

## 一季度甲醇供需偏弱 关注做空波动率策略

2020年2月20日 星期四

兴证期货·研发中心

能源化工团队

林玲

从业资格编号: F0276379

投资咨询编号: Z0003058

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

#### ● 我们的观点

一季度甲醇供需偏弱, 预计郑醇期价维持区间震荡, MA2005 参考区间为 2000-2250。

供应过剩短期难以缓解, 甲醇基差和 5-9 价差或将维持弱势。

关注做空波动率的期权组合策略。

#### ● 我们的逻辑

疫情影响下传统下游延迟 3-5 周复工, 沿海外采 MTO 装置多按期检修, 甲醇需求受压。运输受限倒逼甲醇生产企业降负荷, 利润走低或将引发甲醇春检放量, 一季度甲醇国内供应减少。短期进口仍偏少, 但外围装置陆续重启, 3 月起进口量将逐步恢复。综合分析, 我们预计一季度甲醇供需偏弱, 整体累库为主, 3 月份累库幅度较 2 月有所下降。郑醇期价节后低开, 利空有所反应, 预计中线维持区间震荡, MA2005 参考区间 2000-2250。

春节后甲醇供需转差, 基差和 5-9 价差迅速走弱。港口和内地供应过剩短期难以缓解, 预计甲醇基差和 5-9 价差维持弱势震荡。

2020 年以来, 甲醇市场突发事件较多, 目前期现货年化波动率和期权隐含波动率均处于相对高位, 预计后续随着事件平复, 波动率将从高位回落, 可考虑做空波动率的期权组合策略: 建议卖出 MA2005-P-2000 同时等量卖出 MA2005-C-2250, 构建做空波动率的组合头寸。

#### ● 风险提示

疫情发展的不确定性, 中东局势。

## 标题目录

1.传统下游延迟复工 MTO 按期检修 甲醇需求受压.....	3
1.1 春节后甲醇各下游开工率普遍下滑.....	3
1.2 甲醇传统下游复工延迟约 3-5 周.....	3
1.3 外采 MTO 装置多将按期检修.....	4
2.运输受限倒逼甲醇降负 利润走低或引发春检放量.....	4
2.1 运输受限倒逼甲醇生产企业降负荷.....	4
2.2 生产利润走弱或将引发春检放量.....	6
3.短期进口仍偏少 但后续进口将逐步恢复.....	6
4.一季度甲醇供需偏弱 期价维持区间震荡.....	8
5.供应过剩背景下 甲醇基差价差或将维持弱势.....	9
5.1 春节后甲醇基差价差转弱.....	9
5.2 供应过剩短期难以缓解 基差价差或将维持弱势.....	10
6.关注做空波动率的期权组合策略.....	10

## 图目录

图 1: 甲醇传统下游加权开工率.....	4
图 2: 甲醛开工率.....	4
图 3: MTO 盘面利润 (单位: 元/吨).....	4
图 4: 宁波富德 MTO 生产利润 (单位: 元/吨).....	4
图 5: 内蒙甲醇生产利润 (单位: 元/吨).....	6
图 6: 山东甲醇生产利润 (单位: 元/吨).....	6
图 7: 郑醇 2005 合约走势图.....	8
图 8: 甲醇港口基差 (单位: 元/吨).....	9
图 9: 甲醇内地基差 (单位: 元/吨).....	9
图 10: 甲醇 5-9 价差 (单位: 元/吨).....	9
图 11: 甲醇港口库存 (单位: 万吨).....	10
图 12: 甲醇内地库存 (单位: 万吨).....	10
图 13: 江苏甲醇现货价年化波动率.....	11
图 14: 甲醇期价收盘价年化波动率.....	11
图 15: MA2005-C-2200 隐含波动率.....	11

## 表目录

表 1: 甲醇主要下游春节后首周开工率.....	3
表 2: 甲醇各下游开工率.....	3
表 3: 春节后首周甲醇全国开工率和西北开工率.....	5
表 4: 近期甲醇全国开工率和西北开工率.....	5
表 5: 全国甲醇生产企业近期停车或减产情况.....	5
表 6: 国外主要甲醇装置情况.....	7
表 7: 一季度甲醇供需平衡表 (单位: 万吨).....	8

## 1.传统下游延迟复工 MTO 按期检修 甲醇需求受压

### 1.1 春节后甲醇各下游开工率普遍下滑

受疫情影响，春节后全国各省市均延迟复工，甲醇各下游开工率普遍下滑。根据卓创数据，春节假期后首周的甲醇各下游行业开工率明显低于去年同期：甲醇制烯烃（MTO/CTO）春节期间不停车，但节后物流不畅导致产成品外运困难，开工小幅下降；传统下游中，甲醛、甲缩醛、二甲醚春节期间普遍停车，目前暂无复工迹象；DMF、MTBE、醋酸等行业的开工率均较去年同期跌幅均在 10% 以上。近两周甲醇下游行业整体开工率进一步下滑。

表 1：甲醇主要下游春节后首周开工率

甲醇下游产品	2019 年节后首周	2020 年节后首周	跌幅
MTO/CTO	82.55%	81.93%	-0.62%
醋酸	91.12%	77.15%	-13.97%
甲醛	8.48%	2.48%	-6%
甲缩醛	8.71%	2.25%	-6.46%
二甲醚	23.16%	14.12%	-9.04%
DMF	71.55%	50.60%	-20.95%
MTBE	55.03%	44.04%	-10.99%

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

表 2：甲醇各下游开工率

甲醇下游	MTO/CTO	甲醛	二甲醚	MTBE	醋酸	甲缩醛	DMF
2 月 20 日开工负荷	78.98%	4.03%	14.85%	37.50%	65.52%	2.34%	40.68%
2 月 13 日开工负荷	80.51%	2.34%	14.56%	42.13%	65.97%	2.34%	32.43%
2 月 6 日开工负荷	81.93%	2.48%	14.12%	44.04%	77.15%	2.25%	50.60%

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

### 1.2 甲醇传统下游复工延迟约 3-5 周

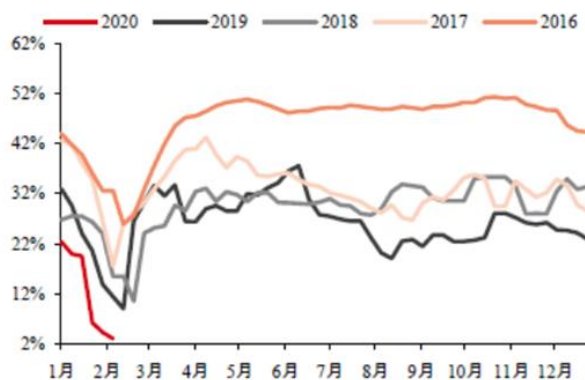
受疫情影响，预计甲醇传统下游复工时间较往年延迟约 3-5 周。以甲醛行业为例，甲醛行业春节期间多停车，其终端的板材行业又属于劳动密集型行业，短期复工难度较大。从甲醛和板材行业相对集中的江浙和山东地区复工政策来看，目前多提倡在 2 月底前有序复工。但因复工条件较为苛刻，真实复工进度仍缓慢：外地工人回工作城市需隔离观察 7-14 天、工厂复工需要口罩储备及消毒设施等。因此，我们预计大部分甲醇传统下游复工时间较往年延迟约 3-5 周，复工时间大约在 2 月底 3 月初。目前甲醇各传统下游的开工率均处于近年来低点。

图 1: 甲醇传统下游加权开工率



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 2: 甲醛开工率

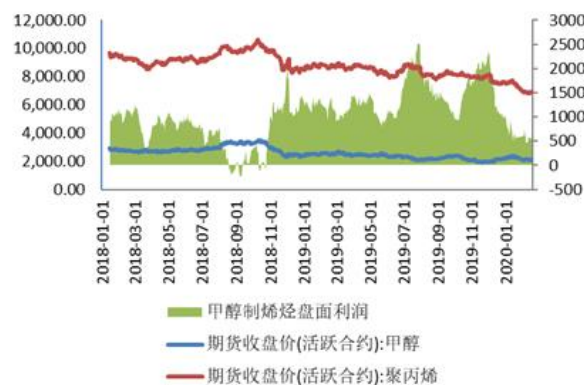


资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

### 1.3 外采 MTO 装置多将按期检修

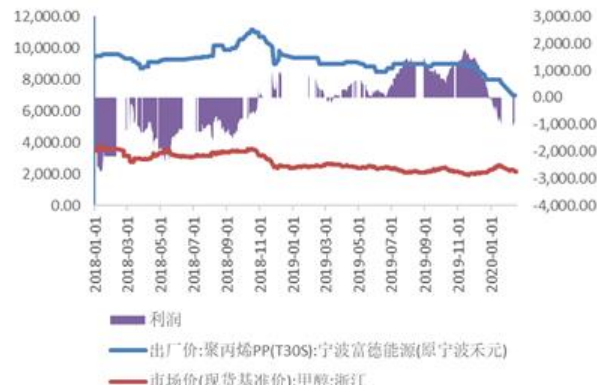
外采 MTO 装置近期检修计划较多, 预计多将按期检修。对于占甲醇下游需求 50% 以上的 MTO/CTO 行业, 虽然春节期间不停车, 但其产成品 PP、PE 的外运不畅, 塑料制品终端工厂也受到延迟复工的影响整体开工率不高。再看行业利润, 2 月以来 MTO 盘面利润 (PP-3MA) 平均值为 584 元/吨, 低于 1 月均值 680 元/吨和 2019 年 12 月均值 1400 元/吨; 宁波富德 MTO 生产利润均值-944 元/吨, 低于 1 月均值-573 元/吨和 2019 年 12 月均值 781 元/吨。多套外采 MTO 装置年前已经公布了检修计划: (1) 宁波富德 2 月中下旬检修 20 天; (2) 南京诚志 2 月有消缺计划; (3) 阳煤恒通 2 月中修 20 天 (4) 兴兴 3 月中下旬检修一个月; (5) 神华榆林 4 月检修 45 天。目前宁波富德已于 2 月 17 日按期开始检修, 预计 15-20 天, 在终端延迟复工和利润走低的背景下, 我们预计大部分 MTO 企业将按期开展检修。

图 3: MTO 盘面利润 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 宁波富德 MTO 生产利润 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

## 2. 运输受限倒逼甲醇降负 利润走低或引发春检放量

### 2.1 运输受限倒逼甲醇生产企业降负荷

运输受限倒逼甲醇生产企业降负荷。疫情影响下全国各地市普遍实行交通管制, 跨省运输和省内运输均存在较大障碍。对于春节期间不停车的甲醇生产企业来说, 目前普遍面临煤炭原料供应不足和产品甲醇胀库等问题。物流不畅已经倒逼甲醇生产企业普遍降低开工率甚至停车:

根据卓创数据，2020年春节后首周全国甲醇开工率和西北开工率均较去年同期明显下降，近两周，开工率仍处于低位。

表 3：春节后首周甲醇全国开工率和西北开工率

区域	2019年春节节后首周	2020年春节节后首周	跌幅
西北	80.24%	77.14%	-3.10%
全国	71.19%	66.90%	-4.29%

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

表 4：近期甲醇全国开工率和西北开工率

日期	全国开工负荷	西北开工负荷
2020-2-20	62%	71.22%
2020-2-13	61.66%	71.40%
2020-2-6	66.90%	77.14%

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

据隆众统计，截止到2月19日当周，全国出现降负荷或停车的甲醇企业共计42家，涉及理论产能2104万吨，产能占比24.16%。

表 5：全国甲醇生产企业近期停车或减产情况

区域	企业	产能	装置减产或停车情况
山东	盛隆	25	目前装置降负荷，重启未定
	国宏	64	目前双炉运行，重启未定
	凤凰	96	目前存在降负荷
	山东明水	60	装置正常生产
	山东鲁西	80	2月10日停车，重启未定
华北	山西建滔万鑫达	20	两条装置1.31检修，重启未定
	山西宏源	12	装置降负荷，日产320吨降至200吨
	山西光大	15	装置降负荷，日产400吨降至350吨
	山西安泽永鑫	20	装置降负荷，日产500吨降至400吨
	山西建滔潞宝	40	2.10停车检修
	山西晋煤天源	10	装置降负荷，日产300吨降至200吨
	山西天溪	30	两条装置均停车，重启未定
	山西五麟	10	装置停车检修，重启未定
	山西孝义鹏飞	30	精馏装置检修，产粗醇
	山西大土河	20	装置降负荷，日产350吨
	山西阳煤丰喜	40	装置半负荷，日产300吨
西南	云南解化	65	联醇装置2.3附近停车，重启未定，单醇装置低负荷运行，日产400吨
	贵州金赤	30	2月中下旬计划检修
西北	咸阳化学	60	装置于1.31起半负荷运行
	宝鸡长青	60	装置于2.1起半负荷运行
	陕西煤化	60	装置于2.10起半负荷运行
	陕西渭化	60	装置于2.1起半负荷运行
	陕西黄陵	30	装置于2.3起7成运行
	陕西焦化	20	装置于2.1起半负荷运行



	榆林凯越	70	装置于 1.29 起半负荷运行
	奥维乾元	20	装置于 2.3 起 6 成运行
	甘肃华亭	60	装置于 2.12 起停车, 重启未定
	中石化长城	50	装置于 2.12 起 6 成运行
	新疆新业	50	装置于 2.10 起 6 成运行
	内蒙古荣信	180	二期 90 万吨 2 月初起停车
	西北能源	30	1 月底停车, 预计 2.13 出产品
	内蒙古九鼎	10	2 月初装置停车, 重启未定
	内蒙古易高	30	2.11 停车, 重启未定
	内蒙古东华	60	2.10 起降负荷至 8 成
	内蒙古新奥	120	两期合计开工 6 成
	内蒙古久泰	100	装置开工 7 成左右
华东	安徽昊源	144	80 万吨停车, 重启未定
	安徽临涣	40	装置降负至 8 成
	江苏伟天	33	2.4 起停车, 重启未定
	沂州焦化	30	2.9 装置降负
华中	荆门盈德	50	装置降负, 日产降至 500 吨

数据来源: 隆众资讯, 兴证期货研发部

## 2.2 生产利润走弱或将引发春检放量

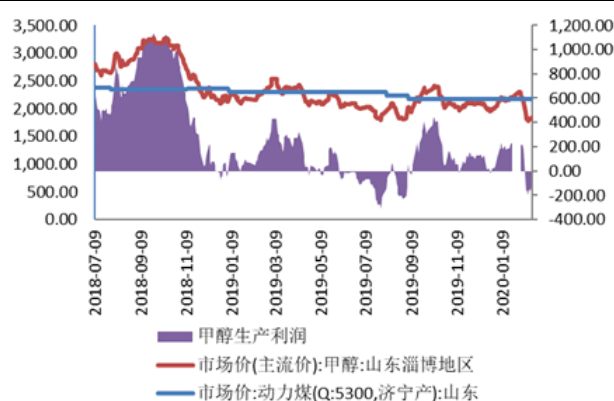
**甲醇生产利润走弱或引发今年春检放量。**从生产利润角度看, 随着节后内地甲醇价格的下跌, 各地甲醇生产利润进一步走差。以内蒙地区为例, 1 月份甲醇平均生产利润为 -51.85 元/吨, 2 月 18 日甲醇生产利润进一步下跌至 -327 元/吨; 山东地区来看, 1 月份甲醇平均生产利润为 186 元/吨, 2 月 18 日甲醇生产利润下跌至 -129 元/吨。根据 2020 年年报分析, 2015 年及 2019 年初煤头甲醇亏损明显, 都曾引发过当年 3-5 月的甲醇春检放量。目前西北地区甲醇生产亏损已比较严重, 或将引发今年内地甲醇春检的放量。

图 5: 内蒙甲醇生产利润 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: 山东甲醇生产利润 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

## 3. 短期进口仍偏少 但后续进口将逐步恢复

**短期进口仍偏少。**从 2019 年 12 月份起, 甲醇外围装置频繁检修, 包括沙特 IMC、马油、文莱 BMC、伊朗 ZPC、Kaveh、Marjan 等。受此影响, 2020 年起我国甲醇进口量大幅下降, 据

隆众数据，2020年1月份甲醇进口量预估值为90.42万吨，较2019年12月的119.34万吨缩减28.92万吨，2月份预估进口量将进一步下跌到75万吨。

进口量从3月开始将逐步恢复。从装置目前的情况看，伊朗ZPC和Marjan已重启，伊朗其他甲醇装置都将在2月底前重启，马油2套装置也都已经重启，可以确定的是，接下来重启的装置将多于检修的装置，进口量从3月开始将逐步恢复。

表6：国外主要甲醇装置情况

单位	装置产能	目前运行情况
伊朗 Zagros PC	2#330	1月11日至12日开始至今，两套甲醇装置全部停车检修中，其一套165万吨/年的装置虽然于2月3-4日重启，但受到供气问题，再度停车检修中。最终于2月12日晚间重启。
伊朗 Marjan	165	于2月12日晚间重启
马来西亚 Petronas 石化公司	2#242	原本小装置于1月底重启恢复，大装置于2月初重启，重启后维持5-6成负荷运行，随后2月5-6日两套再度全部停车检修，目前其1号装置2月8日重启，2号装置2月18日重启。
沙特 IMC	150	装置稳定运行中，其近期多数船货发往东南亚和印度。
印尼 KMI	66	稳定运行中。
埃及 Methanex Egypt	130	稳定运行中。
美国 Methanex	200	稳定运行中。
文莱 (BMC)	85	目前稳定运行中。
阿曼	130	目前稳定运行中。
沙特 ArRazi	5#485	整体装置运行负荷不高，其少数大装置停车检修中。
伊朗 Kharg	66	稳定运行中。
新西兰 Methanex	3#242	稳定运行中。
卡塔尔 QAFAC	99	1月27-28日附近重启，目前稳定运行中。
阿曼	105	目前稳定运行。
美国 OCI Beaumont	2#93	装置运行负荷不高。
美国 Celanese	130	目前甲醇装置基本稳定运行中，固有停车检修计划推迟。
荷兰 Bioethanol	2#95	基本稳定运行中。
特立尼达 MHTL	5#403	目前装置平稳运行中。
特立尼达 Methanex	2#265	目前稳定运行中，其少数装置原本停车检修的预期推迟。
伊朗 Fanavaran PC	100	维持6-7成负荷运行。
委内瑞拉 Metor 和 Supermetanol	3#250	目前两套甲醇装置稳定运行中，另外一套装置停车检修中。
智利 Methanex	2#172	稳定运行中。
俄罗斯 Tomsk	100	目前稳定运行中。
俄罗斯 Metafrax	120	稳定运行中
挪威 Statoil	90	稳定运行。
美国 LyondellBasell	78	稳定运行中。
德国 Mider/Total-helm	66	稳定运行中。
德国 Shell	40	装置稳定运行中。

数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

## 4.一季度甲醇供需偏弱 期价维持区间震荡

基于隆众资讯 2020 年 1 月供需数据，以及上文对近期甲醇供需面的分析，我们预估一季度甲醇供需偏弱，整体累库为主，3 月份累库幅度较 2 月有所下降：

(1) 甲醇传统下游较往年延迟 3-5 周复工，预计影响 2 月甲醇需求量 60 万吨；富德、阳煤恒通等 MTO 装置有检修计划（富德已开始检修），预计影响 2 月甲醇需求量 15 万吨。因此，2 月甲醇需求量预估值为 595 万吨，环比下降 75 万吨。3 月份，甲醇传统下游陆续复工，预计环比增加甲醇需求量 25 万吨；兴兴 MTO 装置计划检修，MTO/CTO 行业 3 月甲醇需求环比持平。因此，3 月甲醇需求量预估值为 620 万吨，环比增加 25 万吨。

(2) 2 月份甲醇生产企业降负荷较多，预计 2 月全国平均开工率较 1 月下降 8% 左右，2 月国内甲醇产量预估值为 540 (-50) 万吨。3 月，内地春检开始，预计开工维持 2 月的低水平，3 月国内甲醇产量预估值保持 540 万吨。

(3) 1-2 月外围装置集中检修，明显影响我国甲醇进口，2 月甲醇进口预估值为 75 万吨。伊朗和东南亚甲醇装置已重启，预计 3 月进口量开始恢复，3 月甲醇进口预估值为 90 万吨。

(4) 综上，1 月份受春节假期影响，国内甲醇小幅累库 8 万吨左右，主要在 1 月底春节假期期间；2 月份受疫情影响，供需进一步失衡，预计累库幅度 20 万吨左右，主要在 2 月上中旬；3 月份随着下游需求恢复，供需环比好转，但仍有进口压力和 MTO 检修，预计累库幅度下降至 10 万吨左右。

表 7：一季度甲醇供需平衡表（单位：万吨）

时间	国内产量	进口量	需求量	库存变化
2020 年 1 月	588	90	670	+8
2020 年 2 月 (E)	540	75	595	+20
2020 年 3 月 (E)	540	90	620	+10

数据来源：隆众资讯，兴证期货研发部

从期价走势看，春节后郑醇主力合约 MA2005 低开，目前小幅反弹至 2100 附近震荡。2 月份供需失衡加剧的预期已经在期价上有所反应。后续虽然利空因素逐步消化，但进口恢复和 MTO 检修等因素依旧压制期价。在无新的重大突发事件发生的前提下，预计中线郑醇期价将在 2000-2250 区间震荡。

图 7：郑醇 2005 合约走势图



数据来源：文华财经，兴证期货研发部



## 5.供应过剩背景下 甲醇基差价差或将维持弱势

### 5.1 春节后甲醇基差价差转弱

受疫情影响春节后甲醇基本面转差，基差和 5-9 价差迅速走弱。基差方面，我们主要考虑两个基差：一是港口基差，我们选用的是江苏甲醇现货价-郑醇活跃合约收盘价；一是内地基差，我们选用的是内蒙甲醇出厂价-郑醇活跃合约收盘价。价差我们主要考虑郑醇 MA2005-MA2009 价差。

(1) 港口基差和跨期价差：12 月至春节前，甲醇供需面的焦点在于进口。美伊冲突，伊朗限气等引发市场对进口减少的担忧，短期利好推升甲醇期价和港口现货价格，也使得期现结构呈现明显的近强远弱，因而港口基差和 5-9 价差持续走强。春节至今，甲醇供需面的焦点转变为疫情对甲醇中短期基本面的利空，节后期货和港口现货价格大幅下跌，期现结构也变为近弱远强，港口基差和 5-9 价差迅速转弱。

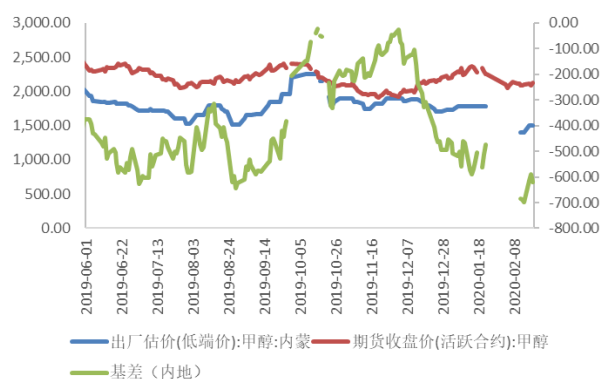
(2) 内地基差：不同于港口基差，2019 年 12 月以来内地基差一直较弱。内地甲醇供应整体充足，为了给春节期间甲醇生产留出库容，内地生产企业在春节前已经进行了一轮降价排库，随着内地甲醇价格的下跌，内地基差开始走弱。春节后，疫情对内地甲醇市场的利空影响更为明显，物流不畅和下游复工延迟导致内地甲醇无法顺利外运，甲醇生产企业多面临胀库风险。在巨大的库存压力下，节后内地甲醇现货价格和内地基差继续大幅走弱。

图 8：甲醇港口基差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：甲醇内地基差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：甲醇 5-9 价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

## 5.2 供应过剩短期难以缓解 基差价差或将维持弱势

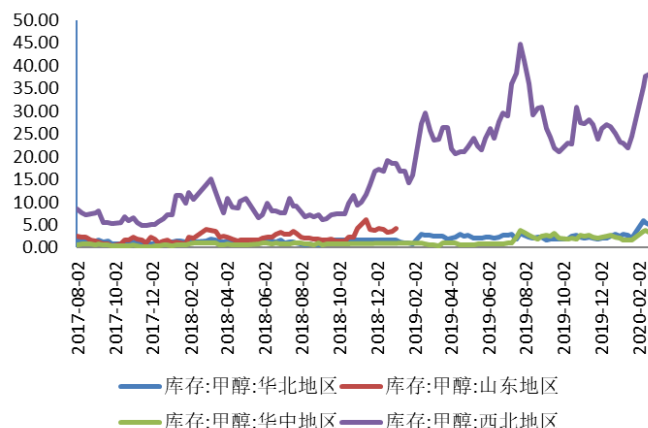
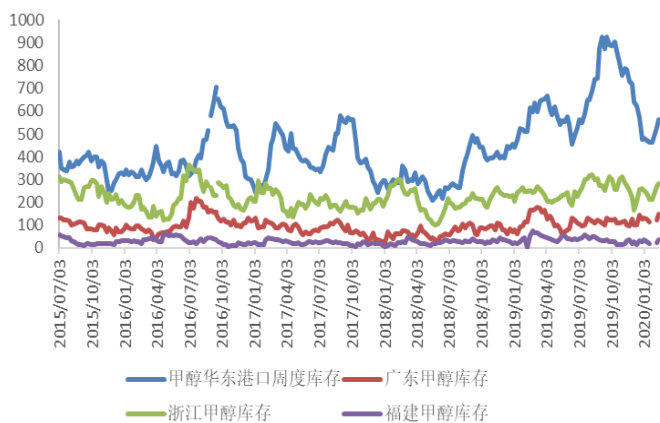
无论是港口还是内地，甲醇供应过剩的局面短期都难以缓解，基差价差或将维持弱势。

港口方面，虽然短期甲醇进口量偏少，但传统下游复工进度也比较慢，富德、兴兴等沿海外采 MTO 装置又有检修计划，根据前文供需平衡表预估，短期港口大概率延续累库。据卓创数据，截止到 2 月 20 日当周，甲醇江苏库存 59.1 万吨，较 1 月 31 日增加 10.6 万吨；港口总库存 107.8 万吨，较 1 月 31 日增加 16.2 万吨，2 月以来港口库存累积幅度 17.7%。

内地方面，虽然物流不畅已经倒逼甲醇生产企业降负荷，但目前国内甲醇整体开工率仍有 6 成水平。据卓创数据，截止到 2 月 20 日当周，国内甲醇开工负荷 62%，西北地区甲醇开工负荷 71.22%。按照目前的内地开工负荷和物流恢复的情况，预计内地高企的甲醇库存短期仍难以迅速下降。根据隆众数据，截止到 2 月 19 日当周，甲醇西北地区库存 38.10 万吨，创近期新高，较 1 月 22 日增加 13.58 万吨，增幅 55.4%。

图 11: 甲醇港口库存 (单位: 万吨)

图 12: 甲醇内地库存 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

资料来源: Wind, 兴证期货研发部

## 6. 关注做空波动率的期权组合策略

近期甲醇期现货和期权波动率处于相对高位，可考虑做空波动率的期权组合策略。自 2020 年以来，甲醇市场突发事件较多，包括 1 月初的美伊冲突、1 月中旬的伊朗限气以及春节以来的新冠肺炎疫情。在众多突发事件的影响下，甲醇基本面变动较大，期现货价格波动剧烈。从 1 月开始，江苏甲醇现货价的年化波动率大幅提升，由 1 月初的 20% 以下，大幅上升至 2 月初的 50% 以上，目前仍在 45% 附近的高位波动。郑醇期价的年化波动率变化趋势与江苏甲醇现货价相同，目前也处于 30% 以上的相对高位。

随着伊朗限气、疫情影响等突发事件逐渐平复，后续进口、物流和下游需求也逐步恢复中，在无新的重大突发事件的前提下，预计甲醇期现货价格的波动率将从高位回落。以持仓量较高的期权 MA2005-C-2200 的隐含波动率看，目前也处在 25% 以上的较高水平，因此可考虑构建做空波动率的期权组合。

策略思考: 构建做空波动率的期权组合策略，目前 MA2005 期价在 2100 一线震荡，预计中线波动区间为 2000-2250，因此我们可以卖出 MA2005-P-2000 同时等量卖出 MA2005-C-2250，构建做空波动率的组合头寸。

图 13: 江苏甲醇现货价年化波动率



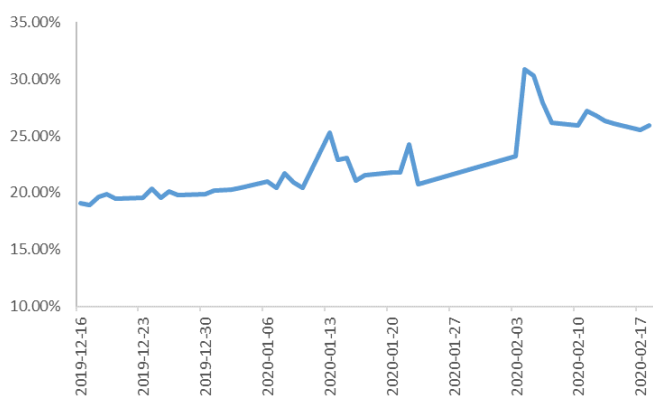
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 甲醇期价收盘价年化波动率



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: MA2005-C-2200 隐含波动率



资料来源: Wind, 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。本报告清晰准确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。