融资监管收紧, 叠加恒大财务问题对市场情绪的冲击, 房企融资难度进一步加大, 如果在此过程不能平稳过渡, 则可能对房地产投资造成额外冲击。

**从汽车方面来看:** 中汽协数据显示, 8 月中国国内汽车产销分别完成 172.5 万辆和 179.9 万辆, 环比分别下降 7.4%和 3.5%, 同比分别下降 18.7%和 17.8%, 降幅比 7 月分别扩大 3.2

和 5.9 个百分点。8 月汽车产销同比降幅进一步扩大，主因国内疫情和马来西亚疫情，导致供应链风险提升，车企减产压力进一步加大。1-8 月，汽车产销分别完成 1616.6 万辆和 1655.6 万辆，同比分别增长 11.9% 和 13.7%，增幅比 1-7 月继续回落 5.3 和 5.6 个百分点，但汽车累计产销与 2019 年同期数据相比仍呈现微增，目前是汽车产品供给不足，终端市场需求保持平稳的格局。

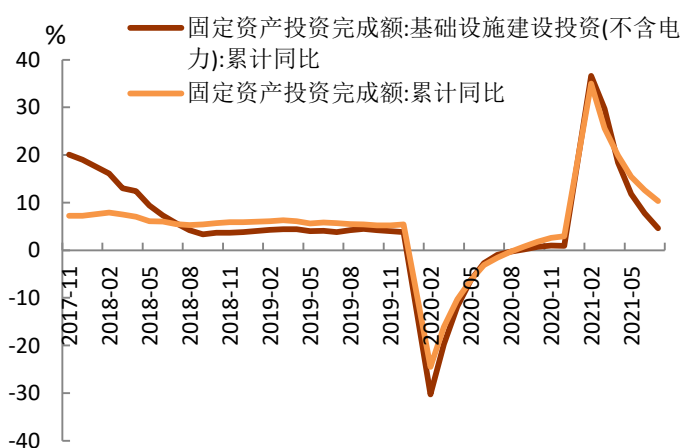
根据高盛预估 2021 年全球将生产 7500 万辆汽车，同比增长 2.3%，远低于今年初的预期的 8300 万辆；2022 年全球将生产 8500 万辆汽车，而此前的预测为 9000 万辆，且认为芯片供需紧张的局面预计还将持续几个季度。故短期芯片危机及原材料上涨压力等不利影响依然存在，将继续制约车市产销。

**从白色家电方面来看：**国家统计局数据显示，8 月空调产量同比增加 4.3%，增速扩大；冰箱产量同比下降 19%，降幅继续扩大；彩电产量同比下降 19.3%，降幅收窄；洗衣机产量增速转负，为-10%。进出口来数据显示，8 月空调出口同比降幅大幅收窄至 3.3%；冰箱出口同比降幅扩大至 19.4%；洗衣机出口同比降幅扩大至 21.6%；液晶电视出口同比降幅略收窄至 32.8%。

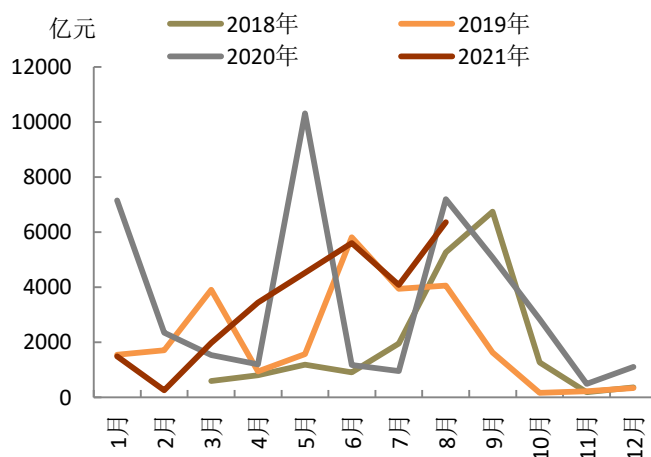
整体来看，8 月除了空调产量季节性表现较好外，洗衣机、彩电、电视产量表现均一般。出口方面，四大家电出口同比均回落。

综上所述，终端总体表现偏弱，后期财政提速，基建投资有望加速，但是资金和项目实施之间存在时间差，基建发力还需等到年底至明年上半年，镀锌、氧化锌需求或后置；地产在严监管下，融资继续偏紧，企业拿地积极性不高，制约开工和投资；芯片短缺及原料价格高企延续，将继续制约车市产销，拖累氧化锌需求；家电产量及出口表现疲软，难言对锌合金需求提振。

图表 16 基建投资增速有望环比改善

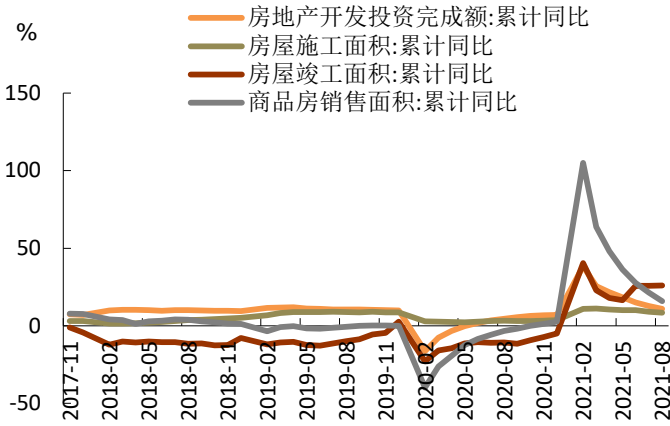


图表 17 后期专项债券发放有望加快



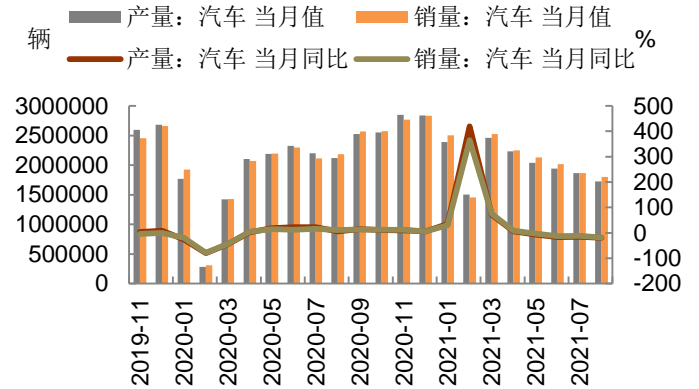
数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 18 房地产调控升级，房地产投资增速持续回落

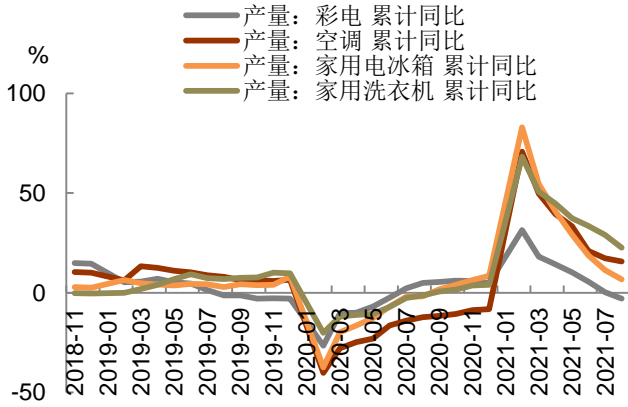


数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 19 芯片危机及原材料上涨压力，继续制约车市产销

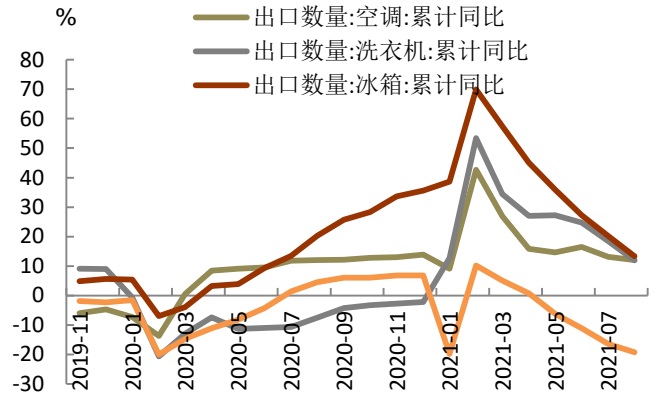


图表 20 白色家电产量增速放缓



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 21 白色家电出口增速回落



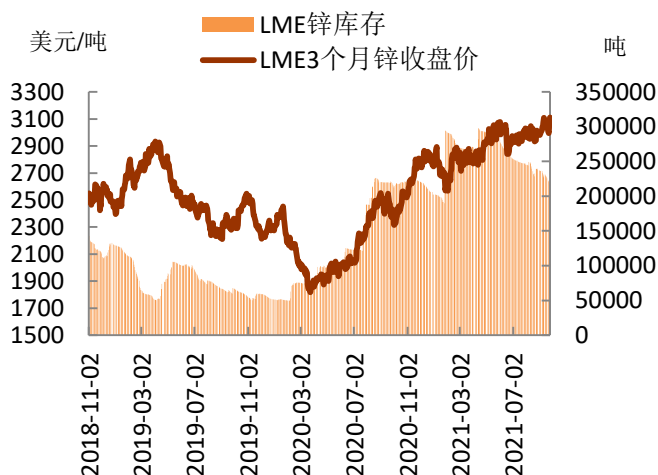
## 6、海外库存再度下滑，国内库存低位回升

伦锌库存自4月中旬攀升至年内高位后，稳步下滑，至8月底出现止跌迹象，进入9月库存再度缓慢回落，截止至9月30日，库存降至208875吨，月度减少28200吨。上期所库存自7月中旬以来出现低位缓慢抬升的态势，截止至9月30日，库存报收54750吨，月度增加2593吨。社会库存自7月中旬以来亦呈现低位回升态势，进入8月底止跌回落，9月低位反复，中秋及国庆假期下游备货带动消费去库，然国庆节后库存累积较为明显，为1.4万吨，截止至10月8日，库存报收13.38万吨，较8月底增加0.76万吨。保税区库存维持低位态势，9月维持在2.7万余吨，目前进口锌锭维持亏损状态，多为非盈利货源或锁单货源流入，后期预计维持低位。

图表 22 上期所库存低位回升

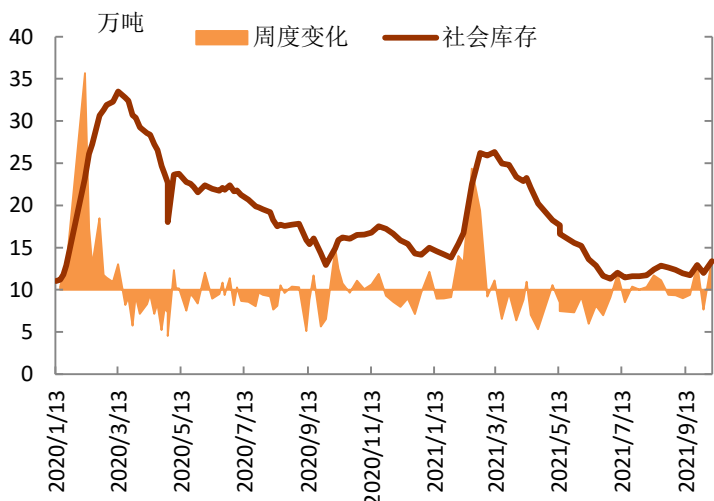


图表 23 LME 库存再度缓慢回落



数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 24 社会库存低位反复



图表 25 保税区库存维持低位



数据来源：SMM，Wind，铜冠金源期货

### 三、总结与后市展望

冶炼企业进入冬储后，原料供需相对偏紧，国内 10 月内外锌矿加工费环比均回落。9 月广西、云南、湖南三省限电影响超预期，精炼锌月度产量较 8 月仅小幅增加。10 月各省限电影响延续，产量预计环比小幅回落。不过第四批抛储 5 万吨货源陆续下放，弥补部分减量，社会库存小幅回升。需求端来看，初端消费受利润不佳、出口受限及限电等因素影响，旺季不旺。终端，房地融资偏紧，制约投资及开工，而汽车及白色家电仍表现偏弱；不过基建板块四季度有望发力，将带动锌消费回暖。整体看，10 月限电对锌上下游影响有望延续，不过抛储锌补充，社会库存或小幅累积，国内基本面矛盾仍不突出。当前市场较为关注海外能源

价格上涨影响是否扩大，若后期更多炼厂加入减产行列，将推动锌价走强。不过年内美联储缩减购债的预期仍较强烈，宏观面将给予锌价较大压力。预计 10 月锌价震荡重心有望上移，主要运行区间在 22500-24000 元/吨，操作上可逢低短多，谨慎追高。

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

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 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。