

兴证期货.研发中心

能化研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

刘倡

从业资格编号: F3024149

投资咨询编号: Z0013691

赵奕

从业资格编号: F3057989

孙振宇

从业资格编号: F3068628

联系人

林玲

电话: 0591-88560882

邮箱:

linling@xzfutures.com

内容提要

从供需面看: 2020 年我国甲醇计划投产 690 万吨, 但生产利润偏低, 实际产量增速或将较 2019 年明显放缓, 预计 2020 年我国甲醇产量为 6300-6400 万吨, 同比增速 1.5-2%。2020 年外盘新增甲醇产能 600 万吨, 加上伊朗 Buser 产出合格品, 预计将超过 2019 年水平, 叠加国际需求不佳, 伊朗问题等因素, 预计 2020 全年甲醇进口量 1300-1400 万吨, 同比增速 20-25%, 再创新高。需求方面, 甲醇最大下游 CTO/MTO 行业缺乏亮点, 投产项目不确定性较大, 由 CTO/MTO 行业倒推 2020 年我国甲醇消费量预计为 7500 万吨, 同比增速 5%。综上, 2020 年甲醇供需维持偏宽松状态, 且供应过剩幅度较 2019 年有所扩大。

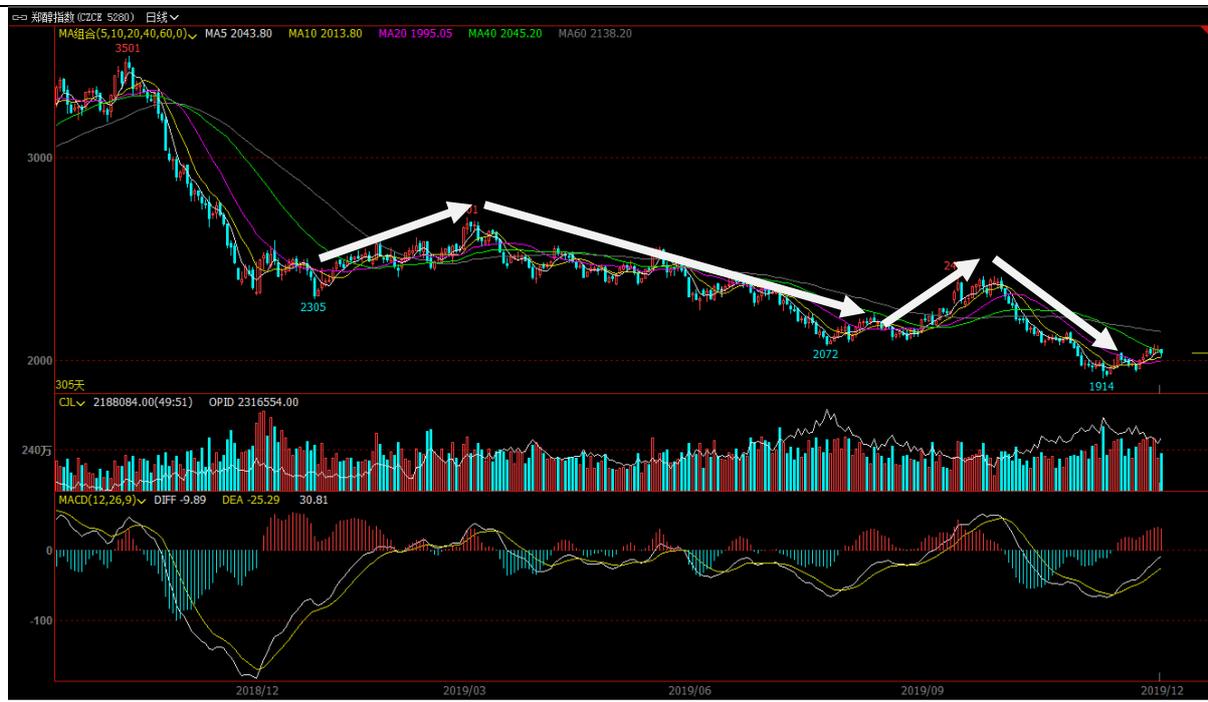
影响因素看: 2020 年全球经济整体依旧偏弱, 但中国领先进入温和复苏阶段, 经济悲观程度较 2019 年有所改善; 从行业利润看, 2020 年甲醇生产仍处于低利润周期, 预计春季检修可能放量, 关注明年春检带来的阶段性反弹机会; 2020 年甲醇港口库存压力仍大, 关注库存变化带来的阶段性机会; 贸易流向看, 随着进口和库存持续高位, 预计华东等沿海地区将逐步从甲醇销区转变为甲醇产区, 向内地输送进口甲醇。

策略建议方面: 虽然 2020 年甲醇供需过剩程度有所扩大, 但考虑到国内宏观环境温和复苏, 以及甲醇估值相对低位, 预计期价整体以弱势震荡为主, 郑醇指数全年运行区间 1800-2500。中长线策略上, 单边做空机会不易把握, 推荐相对价差的交易机会, 例如 2005-2009 以及 2009-2101 的反套操作。中短线关注明年 2-3 月春检放量配合库存下降带来的阶段性反弹机会。

风险分析: 中长线反套风险点为外盘投产不及预期、MTO 装置投产超预期以及原油大涨等利多因素。明年 2-3 月阶段性反弹的风险点为国内春检不及预期、港口无法有效去库等。

一、期现货行情回顾

图表 1：郑醇指数日 K 线图



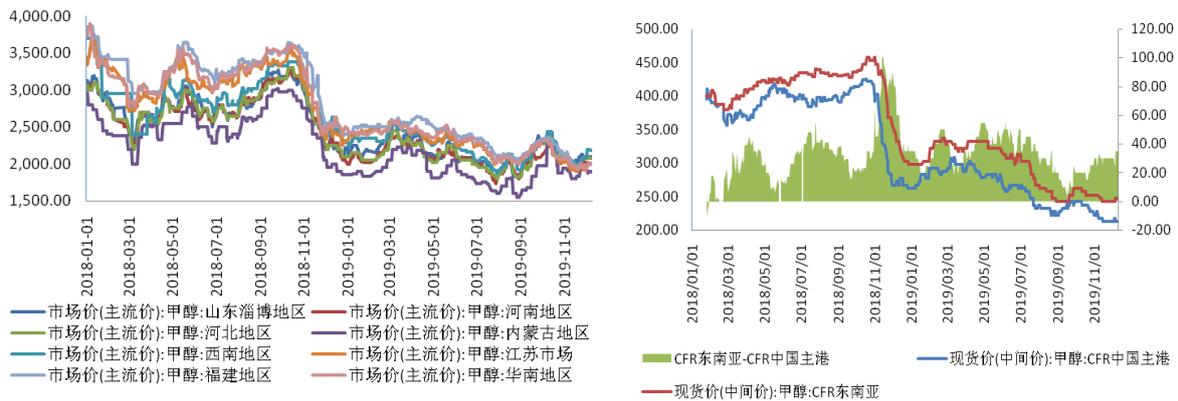
数据来源：文华财经 兴证期货研发中心

2019 年甲醇期货全年价格走势震荡走低为主，整体呈“M”型，两次高点分别出现在 3 月初和 10 月初。从波动幅度看，2019 年甲醇期价波幅较 2018 年明显收窄，2019 年郑醇指数波动区间在 1914-2700，波幅仅 41%，而 2018 年郑醇指数波动区间在 2300-3500，波幅达到 52%。

现货方面，走势与期货相近，也是重心走低的 M 型走势。国内价格方面，江苏地区甲醇现货价格全年运行在 1900-2600 元/吨，波动幅度 37%，内蒙古甲醇现货价格全年运行在 1550-2315 元/吨，波动幅度 49%。外盘甲醇 CFR 中国主港中间价全年运行在 212.5-308 美元/吨，波动幅度 45%。

2019 年甲醇期现货价格走势分阶段：（1）1-3 月初反弹：久泰、南京惠生和宝丰等 MTO 装置投产预期和国内外甲醇装置春检预期推升价格；（2）3-8 月回落：国内春检不及预期，进口放量，港口库存逐步堆积至历史高位，甲醇价格回落；（3）8 月底-10 月初反弹：国庆节前备货，宝丰 MTO 投产以及沙特遇袭等再次推升短期甲醇价格；（4）10 月至今回落：外盘秋检落空，国内外开工维持高位，MTO 工厂库存高位，传统需求受环保影响等因素作用下，甲醇再度走弱。

图表 2：国内甲醇现货价格及进口甲醇价格



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

二、供需面分析

1、供应面

(1) 国内供应

2019 年，我国新增甲醇产能 457 万吨，其中一体化（即配套下游）的甲醇产能 230 万吨，非一体化的甲醇产能 227 万吨，见图表 3。截至 2019 年末，我国甲醇总产能预计将达到 8900 万吨左右，产能增速 5.4%，与 2018 年产能增速相当。从生产利润角度看，2019 年全年甲醇价格始终在成本线附近徘徊，大部分企业处于微利甚至微亏状态，但鉴于前几年甲醇生产企业利润较好，因此今年的甲醇投产进度和开工率没有受到明显影响。

图表 3：2019-2020 年国内甲醇投产计划表

企业名称	年产能	原料	投产时间
恒力石化（一体化）	50	煤炭	2019.2
宝泰隆	60	煤炭	2019.5
山西建滔潞宝	20	焦炉气	2019.6
中安联合煤化（一体化）	180	煤炭	2019.7
湖北荆门盈德气体	50	煤炭	2019.8
山东新泰正大焦化	25	焦炉气	2019.9
鄂尔多斯电力冶金	12	尾气	2019.9
晋煤华昱	60	煤炭	2019.9
2019 年合计	457		
兖矿榆林能化	60	煤炭	2020 年一季度
荣信化工二期	100	煤炭	2020 年一季度
新绛中信	20	焦炉气	2020 年一季度
济宁恒信高科	15	焦炉气	2020 年一季度
新疆心连心	15	煤炭	2020 年二季度
安徽晋煤中能	30	煤炭	2020 年二季度

宁夏宝丰二期	220	煤炭	2020年二季度
内蒙古黑猫	30	焦炉气	2020年三季度
新疆众泰	20	焦炉气	2020年四季度
延长中煤二期（一体化）	180	煤炭	2020年四季度
2020年合计	690		

数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

图表 4：国产甲醇产能及增速、甲醇生产利润



数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从产量来看，根据卓创数据，2019年1-11月，我国甲醇累积产量为5640.38万吨，同比增幅11%。从开工率看，根据卓创数据，2019年平均甲醇全国开工率为69.52%，平均甲醇西北开工率为81.13%，而2018年平均甲醇全国开工率未68.42%，平均甲醇西北开工率为76.77%，可见虽然2019年甲醇生产利润较2018年大幅收缩，但企业开工率却进一步提升。预计2019年我国甲醇产量为6200万吨，同比增速在10-12%。

图表 5：甲醇月度产量、国内甲醇开工率



数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从图表 3 可以看到，2020 年我国甲醇投产计划仍然较多，特别是随着兖矿榆林能化和荣信二期两套装置推迟至 2020 年一季度投产，预计 2020 年计划新增甲醇产能 690 万吨，其中一体化的甲醇产能 180 万吨，非一体化的甲醇产能 510 万吨。预计到 2020 年末，我国甲醇总产能将达到 9600 万吨，产能增速 7.7%。但从利润角度考虑，若 2020 年甲醇生产利润维持低位（大概率事件），预计甲醇生产企业会采用推迟投产、降低负荷、停车检修等方式调节产量，因而实际产量增速将较 2019 年明显放缓。按照 2019 年甲醇产量 6200 万吨为计算基数，预计 2020 年我

国甲醇产量为 6300-6400 万吨，同比增速 1.5-2%。

(2) 进口量

2019 年，伊朗 Kaveh 230 万吨和 Busher 165 万吨装置（试运行中）投产，合计外盘投产量为 395 万吨。虽然外盘投产力度不及 2018 年（509 万吨），但今年伊朗的投产力度很大，且随着欧美国家对伊朗的制裁加剧，伊朗甲醇更多地流向中国，实际上对今年我国的甲醇进口量影响很大。

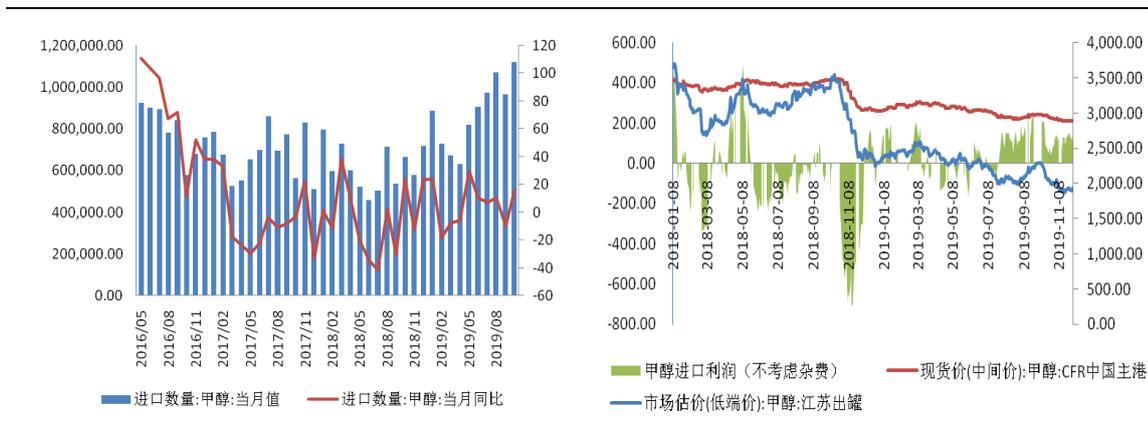
图表 6：2019-2020 年国外甲醇投产计划

地区	公司名称	产能（万吨）	投产日期
伊朗	Kaveh	230	2019.2
伊朗	Busher	165	2019.12
2019 合计		395	
伊朗	Kimi	165	2020 一季度
特立尼达	Caribbean Gas Chemical	100	2020 一季度
伊朗	Sabalan Methanol	165	2020 三季度
美国	山东玉皇	170	2020 四季度
2020 合计		600	

数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从进口量来看，2019 年 1-10 月，我国甲醇累积进口量 878.14 万吨，同比增幅 43.2%。究其原因，一方面是 2019 年外盘开工始终处于高位，以往东南亚和中东地区春秋两季均有季节性检修，而 2019 年情况看，伊朗和马来西亚甲醇装置仅短停，均未形成持续的季节性检修；二是随着今年伊朗 Kaveh 230 万吨装置的投产，伊朗甲醇产能大增，受国际制裁以及欧美需求不佳等因素影响，大量伊朗甲醇流向中国；三是今年甲醇进口利润尚可，且期货市场和纸货市场始终升水于港口现货，贸易商进口和期现套利均有一定利润。从船期情况看，预计今年 11-12 月进口量依旧能保持 100-120 万吨/月高位，**预计 2019 年全年甲醇进口量为 1100 万吨左右。**

图表 7：甲醇进口量和进口利润



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

2020 年，外盘甲醇投产力度依旧比较大，见图表 6。按照投产计划，预计 2020 年外盘新增

甲醇产能 600 万吨，加上伊朗 Buser 产出合格品，预计将超过 2019 年水平。但根据实际投产时间和对中国的影响来看，需要重点关注的还是伊朗 Buser 何时产出合格品，以及伊朗 Kimi 和特立尼达 Caribbean 装置的投产。

从进口量角度看，2019 年造成进口增量明显的几个因素，预计依旧存在：中东等地甲醇生产成本较低，以目前外盘价格看，国际甲醇生产利润尚可，预计 2020 年外盘高开工状况将维持；2020 年外盘新产能投放力度较大；进口利润和期货纸货升水情况依旧保持。因此，我们判断 2020 年我国甲醇进口量还将维持增长，预计月进口量维持在 100 万吨以上，**2020 全年甲醇进口量 1300-1400 万吨，同比增速 20-25%，再创新高。**

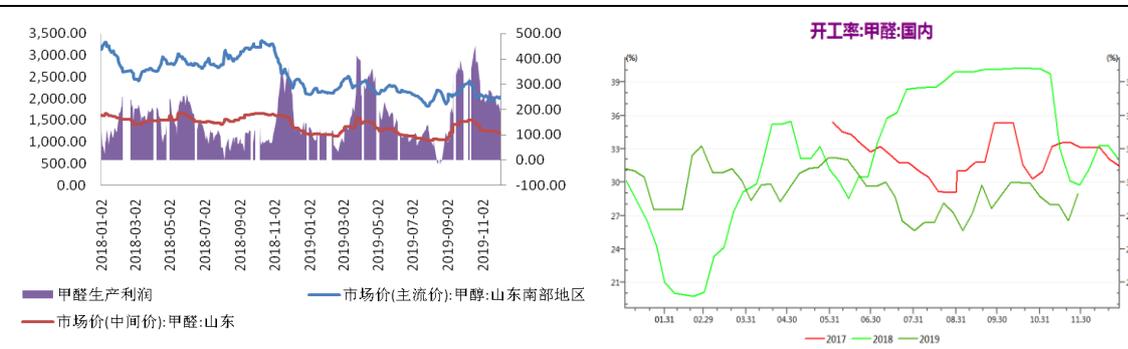
2、需求面

甲醇的需求分为传统需求和新兴需求，传统需求主要有甲醛、二甲醚、醋酸和 MTBE 等，新兴需求主要是煤/甲醇制烯烃（CTO/MTO）和甲醇燃料，其中占比最大的仍是 CTO/MTO。预计 2019 年 CTO/MTO 占甲醇消费量的比例将超过 50%，因而分析甲醇下游需求时，重点关注 CTO/MTO 装置的投产和开工情况，对于传统下游，更多关注季节性和事件的影响。

(1) 传统需求

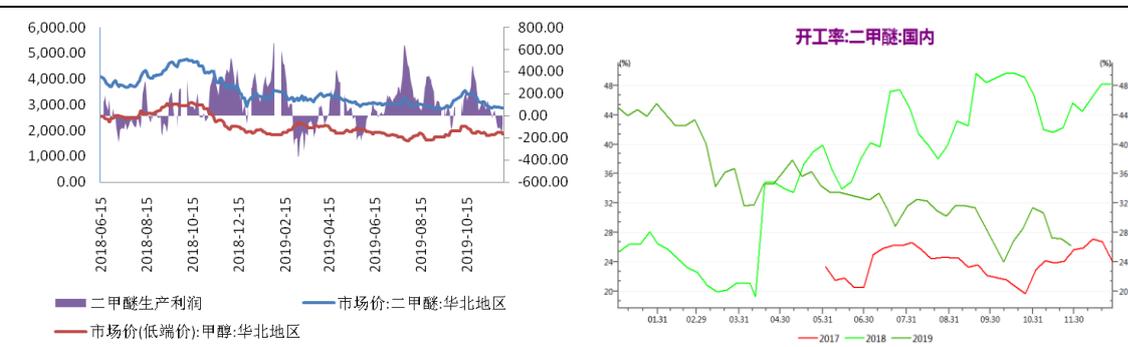
2019 年甲醇传统下游需求受到几个重要因素的影响，整体开工水平低于去年，见下图。首先是 2019 年 3 月份江苏响水化工园爆炸事件，导致国内化工企业安监整体趋严，江苏、山东周边的化工企业当时进行集中停车整顿，对甲醇传统下游有一定影响。另外，今年是 70 周年大庆，因而国庆前后又一波安监和环保政策，打压甲醛等传统下游开工。由于甲醇传统下游相对分散，且在甲醇消费中占比较小，对年度甲醇消费量影响不大，主要关注季节性变化和事件的影响。

图表 8：甲醛生产利润及开工率



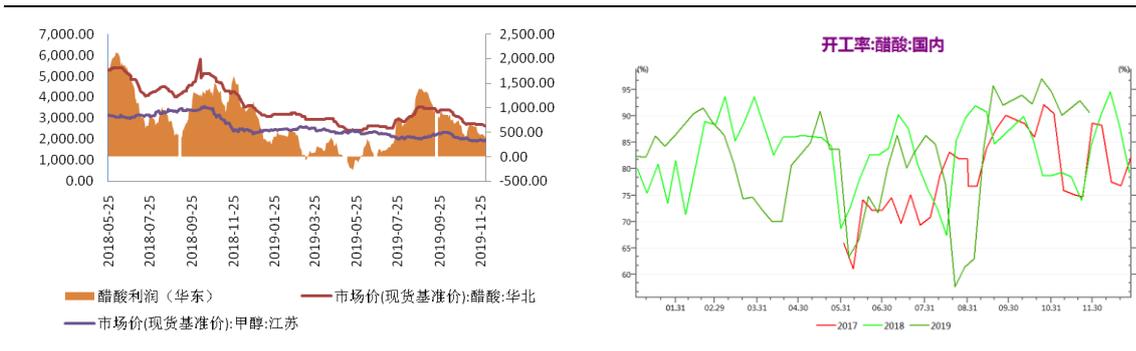
数据来源：WIND 兴证期货研发中心

图表 9：二甲醚生产利润及开工率



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

图表 10: 醋酸生产利润及开工率



数据来源: WIND 兴证期货研发中心

(2) 煤/甲醇制烯烃

2019 年,我国新投产的 CTO/MTO 装置有:久泰能源、中安联合、南京诚志、宝丰二期以及鲁西化工,其中南京诚志是外采 MTO 装置,宝丰二期是配套的甲醇装置还未投产,暂以外采为主。2019 年共计投产 CTO/MTO 装置产能 270 万吨。截至 2019 年末,预计我国 CTO/MTO 总产能约为 1600 万吨(包含试车成功的鲁西化工)。而从 2020 年投产计划看,整体缺乏亮点,基本上只有天津渤化和延长中煤榆林两套装置投产概率较大,且都在下半年。重点还需要关注常州富德 30 万吨 MTO 装置的重启。预计到 2020 年底,CTO/MTO 总产能将 1720 万吨。

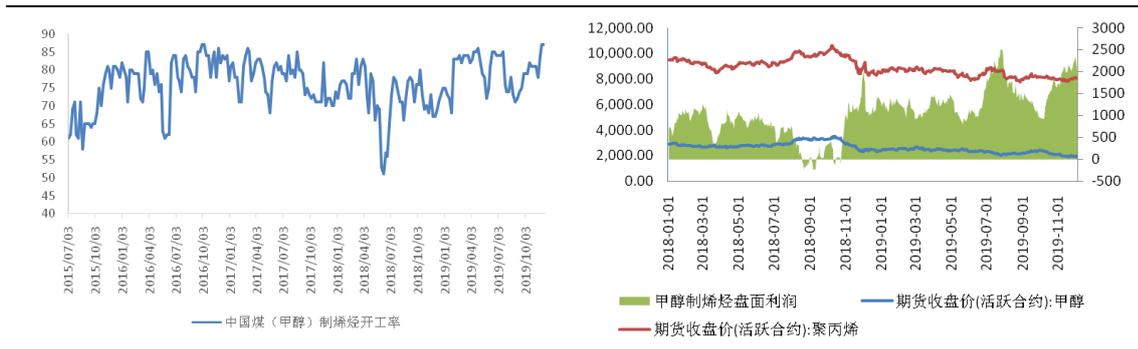
图表 11: 2019-2020 年煤/甲醇制烯烃投产计划表

企业名称	产能(万吨/年)	配套甲醇产能	投产时间
久泰能源	60	100	2019.6
南京诚志	60	-	2019.7
中安联合	60	180	2019.7
宝丰二期	60	-	2019.9
鲁西化工	30	80	2019.11
2019 年合计	270		
吉林康奈尔	30	-	待定
青海大美	60	-	待定
天津渤化	60	-	2020 年四季度
延长中煤榆林	60	180	2020 年四季度
2020 年合计	210		

数据来源: 卓创资讯 兴证期货研发中心

从开工率角度看,2019 年 CTO/MTO 行业整体开工率高于 2018 年,2019 年 CTO/MTO 行业平均开工率为 80%,而 2018 年 CTO/MTO 行业平均开工率仅为 72.3%。究其原因,主要是 2019 年甲醇价格处于相对低位,CTO/MTO 行业整体利润水平较好,因而企业开工率维持高位,且检修的意愿比较低。从盘面利润来看,2019 年 MTO 平均盘面利润为 1440 元/吨,明显好于 2018 年的 731 元/吨。但从另一个角度看,目前 CTO/MTO 行业开工率已经处于相对高位,2020 年继续提升的空间有限。

图表 12: CTO/MTP 整体开工率和利润情况



数据来源: 卓创资讯 兴证期货研发中心

我们通过 CTO/MTO 行业来倒推甲醇的需求量: 按照 2019 年全年 CTO/MTO 行业平均开工率 80%、产能规模 1570 万吨、以及需求占比 53% 来计算, 预计 2019 年我国甲醇消费量在 7150 万吨。对于 2020 年, 由于 CTO/MTO 新装置投产较少, 且开工继续提升空间有限, 加之乙烯的竞争效应, 预计 2020 年我国甲醇消费量为 7500 万吨。

3、供需平衡表

图表 13: 甲醇供需平衡表 (万吨)

年份	国内产量	进口量	总供应量	实际需求量	供需缺口
2018	5576	743	6319	6263	56
2019E	6200	1100	7300	7150	150
2020E	6350	1350	7700	7500	200

数据来源: 兴证期货研发中心

2018 年前三季度甲醇供需偏紧, 但四季度随着兴兴等 MTO 工厂停车, 甲醇供需明显失衡, 于是综合 2018 年全年情况, 甲醇供需基本平衡, 供应略有宽松 56 万吨。2019 年开始, 甲醇供需宽松的格局延续, 且幅度有所扩大, 预计全年供过于求将达到 150 万吨。再考虑 2020 年的情况, 鉴于国内产量和进口量进一步增加, 但最大下游 CTO/MTO 缺乏亮点, 预计供应过剩幅度继续扩大, 全年供过于求将达到 200 万吨。

三、甲醇价格影响因素探讨

1、2020 年全球经济整体依旧偏弱, 但中国领先进入温和复苏阶段

宏观环境影响大宗商品的需求, 从而对大宗商品特别是工业品的价格起着决定性的作用。2016 年-2018 年 3 季度, 全球经济回升叠加国内供给侧改革, 工业品价格整体抬升; 2018 年四季度开始, 全球经济转弱, 工业品价格进入下行周期, 这些在去年的年报中都已详细描述。各基本面并不相同的工业品, 在宏观环境的作用下, 价格走势整体趋同, 统计 2016 年至今的数据, 螺纹、原油 (2018 年 3 月上市以来数据)、动力煤与甲醇期价的相关性分别达到 0.77, 0.71 和 0.75。

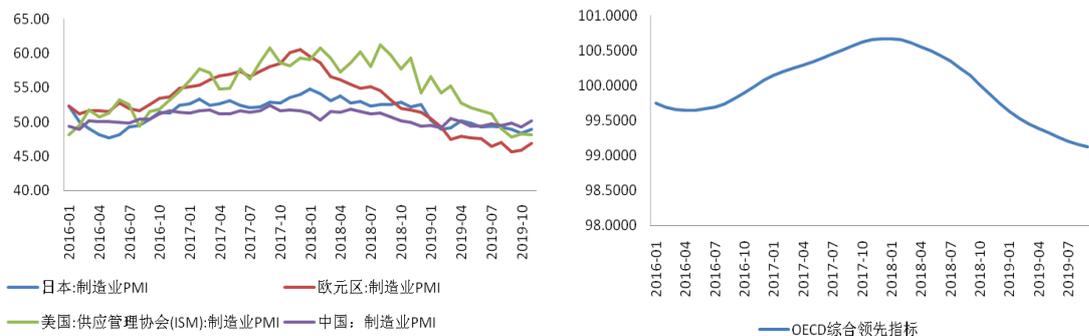
图表 14: 螺纹、甲醇、动力煤、原油期货收盘价



数据来源: WIND 兴证期货研发中心

2018 年以来, 全球经济相继减速, 世界各大经济体 PMI 指数于 2018 年开始相继回落, 目前基本上都在 50 荣枯线以下; 从 OECD 领先指标看, 2018 年初已经回落, 目前整体仍处于下行周期。IMF 在今年 10 月最新的《世界经济展望》报告中, 对全球 2019/2020 年经济增速预测再度分别下调 0.2 和 0.1 个百分点至 3% 和 3.4%。预计 2020 年大部分时间全球经济整体依旧偏弱。

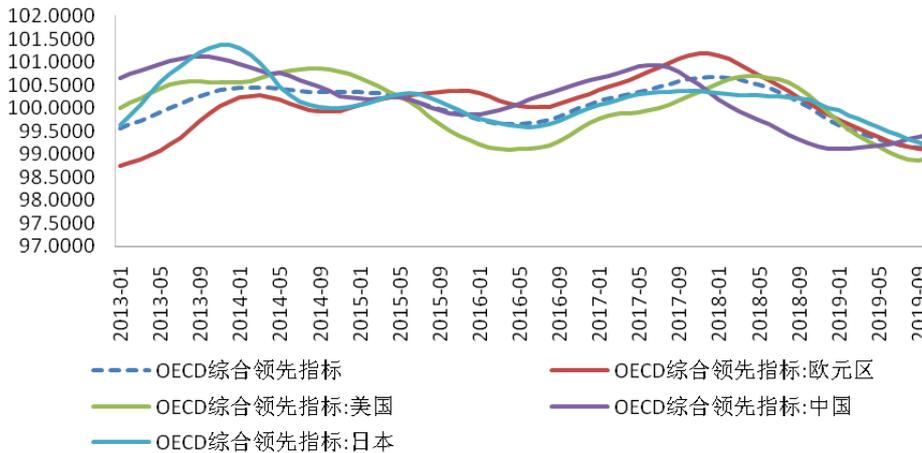
图表 15: 世界主要经济体 PMI 和 OECD 领先指标



数据来源: WIND 兴证期货研发中心

但是将 OECD 领先指标细分, 我们还是可以看出一些变化。通常 OECD 领先指标分为四种经济状态, 往复循环: 复苏(<100 且在增长); 繁荣(>100 且在增长); 衰退(>100 且在下降); 萧条 (<100 且在下降)。从下图可知, 中国 OECD 综合领先指标已经企稳回升, 进入温和复苏阶段; 世界其他主要经济体, 如美国, 也已经进入触底阶段。可见, 中国领先于世界主要经济体进入温和复苏的阶段, 而全球经济下行或将接近尾声。因此, 对于甲醇等工业品而言, 2020 年宏观压力仍在, 但压力或将小于 2019 年。

图表 16: 世界主要经济体的 OECD 领先指标



数据来源: WIND 兴证期货研发中心

2、2020 年甲醇生产仍处于低利润周期，关注春检力度

2013 年到 2015 年大宗商品熊市导致各行业利润向中下游让渡；2016 年到 2018 年三季度，全球经济回升叠加国内供给侧改革，各行业上游利润持续回升；2018 年四季度至今，工业品重回下行周期，上游利润再度向中下游转移。从甲醇行业看，上述利润变化的过程十分明显，见下图。以内蒙为例，2019 年甲醇平均生产利润为-13 元/吨，而 2018 和 2017 年甲醇平均生产利润分别为 539 和 401 元/吨，可见随着 2018 年四季度以来甲醇价格的快速回落，今年甲醇生产利润消失殆尽。再看甲醇下游利润，以 CTO/MTO 行业为例，按盘面利润计算，2019 年甲醇制烯烃盘面平均利润为 1442 元/吨，而 2018、2017 年的平均利润分别为 731、565 元/吨，可见今年甲醇的上游利润已经充分地向下游让渡。

图表 17: 甲醇生产利润、甲醇制烯烃盘面利润

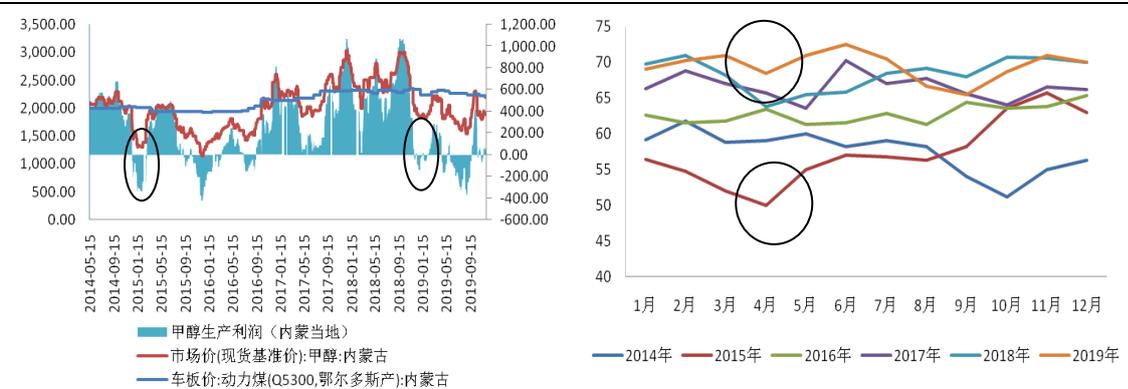


数据来源: WIND 兴证期货研发中心

从时间周期来看，通常利润转移的过程需要 3 年左右时间，因此从 2018 年四季度算起，甲醇上游利润处于低位的周期仍未结束，对甲醇价格形成一定压制。但阶段性看，煤头企业可能因为生产利润不佳而放大季节性检修的量，特别是春季检修，可参考 2015 年初及 2019 年初，煤头甲醇亏损，对应当年 4 月份的春季检修的量相对较大，开工率明显走低。按照目前甲醇的

生产利润，预计 2020 年 3-5 月的甲醇春季检修亦有放量可能，需要密切关注检修计划和实际开工情况。

图表 18：甲醇生产利润和开工率

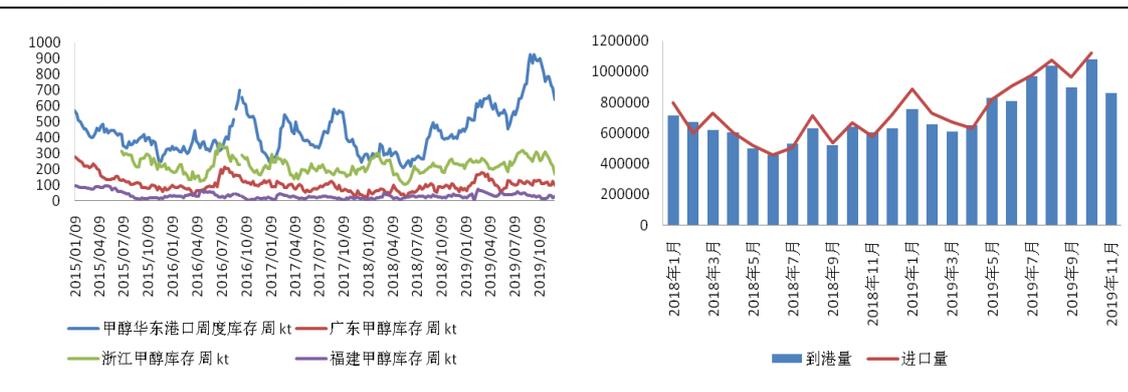


数据来源：WIND 兴证期货研发中心

3、2020 年甲醇将延续高库存状态，关注阶段性库存变化

今年甲醇港口库存大幅增加，特别是华东地区，截止到 2019 年 12 月 12 日，华东地区甲醇库存 62.5 万吨（虽然近期去库明显，但同比增幅依旧高达 40%），浙江 20.2 万吨，广东 9.9 万吨，福建 1.6 万吨。5 月份开始，我国甲醇到港量明显增加，从而进口量也从 5 月开始显著增加，造成港口库存持续高位。今年到港船期激增，一方面是伊朗 Marjan 和 Kaveh 等装置稳定投产后，产能大幅提升，鉴于国际制裁等因素，伊朗货物大多选择发往中国；另一方面是全球甲醇需求偏弱，原本计划发往欧美地区的非伊朗甲醇也大量发往中国，部分时段甚至有日韩甲醇发往中国。

图表 19：甲醇港口库存、甲醇到港量和进口量



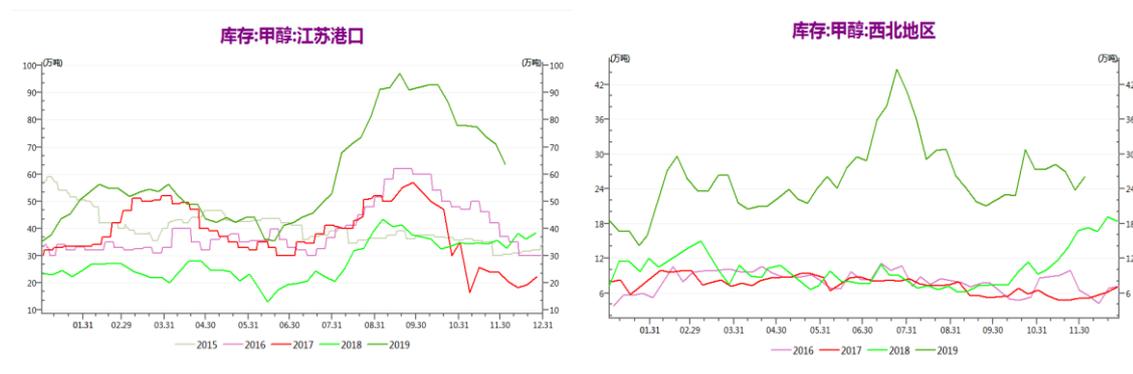
数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从季节性来看，往年甲醇港口库存变化规律一般是：一季度春节前后下游停工较多，港口进入累库周期；二季度是内外盘甲醇装置检修高峰，港口进入去库存周期；三季度随着前期检修装置的复工，港口再度进入累库周期；四季度随着焦化限产和天然气限气的影响，港口再度进入去库存周期。2019 年甲醇港口库存前两个季度走势基本符合季节性规律，但从 7 月份开始，伴随进口量大增，甲醇港口累库幅度很大，远超往年同期；到了四季度，今年焦化限产和天然气限气幅度均不及预期，但今年港口甲醇价格与内地倒挂，大量港口货源发往山东等内地销区，

导致了四季度的去库存。

从库存量来看，今年甲醇进口量和港口库存已经上了一个台阶，根据前文对进口和宏观的分析，预计 2020 年甲醇将延续高库存状态。从时间段看，2020 年春节在 1 月下旬，预计从 12 月底开始，甲醇传统下游将陆续停工，而进口和产量维持高位，甲醇或将进入新一轮累库周期至春节后。

图表 20：甲醇港口库存和产区库存季节性

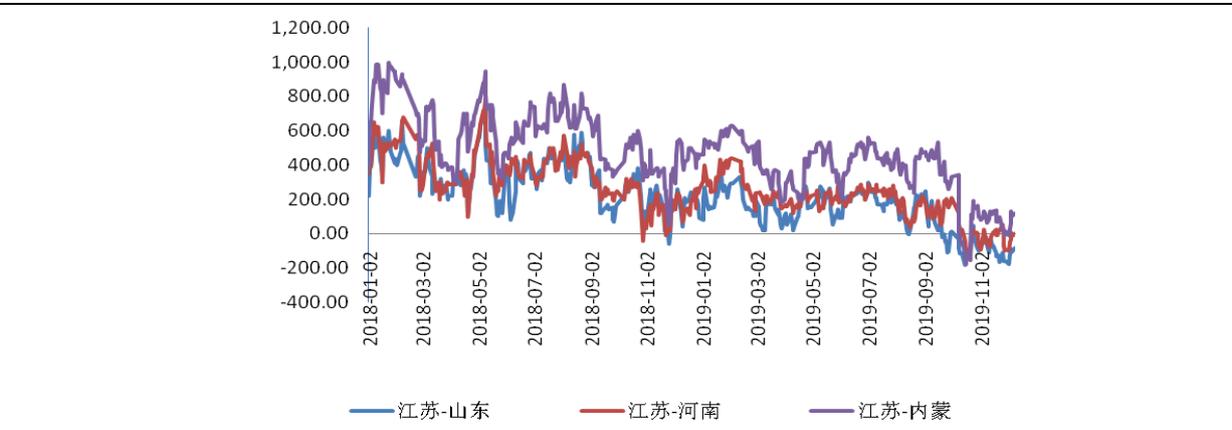


数据来源：隆众石化 兴证期货研发中心

4、2020 年延续港口弱于内地，华东逐步转变为甲醇产区

2019 年国内甲醇的贸易流向发生了很大的变化，从各区域价差的变化可以看出：2019 年江苏-山东（运费 250）、江苏-河南（运费 250）以及江苏-内蒙（运费 500）的平均区域价差分别为 110、174 和 352 元/吨，明显低于 2018 年的平均值 320、344 和 588。原因主要有两个方面：一是今年进口量大增，港口到港持续过剩导致江苏等传统销区的价格不断走低，特别是四季度开始，港口价格持续倒挂山东、河南等地，货源大量流向内地；二是今年西北地区的久泰和宝丰 MTO 装置开车，外购甲醇促使内地特别是西北地区价格相对坚挺。因此，今年甲醇国内贸易流向，从过往的内地流向港口，转变为港口流向内地，预计这种情况在 2020 年还将持续。2020 年进口有接近 250 万吨的增量，而内地有 150 万吨左右的增量，但内地或根据利润加大阶段性减产的量，因此 2020 年总体延续港口弱于内地的局面，预计甲醇将持续从港口流向内地，港口从甲醇销区变成了产区。

图表 21：甲醇现货区域价差



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

四、结论及投资建议

从供需面看：2020年我国甲醇计划投产690万吨，但生产利润偏低，实际产量增速或将较2019年明显放缓，预计2020年我国甲醇产量为6300-6400万吨，同比增速1.5-2%。2020年外盘新增甲醇产能600万吨，加上伊朗Busher产出合格品，预计将超过2019年水平，叠加国际需求不佳，伊朗问题等因素，预计2020年全年甲醇进口量1300-1400万吨，同比增速20-25%，再创新高。需求方面，甲醇最大下游CTO/MTO行业缺乏亮点，投产项目不确定性较大，由CTO/MTO行业倒推2020年我国甲醇消费量预计为7500万吨，同比增速5%。综上，2020年甲醇供需维持偏宽松状态，且供应过剩幅度较2019年有所扩大。

从宏观角度看，2020年全球经济整体依旧偏弱，但中国领先进入温和复苏阶段，经济悲观程度较2019年有所改善；从行业利润看，2020年甲醇生产仍处于低利润周期，预计春季检修可能放量，关注明年春检带来的阶段性反弹机会；2020年甲醇延续高库存状态，关注阶段性库存变化；贸易流向看，2020年港口或将持续弱于内地，华东等沿海地区从甲醇销区逐步转变为产区，向内地输送进口甲醇。

策略建议方面，虽然2020年甲醇供需过剩程度有所扩大，但考虑到国内宏观环境温和复苏，以及甲醇估值相对低位，预计期价整体以弱势震荡为主，郑醇指数全年运行区间1800-2500。中长线策略上，单边做空机会不易把握，推荐相对价差的交易机会，例如2005-2009以及2009-2101的反套操作。中短线策略方面，推荐关注明年2-3月春检放量配合库存下降的带来的阶段性反弹机会。

风险分析：中长线反套操作方面，风险点为外盘投产不及预期、MTO装置投产超预期以及原油大涨等利多因素。中短线策略方面，风险点为国内春检不及预期、港口无法有效去库等。

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。