

新增产能压力与低估值博弈 聚酯原料弱震荡

2022年12月6日 星期二

兴证期货·研发中心

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

王其强

电话：0591-38117680

邮箱：

wangqq@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

从宏观来看，全球经济下行压力依然较大，海外衰退预期较强，国内存在一定修复动能。

成本端，目前化工产业链利润仍集中在原油及煤炭上，长时间利润集中在能源端，随着原油及煤炭供应端扰动降低，原油及煤炭估值存压缩空间，价格将进一步承压。

聚酯产业链不论原料还是聚酯端依然处于产能投放周期。PTA计划新增产能1450万吨，乙二醇计划新增产能480万吨，聚酯计划新增产能750万吨，PTA新增产能压力较大。产业链产能利用率总体维持低位，聚酯低基数及终端修复预期下，给予一定产量增速预期。

因此，成本端及供需依然压制聚酯原料，聚酯原料总体承压运行为主，关注阶段宏观偏暖预期下，聚酯原料修复估值可能。国内疫情防控政策趋向宽松，稳地产政策不断发力，明年一季度在宏观利好预期下存在修复估值反弹可能，但总体供需依然压制价格。此外，原油及煤炭压估值下，聚酯原料利润存在一定修复预期；PTA新增产能较大，且乙二醇修复估值动能较强，乙二醇及PTA价差存在进一步修复预期。

● 风险提示

能源价格超预期波动；新增产能释放不及预期；进出口大幅变动。

报告目录

一. 2022 年行情回顾.....	4
二. 成本：油价及煤价重心下移.....	4
1. 宏观：国内存修复可期 海外衰退忧虑仍存.....	4
2. 成本：原油及煤价均有下行压力.....	6
3. PX 新增产能逐步释放.....	7
三. 供应：PTA 仍处于产能扩张周期.....	8
1. PTA 产能延续投放 龙头企业产能占比进一步攀升.....	8
2. 效益及原料紧张影响 产能利用率偏低.....	10
四. 供应：乙二醇新增产能投放 效益影响产能利用率.....	11
1. 乙二醇新增产能投放 装置开工低位.....	11
2. 国内新增产能替代进口 进口量下滑明显.....	13
五. 需求：聚酯产能投放延续 产能利用率偏低.....	13
1. 聚酯产能延续扩张 但产能利用率下滑明显.....	13
2. 2022 年 PTA 出口量创新高 2023 年外需放缓或承压.....	14
3. 终端内弱外强向内强外弱转变.....	15
六. 库存：聚酯原料依然面临累库压力.....	16
1. PTA 存累库预期.....	16
2. 乙二醇依旧过剩.....	16

图表目录

图表 1：PTA 期货及乙二醇期货价格走势.....	4
图表 2：国内房地产投资增速及疫情.....	5
图表 3：美国及欧元区制造业 PMI 及 CPI.....	6
图表 4：原油价格及煤炭开采利润.....	6
图表 5：中国 PX 新增产能.....	7
图表 6：PX 产能及开工率.....	8
图表 7：PTA 产能情况.....	9
图表 8：PTA 产能结构.....	9
图表 9：2023 年 PTA 投产计划.....	9
图表 10：PTA 产量及开工率.....	10
图表 11：PTA 加工差.....	10
图表 12：乙二醇产能、产量及开工率.....	12
图表 13：煤制及石脑油制现金流.....	12
图表 14：2023 年乙二醇装置投产计划.....	12
图表 15：乙二醇进口量.....	13
图表 16：聚酯产能、产量及开工率.....	14
图表 17：聚酯库存及现金流.....	14
图表 18：PTA 出口量.....	14
图表 19：纺织、服装国内消费及出口总额.....	15
图表 20：PTA 供需平衡表.....	16
图表 21：PTA 社会库存.....	16



兴证期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL SECURITIES FUTURES CO.,LTD.

图表 22: 乙二醇供需平衡表	17
图表 23: 乙二醇港口库存	17

一. 2022 年行情回顾

2022 年 PTA 整体呈现先扬后抑，跟随成本端原油波动为主，波动幅度较大。**第一阶段**，年初，市场修复对奥秘克戎变异病毒的影响，原油持续反弹，成本端带动 PTA 反弹，PTA 重心持续上行；**第二阶段**，2 月底，俄乌战争爆发，地缘政治扰动带动原油上涨，成本继续支撑 PTA 上涨，特别是海外成品油强势，导致芳烃调油增强，PX 供应紧张，亚洲 PX 流向美洲，PX 大幅上涨带动 PTA 上涨至年内高点 7700 元/吨一线；**第三阶段**，6 月上旬开始，市场交易美联储加息下衰退逻辑，金融及宏观压力压制原油走弱，PTA 跟随油价快速走弱；**第四阶段**，估值与供需及成本博弈，叠加国内疫情政策扰动，PTA 处于底部震荡，虽然创出新低，但下探幅度较为有限。

2022 年乙二醇重心走弱，全年重心不断下移。年初，随着煤价大幅下挫利空消化，以及原油持续反弹，乙二醇重心有所企稳，俄乌战争爆发后，原油大幅上涨，带动乙二醇阶段冲高至 5900 元/吨一线，这也是年内的高点。6 月初在市场交易海外强加息周期衰退逻辑下，乙二醇被空配，跌至 3850 元/吨一线，跟随市场大幅走弱。随着市场交易强衰退逻辑缓和，及需求端金九银十旺季预期下，乙二醇修复估值反弹，不过高度有限。随着需求季节性走弱，叠加国内广州中大及南通叠石桥疫情影响，终端需求走弱明显，国庆节后，乙二醇再度被空配，重心再度下移，跌至 3700 元/吨，创年内新低。

图表 1: PTA 期货及乙二醇期货价格走势



数据来源：文华，兴证期货研发部

二. 成本：油价及煤价重心下移

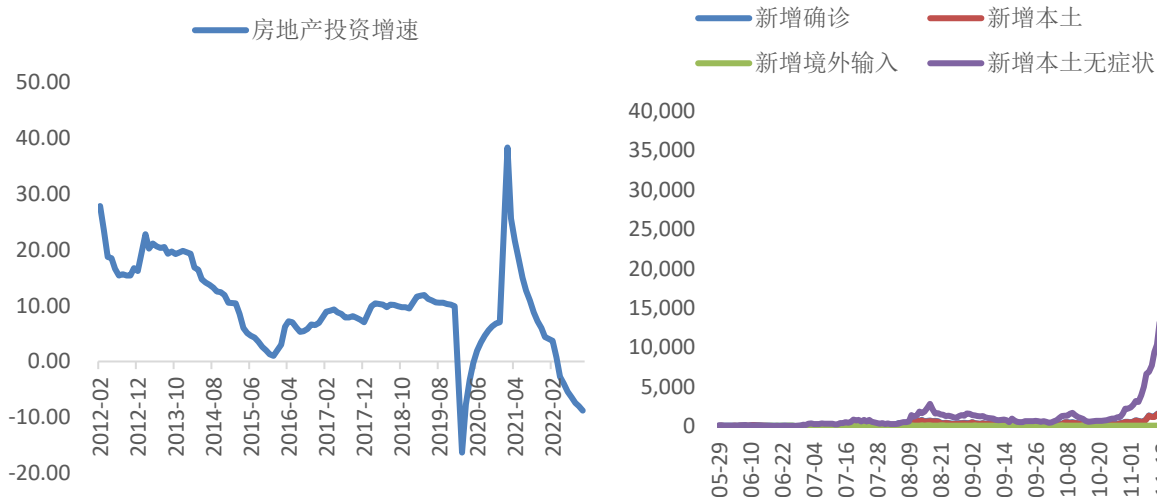
1. 宏观：国内存修复可期 海外衰退忧虑仍存

政策暖风频吹，地产及消费拖累减弱，国内存修复预期。从国内来看，今年压制国内经济的一方面是因为疫情频发，另一个方面是地产进入下行周期，拖累国内经济。国内经济下行，GDP 增速疲软，就业压力攀升，稳增长预期不断攀升。11 月以来政策利好释放频繁，疫情方面

出台优化疫情防控 20 条，多地放松疫情防控措施，后期疫情仍有向松预期。地产方面，金融 20 条出台，改善房企融资环境，保交楼持续推进，此外证监会决定在房地产企业股权融资方面调整优化 5 项措施等，近期地产政策频发，地产有筑底预期。因此，在疫情防控政策放松下，消费或有所修复，在地产政策频繁，地产托底效应明显。此外，不论“一带一路”建设，还是中国经济东部和西部的再平衡，未来都会带来更多的基础设施建设投入。尤其是在 2022 年中国通过中亚到欧洲的中欧班列中线西线进一步开通，也会带来经济中基建项目进一步落地的可能性。总体而言，国内经济修复预期较强。

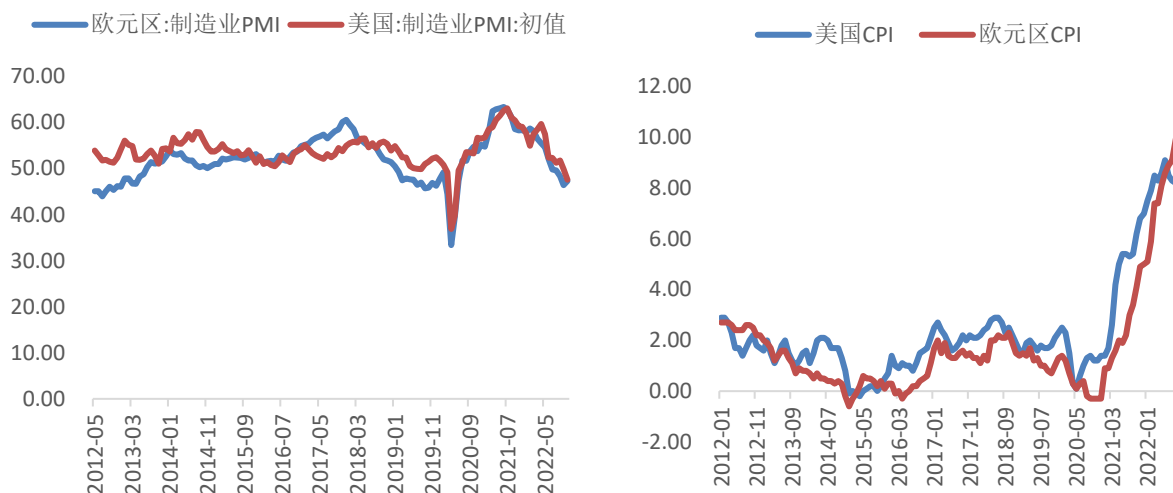
美国通胀见顶，加息放缓，但海外或大概率进入衰退。从国外来看，美国通胀从高位回落，美联储加息预期将逐步缓和，美元指数高位回落，从金融属性来看，对大宗商品的压制有所减弱。而海外经济或大概率进入衰退，欧元区制造业 PMI 已经连续 5 个月跌破荣估值，在俄乌战争及能源扰动下，欧洲已经进入实质性衰退；虽然对于美国是否进入衰退尚有争议，但是高通胀破坏经济已不言而喻，我们偏向认为美国也将步入衰退周期，美国 10 月 Markit 制造业 PMI 跌破荣估值，经济已有走弱迹象，美国依然面临消费降温、地产逆风，只是相对欧洲要好。因此，总体而言高通胀、能源紧张等因素下，全球经济体下行压力较大，海外逐步步入衰退，需求端压制原油等大宗商品，而国内可能是唯一增长的经济体，内需相关的大宗商品相对抗跌。

图表 2：国内房地产投资增速及疫情



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图表 3: 美国及欧元区制造业 PMI 及 CPI

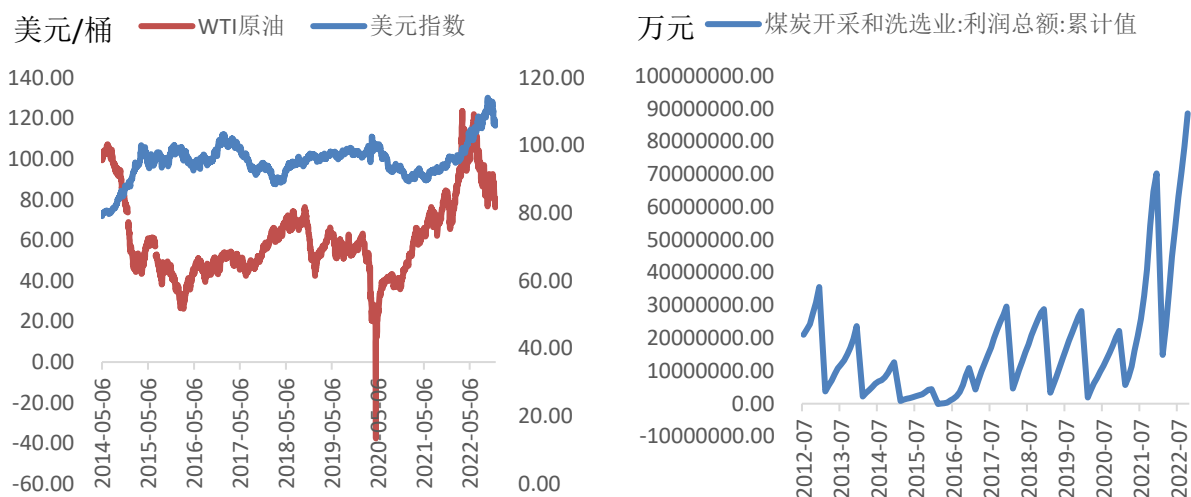


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 成本: 原油及煤价均有下行压力

当前能源价格仍高企, 在全球经济下行压力下, 需求走弱, 能源利润存压缩空间, 原油及煤价存压力。原油方面, 美联储加息预期逐步减弱, 美元指数高位回落, 原油金融属性压力减弱; 不过大方向, 市场开始逐步交易需求走弱逻辑, 一方面全球经济下行压力不断攀升, 原油需求存在走弱预期, 另一方面化工品利润低迷, 开工偏低, 成品油需求及裂解价差有所走弱, 使得原油需求有所下降。因此, 总体而言 2022 年原油侵蚀了能化行业的大部分利润, 在全球经济下行需求走弱背景下, 地缘政治扰动缓和下, 原油存在被估值价格受压制的预期。动力煤方面, 经历 2021 年大幅波动后, 保供的推进, 供应量有所回升, 而随着经济低迷, 能源需求将走弱, 煤化工仍处于亏损, 煤化工需求低迷, 因此在煤炭仍有利润, 需求走弱预期下, 也存在压估值下的走弱预期。

图表 4: 原油价格及煤炭开采利润



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3. PX 新增产能逐步释放

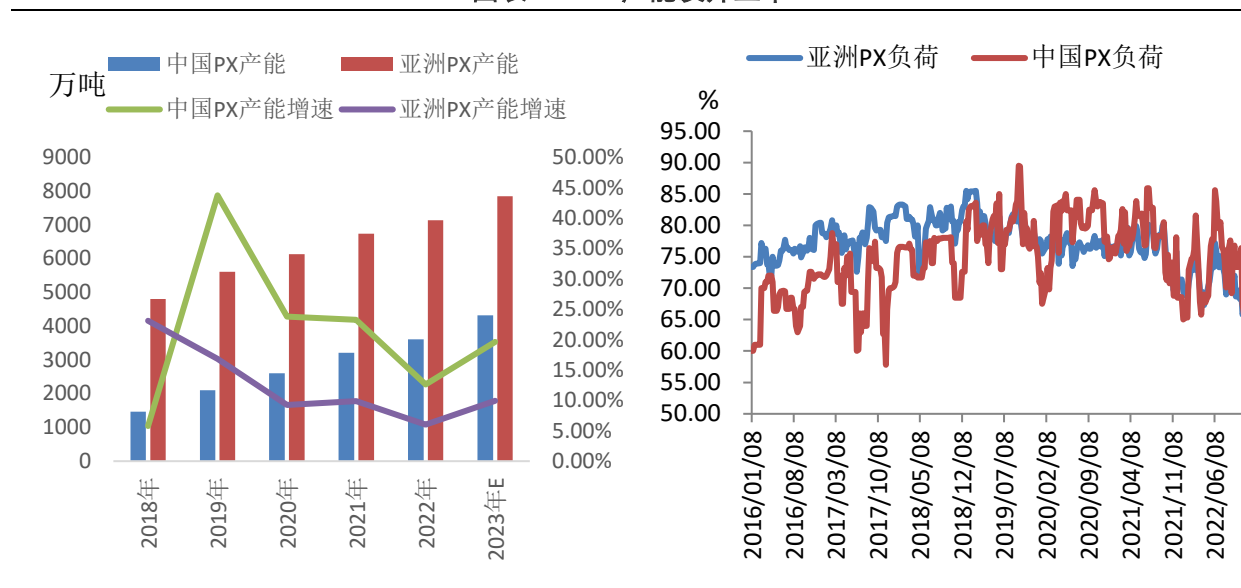
PX 新增产能逐步释放, 海外芳烃调油逻辑缓和, 供应紧张缓和。今年受俄乌战争等影响, 成品油价格及裂解价差大幅走高, 导致海外芳烃调油激增, PX 供应缩量, 亚美 PX 套利空间打开, 亚洲 PX 转港美国。当前随着海外成品油需求及裂解价差走弱, 芳烃调油逻辑缓和, 亚美 PX 价差已经回归至 230 美元/吨相对正常水平。此外, 国内新增产能逐步释放, 2022 年受成芳烃调油等影响, 新增产能释放较慢, 11 月前仅九江石化 90 万吨新增产能释放。11 月中上旬, 盛虹石化一条 200 万吨 PX 装置在试车以来, 负荷逐步提升, 负荷已经至 65%, 另外一条生产线目前也在提交专家评审验收, 12 月可能也将试车, 2023 年 1 月可能也有新的产量贡献; 山东东营威廉化学二期 100 万吨 PX 装置, 12 月可能将量产; 广东石化 260 万吨预计 2023 年 1 月投产; 中海油大榭石化芳烃联合石化已经在 11 月中左右中交, 160 万吨装置计划 2023 年 2 月份投产。PX 新增产能逐步投放, 今年年底加上明年投产的新增产能超过 1000 万吨, 加上 12 月镇海炼化检修结束重启, PX 供应逐步宽松。

图表 5: 中国 PX 新增产能

装置	产能 (万吨)	装置情况
九江石化	90	2022 年 7 月投产
盛虹炼化	200	2022 年 11 月中旬投产
东营威廉二期	100	预计 2022 年 12 月投产
中委广石化	260	预计 2023 年 1 月投产
盛虹炼化二期	140	预计 2023 年 1 月投产
中海油大榭石化	160	预计 2023 年 2 月投产
惠州炼化二期	150	预计 2023 年一季度

数据来源：公开资料，CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图表 6: PX 产能及开工率



数据来源：CCF，兴证期货研发部

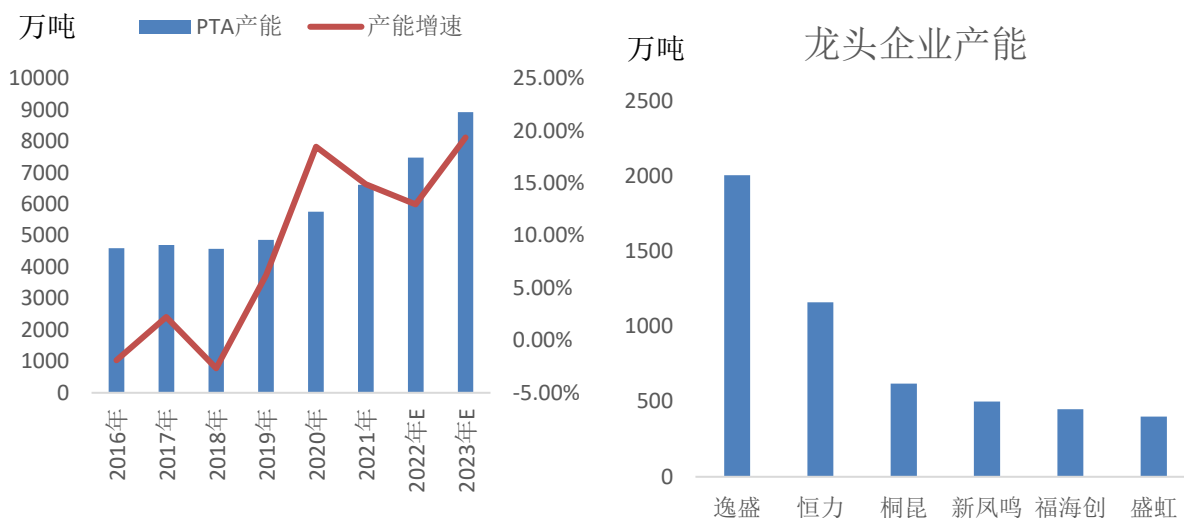
三. 供应：PTA 仍处于产能扩张周期

1. PTA 产能延续投放 龙头企业产能占比进一步攀升

PTA 新增产能投放延续，并向一体化企业集中。2019 年以来 PTA 重新进入产能扩张周期，2022 年 PTA 新增产能延续释放，主要集中在 2022 年年底，年初主要是逸盛新材料 2#360 万吨产能释放，年底包括嘉通能源 250 万吨及东营威廉 250 万吨装置释放，总计新增产能 860 万吨，产能增速 13%，与去年相当，受原料及效益影响部分新增产能投放推迟。从 2022 年新增产能来看，一方面均是 200 万吨以上的大型装置；另一方面均是一体化装置，配套上下游。逸盛、恒力、新凤鸣、福海创、盛虹、桐昆等龙头企业产能高达万吨，占比总产能的 68.6%。200 万吨以上的单体装置占比 62%，大装置占比攀升。总体新增产能呈现一体化及大型装置特点，同时向龙头企业集中。

2023 年 PTA 产能投放周期延续，投放节奏受效益不佳影响。2023 年计划投产 PTA 产能包括延期投产的恒力石化惠州项目 500 万吨，以及嘉通能源二期 250 万吨、仪征化纤 300 万吨、宁波台化 150 万吨、独山能源 250 万吨等，预计计划新增 1450 万吨产能，届时产能达 8933 万吨，叠加 2022 年年末释放的产能产量在 2023 年释放，2023 年新增产能带来的供应压力较大。考虑 2022 年年底嘉通能源及东营威廉 500 万吨新增产能量产在 2023 年初，以及恒力惠州项目 500 万吨产能，新增产能压力较大，但实际影响亦受效益对产能利用率的影响。

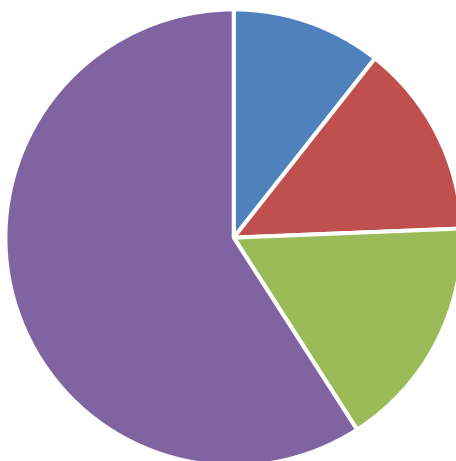
图表 7: PTA 产能情况



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图表 8: PTA 产能结构

■ 100万吨以下 ■ 100-150万吨 ■ 150-200万吨 ■ 200万以上



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图表 9: 2023 年 PTA 投产计划

装置	产能 (万吨)	投产计划
逸盛新材料 2#	360	2022 年二季度
嘉通能源一期	250	2022 年 11 月
东营威廉	250	2022 年 12 月
恒力石化 (惠州)	500	2023 年一季度
嘉通能源二期	250	2023 年二季度
仪征化纤	300	2023 年三季度
宁波台化	150	2023 年四季度

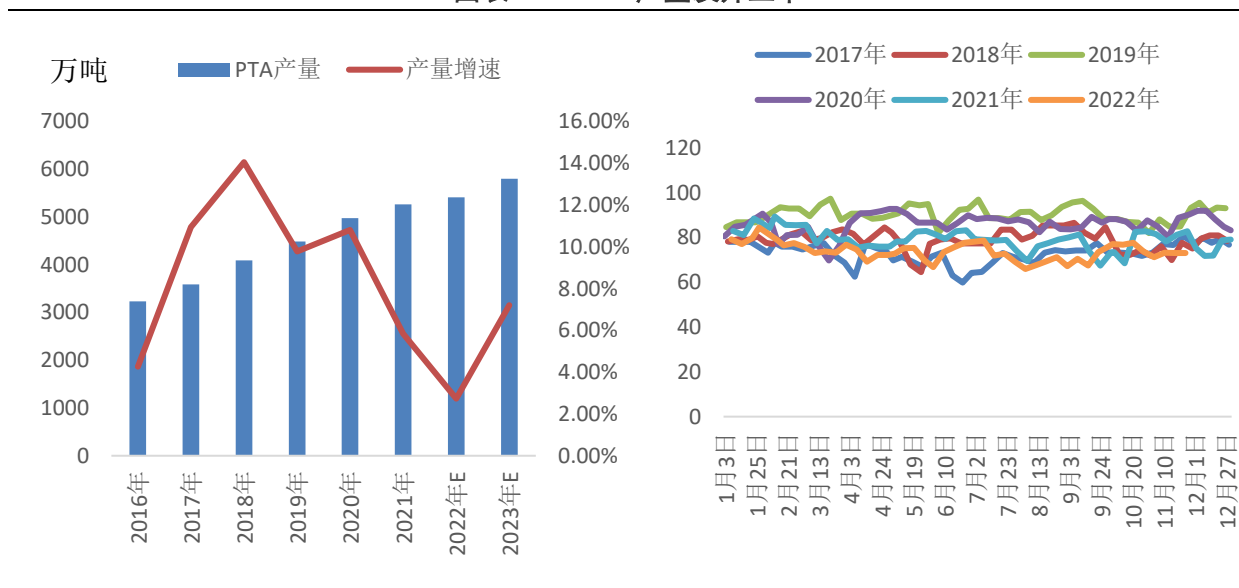
独山能源	250	2023 年四季度
------	-----	-----------

数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

2. 效益及原料紧张影响 产能利用率偏低

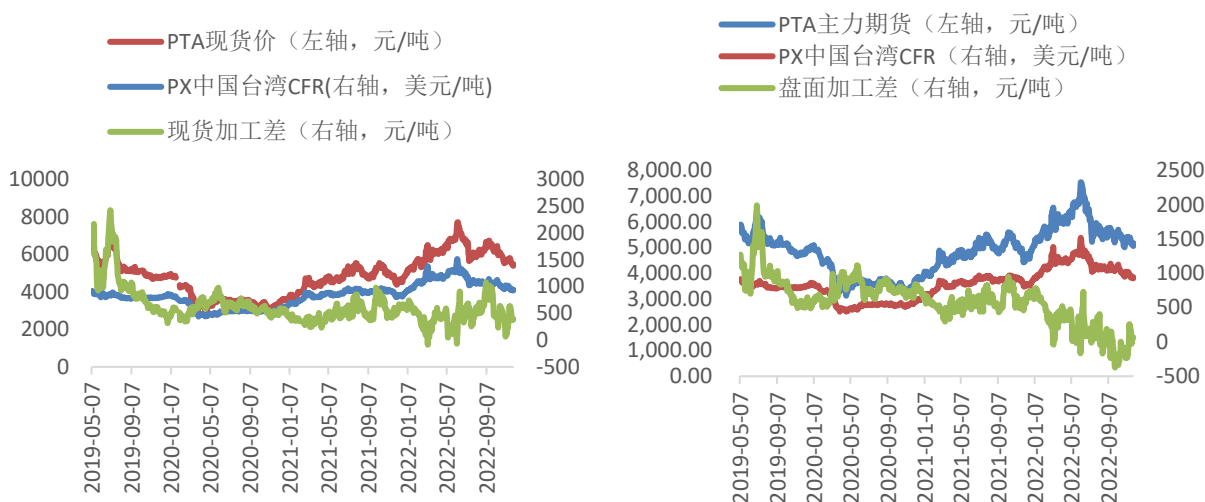
2022 年 PTA 产量预计 5410 万吨左右，同比增加 3%左右，产量增速不及产能增速，主要 PTA 开工率偏低，平均开工率仅 73%。2022 年受原油及 PX 扰动，PTA 装置效益低迷，一度处于负加工差，叠加 PX 原料紧张影响，计划外检修增加，装置负荷长时间跌破 7 成。虽然新增产能在成本上具备一定优势，但当前 PTA 如此低迷的效益仍让 PTA 生产企业举步维艰，在新增产能逐步向龙头企业集中背景下，龙头企业话语权进一步攀升，主流供应商通过检修及控制现货流动性来抵抗低加工费仍将时有发生。因此，新增产能释放过程伴随新增产能向龙头企业集中，低加工费下，龙头企业挺加工费将依然频繁。2023 年 PTA 装置开工率或进一步下滑，按 72%开工率，恒力石化惠州项目按一季度达产，预计 2023 年 PTA 产量至 5800 万吨。

图表 10：PTA 产量及开工率



数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图表 11：PTA 加工差



数据来源：Wind, CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

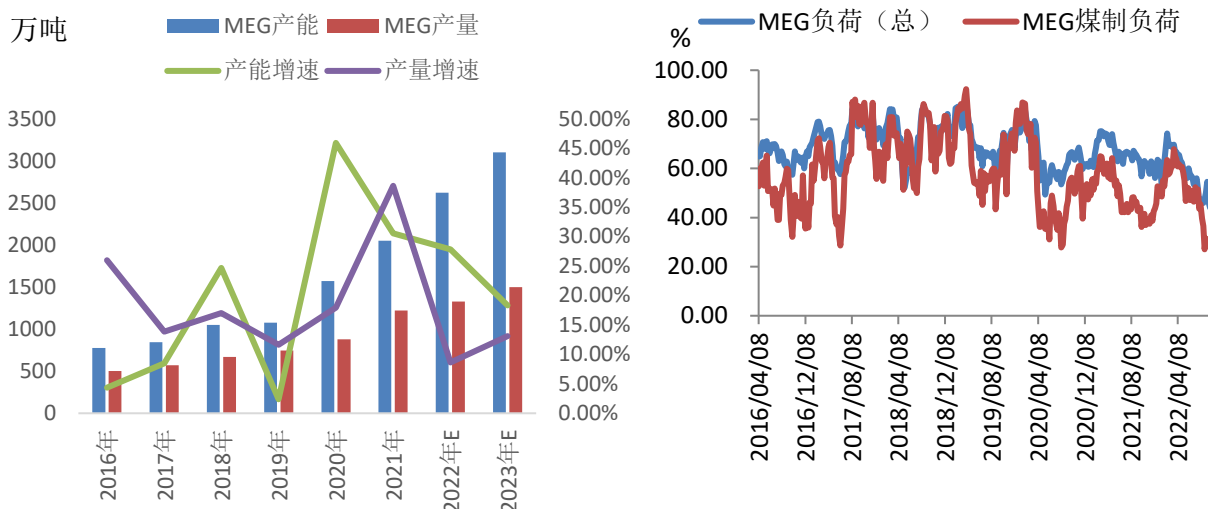
四. 供应：乙二醇新增产能投放 效益影响产能利用率

1. 乙二醇新增产能投放 装置开工低位

乙二醇仍处于新增产能投放周期。截止 2022 年 12 月初，乙二醇产能 2399.5 万吨，考虑榆林化学另 120 万吨装置已逐步投放以及盛虹炼化一条线 100 万吨装置 12 月中旬出料，预计 2022 年乙二醇新增产能 570 万吨至 2619.5 万吨，主要包括浙江石化、镇海炼化、盛虹炼化、榆林化学等大型装置新增产能投放。2023 年仍有新增产能投放，主要是盛虹炼化 2#100 万吨、三江石化 100 万吨、久泰 100 万吨装置，及海南炼化 100 万吨一体化项目，仍有近 500 万吨的新增产能计划，当然新增产能投放情况受效益影响，例如久泰 100 万吨装置实质上已经试车成功，而量产因经济性影响仍无具体时间表。

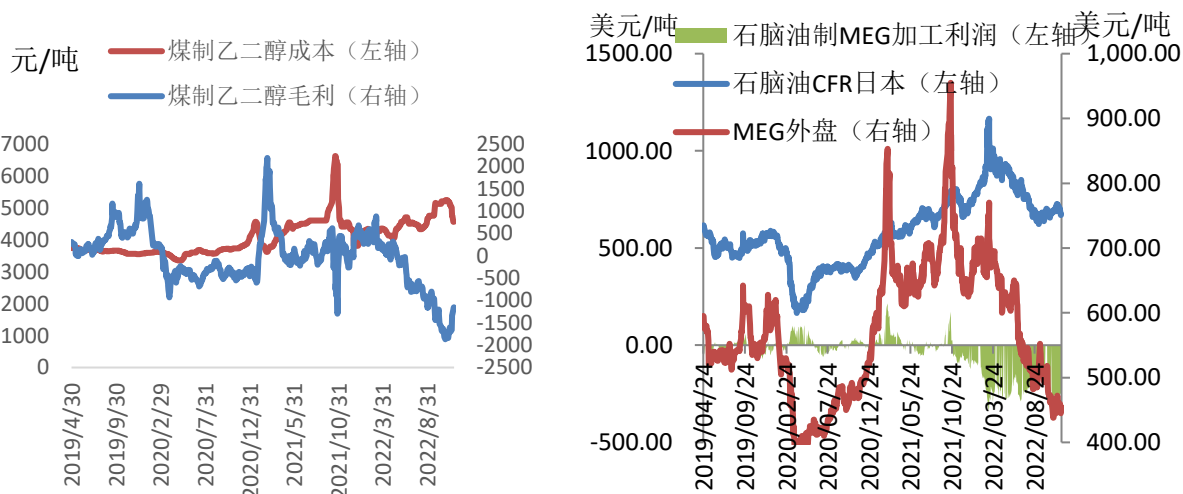
石脑油制及煤制亏损严重，乙二醇产能利用率较低。2022 年不论是石脑油制还是煤制路线都亏损严重，石脑油路线亏损一度至 300 美元/吨，煤制最大亏损也一度至 2000 元/吨，煤制装置负荷一度跌破 3 成，石脑油路线由于一体化装置居多，仅是阶段性检修，整体装置平均负荷 57.65%，较去年回落 9 个百分点。2022 年乙二醇产量预估 1326 万吨左右，同比增加 8.7%，产量主要贡献来自新增产能投放，整体产能利用率偏低，使得产量增速明显低于产能增速。展望 2023 年，成本端原油及煤价存回落预期，乙二醇利润存修复预期，但力度亦或有限，效益依然将影响产能利用率，装置开工率或进一步下滑至 5 成附近。

图表 12: 乙二醇产能、产量及开工率



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图表 13: 煤制及石脑油制现金流



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

图表 14: 2023 年乙二醇装置投产计划

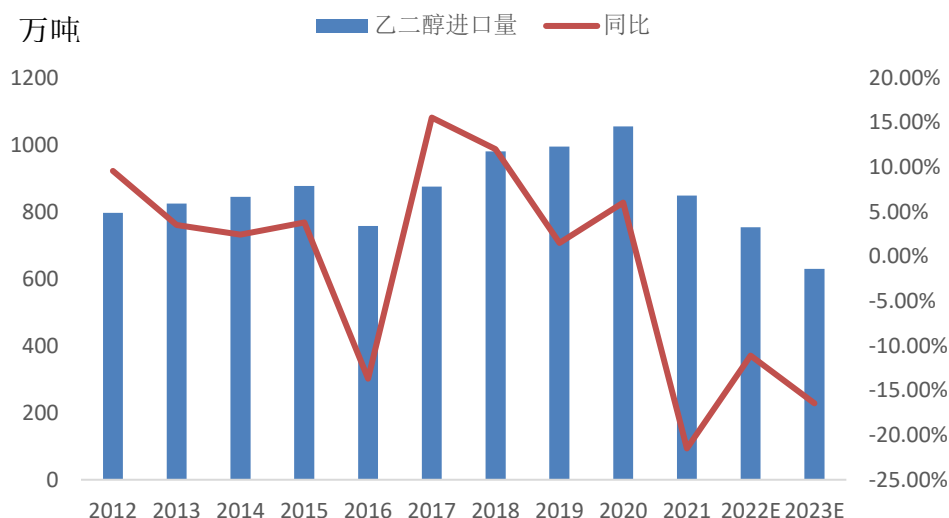
装置	产能 (万吨)	投产计划	工艺
盛虹炼化 2#	100	2023 年一季度	油制
海南炼化	80	2023 年一季度	油制
三江化工	100	2023 年一季度	油制
内蒙古久泰	100	2023 年上半年	煤制
宁夏鲲鹏	40	2023 年	煤制
襄矿泓通	20	2023 年	煤制
榆能集团 (一期)	40	2023 年	煤制

数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研发部

2. 国内新增产能替代进口 进口量下滑明显

2022年1-10月份，国内乙二醇进口641万吨，696.3万吨，同比下降8%，预计全年进口量760万吨左右，同比下降10%。国内新增产能释放，以及效益影响海外装置开工，国内供应进一步取代进口货源。随着国内产能不断释放，国内供应替代进口推进，以及效益影响海外装置开工，2023年国内进口量将进一步下降，预计下降至630万吨。

图表 15: 乙二醇进口量



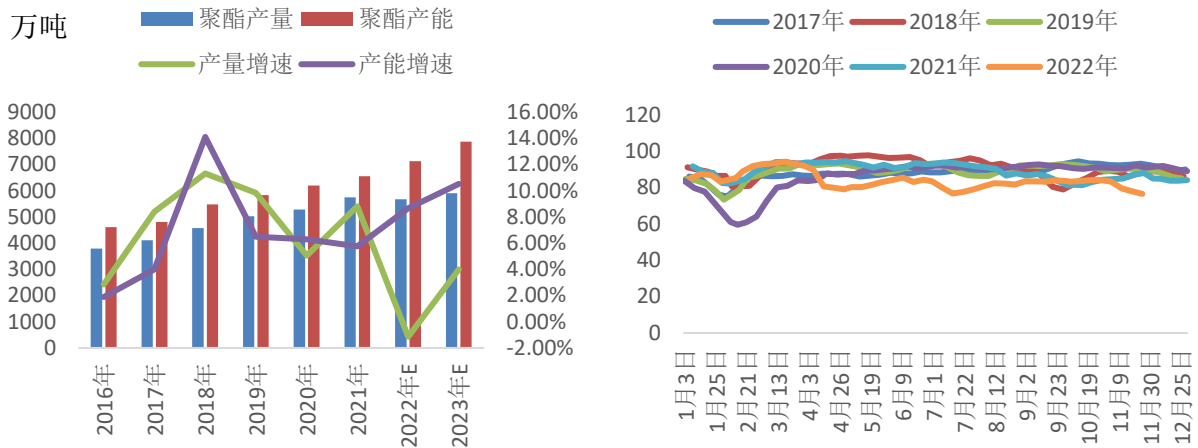
数据来源: Wind, 卓创资讯, 兴证期货研发部

五. 需求: 聚酯产能投放延续 产能利用率偏低

1. 聚酯产能延续扩张 但产能利用率下滑明显

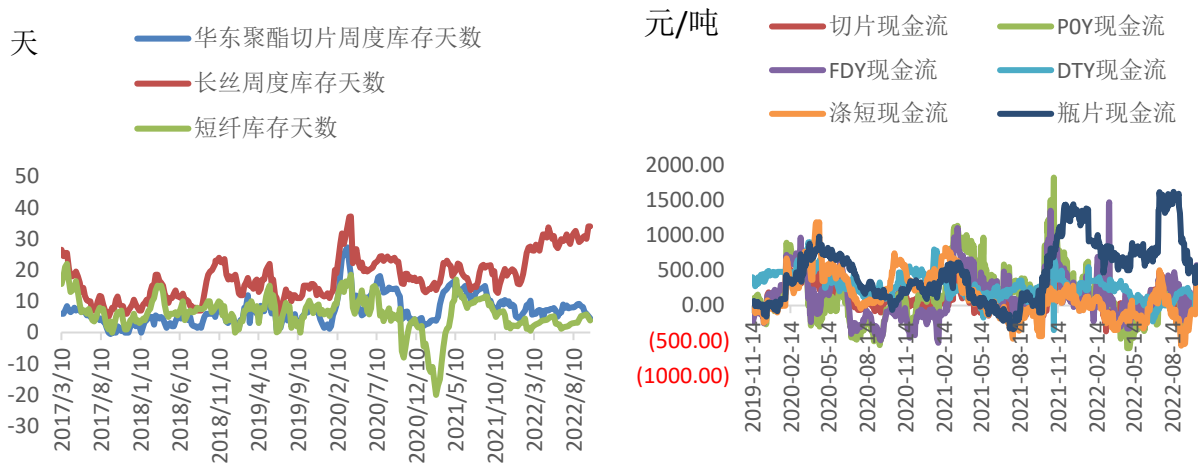
截止2022年12月初，聚酯产能7124万吨，考虑2021年底剔除退出产能，增加568万吨，同比增速8.7%，聚酯产能增速高于往年。但2022年产能利用率下降明显，聚酯平均负荷83.84%，较去年下降7个百分点，预计年内聚酯产量5677万吨，同比下滑1.2%，属于近几年为数不多的产量下滑，主要受终端需求低迷影响，聚酯现金流低迷，库存高企，特别是长丝企业，只能被动检修降负。需求季节性走弱叠加疫情影响，12月开始已有聚酯企业开启春节放假，江浙织机开工走弱明显。展望2023年，计划投产及2022年延期的聚酯新增产能仍较多，计划中新增产能750万吨，包括桐昆旗下多套装置，当然装置投放节奏仍受效益影响。龙头企业产能不断释放，亏损背景下，加剧行业洗牌，国内宏观修复预期下，终端存在修复预期，聚酯现金流存在一定修复预期，但幅度或亦较为有限，产量仍受效益影响。

图表 16: 聚酯产能、产量及开工率



数据来源: CCF, 兴证期货研发部

图表 17: 聚酯库存及现金流

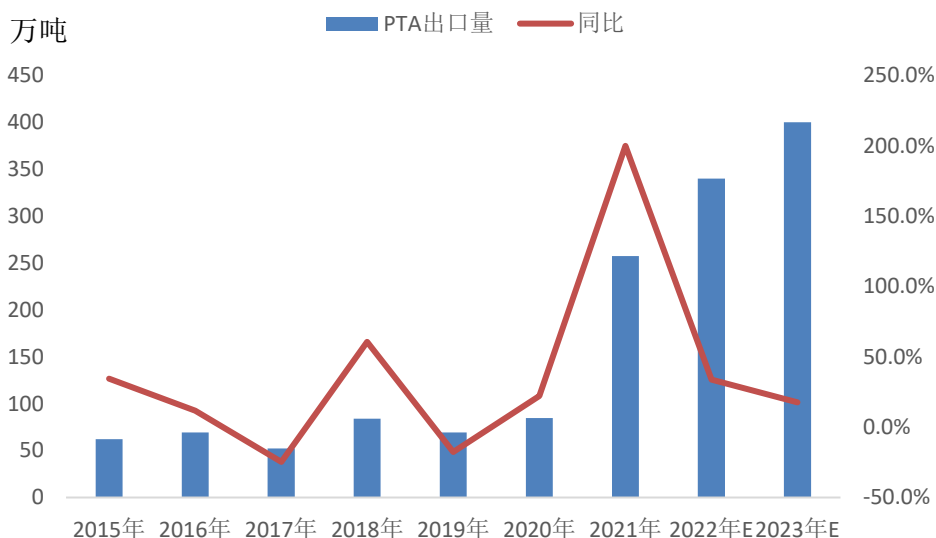


数据来源: Wind, 卓创资讯, 兴证期货研发部

2. 2022 年 PTA 出口量创新高 2023 年外需放缓或承压

2022 年 1-10 月 PTA 出口量 298.91 万吨, 同比增加 46%, 预计 2022 年出口量 344 万吨, 同比增加 32%。国内新增产能投放, 国内 PTA 较海外具有价格优势, 出口窗口持续打开, 加之部分工厂签订出口长协, 2022 年 PTA 出口量创新高。展望 2023 年, 随着国内 PTA 新增产能进一步释放, PTA 套利窗口仍将持续打开, PTA 出口将维持较高的绝对量, 不过海外需求或走弱, 压制 PTA 出口量进一步增长的空间。

图表 18: PTA 出口量

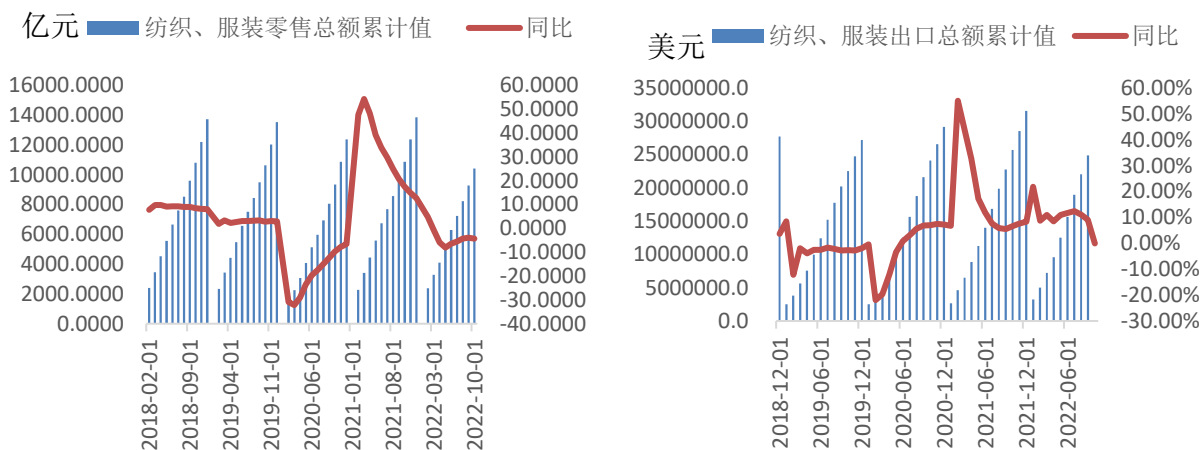


数据来源：Wind，卓创资讯，兴证期货研发部

3. 终端内弱外强向内强外弱转变

从终端纺织服装数据来看，2022年1-10月份纺织、服装零售总额10413.8亿元，同比下降4.4%，国内经济下行，叠加疫情影响，总体消费低迷，内需较弱。2021年1-10月份纺织、服装出口总额2732.5亿美元，同比增加6.52%，出口依然维持正增长，主要海外需求好于国内，且受俄乌战争影响，能源紧张影响海外供应，使得国内出口出现维持正增长，总体呈现内强外弱格局。展望2023年，随着国内地产、疫情防控等宏观利好政策释放，国内经济存在修复预期，预计消费有所好转，内需将有所修复；而海外衰退预期不断攀升，消费走弱预期明显。总体终端内弱外强向内强外弱转变。

图表 19：纺织、服装国内消费及出口总额



数据来源：Wind，兴证期货研发部

六. 库存：聚酯原料依然面临累库压力

1. PTA 存累库预期

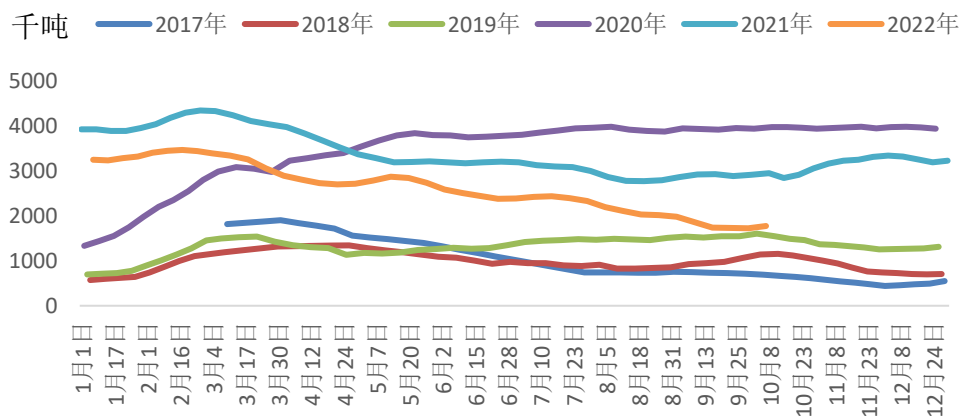
截止 2022 年 12 月初，PTA 社会库存 187 万吨，较年初减少 138 万吨。从我们预估的平衡表来看，预计 2022 年 PTA 供应缺口 10 万吨左右，主要缘于 PTA 新增产能集中在年底，产量释放有限，以及效益影响，产能利用率偏低，供应增量相对有限，需求端聚酯减量明显，而出口量进一步攀升，2022 年呈现去库。展望 2023 年，PTA 新增产能依然较多，叠加 2022 年底有效新增产能释放，整体供应压力较大，聚酯依然伴随产能投放，而聚酯库存压力较大，PTA 产能及产量增速高于聚酯，外需走弱下，出口增速承压，预计 PTA 存累库压力。

图表 20：PTA 供需平衡表

	PTA 产量	出口量	进口量	消费量	供需平衡
2016 年	3232	70	50	3345	-132
2017 年	3586	52	54	3654	-66
2018 年	4090	84	77	4058	25
2019 年	4490	69	102	4441	82
2020 年	4975	85	62	4653	299
2021 年	5266	258	8	5122	-107
2022 年 E	5410	344	6	5079	-7
2022 年 E	5800	400	10	5268	142

数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图表 21：PTA 社会库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2. 乙二醇依旧过剩

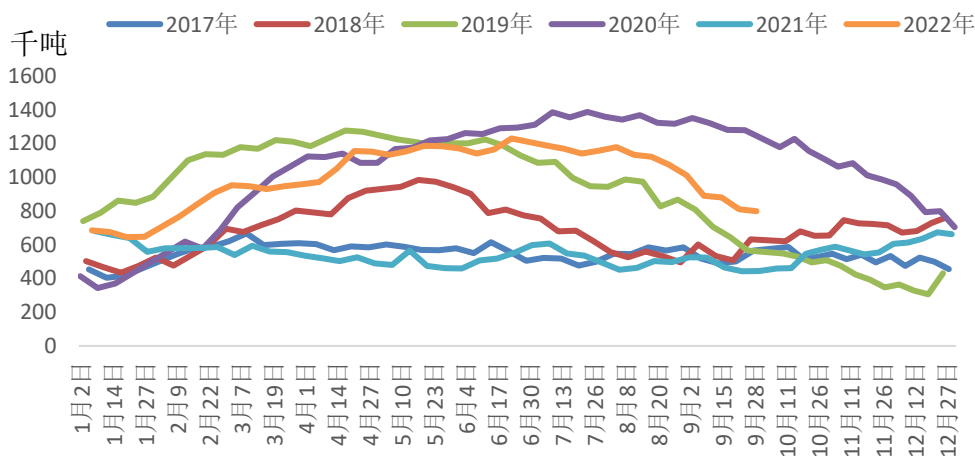
2022年乙二醇新增产能延续投放，终端疲软，聚酯负荷低迷，乙二醇供应过剩放大。截止2022年12月初，华东港口库存88.01万吨，较年初增加19.55万吨，国内供应过剩放大，加剧了累库压力。展望2022年，乙二醇新增投放延续，国内乙二醇产量将进一步释放，在进口进一步压缩，需求有所修复预期下，供应过剩量或有所缓和。

图表 22：乙二醇供需平衡表

	乙二醇产量	进口量	出口量	需求量	供给过剩
2016年	502	757	2	1289	-32
2017年	572	875	2	1397	48
2018年	669	980	0	1556	93
2019年	747	995	1	1709	32
2020年	881	1055	6	1795	135
2021年	1220	848	14	1953	101
2022年 E	1326	754	4	1930	146
2022年 E	1500	630	4	2007	119

数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研发部

图表 23：乙二醇港口库存



数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。