

黑暗时期已过，供需矛盾及油价主导市场

兴证期货·研发中心

2020年4月7日 星期二

能化研究团队

行情回顾

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人

赵奕

021-20370938

zhaoyi@xzfutures.com

本月聚烯烃盘面小幅上扬后断崖式下跌，月底出现好转。月初国内疫情好转，物流恢复，下游需求提升，期现价格共振上涨；月中旬美、俄、沙特价格战打响，叠加国外疫情爆发，油价断崖式下跌，引发聚烯烃板块持续下跌至多年来低位，叠加本身供需面偏弱，聚烯烃低位震荡；月末俄、沙特略有软化，美积极发出稳定油价消息，原油大涨，带动聚烯烃板块高涨，同时由于口罩需求坚挺，聚丙烯相对更为强势。

总结与展望

展望：目前至暗时期已过，成本端小幅好转，生产利润高企，供应面宽松，需求面受国外订单减少影响难有支撑，整体来看聚烯烃仍偏弱。短期来看，聚丙烯受纤维料和拉丝挺价影响，较为坚挺，聚乙烯则面临供需矛盾加深影响，向上驱动不足；中长期来看，新产能上场为不定因素，国际公共卫生事件发酵影响聚烯烃出口，下游消费预计到下半年才能完全恢复，预计聚烯烃板块供需失衡局面延续，以波段式行情为主，重点关注原油走势、下游恢复情况及国际公共卫生事件进展；

上游：原油方面，俄罗斯、沙特态度有所软化，若后续谈判有向好进展，则油价可能逐步恢复，但短期仍不过看高，关注30美元/桶价位；乙烯、丙烯方面，伴随聚烯烃装置逐步复产，需求端得以纾解，预计价格将企稳回升；甲醇方面，需求缺乏亮点，外围风险极大，预计将随油价震荡；

供应：国内疫情放缓，大型厂商迅速提升负荷至满负荷甚至超负荷，PP提前检修装置逐步返厂，供应面承压，但纤维料需求和拉丝紧平衡为PP带来一定支撑，短期内仍有向上空间；L市场供应十分充裕，供应面无较大变化。两油库存降至105.5万吨，为春节后最低库存水平，表明产业链流通小幅好转，上游库存均有所下降，但港口库存因印度等国封国导致集港量高于疏港量，

港口去库仍需时日；

需求：PP、PE 下游开工率月内均上涨约 20%以上，目前下游开工率多回归年前水平，但外围扰动及出口需求锐减导致需求量难以有实质性提升，托底能力不足。4 月初开工率已出现小幅下滑，PP、PE 部分下游已逐渐进入淡季，需求端难有支撑。

策略建议

PP&L：套保商适量补仓，跨期可轻仓介入正套。

风险因素

国际宏观经济超预期下滑；油价异动；进口量大增。

1. 行情回顾

1.1 聚丙烯行情回顾

3 月份聚丙烯主力合约先抑后扬。月初检修装置较多,下游开工率稳中有升,出货压力不大,市场方向尚不明朗,期价随现价挺价而小幅走高;月中旬油价受美、俄、沙特油价战影响,油价断崖式下跌,聚丙烯跌停,国际金融风险事件频发导致市场情绪极为悲观,聚丙烯期价大幅下挫,破 6000 点低位;月下旬俄罗斯、沙特态度有所软化,美国致力于稳定并提高油价,叠加聚丙烯口罩需求增高带来纤维料挺价,拉丝排产量不足导致标品偏紧,聚丙烯板块出现上涨态势,但后市内需驱动不足,上涨空间有限,重点关注油价波动和国外疫情发展对于口罩和其他产成品出口影响。聚丙烯已提前进入换月进程,前期多单择机移 09 合约,可留意补仓机会。

图 1: 聚丙烯主力合约三月行情



数据来源: 博易大师, 兴证期货研发部

1.2 LLDPE 行情回顾

3 月份 LLDPE 主力合约先抑后扬。月初受油价及证券市场提振,上游供应商提高报价,市场价格得以支撑;月中旬海外公共事件加剧,国际油价大跌,化工板块均轮动式跟跌,L 最低跌破 5500 点历史性低位,且由于下游即将进入淡季,出口订单逐步减少,供需矛盾逐渐升级,中旬期价呈断崖式下跌;月下旬油价企稳,恐慌情绪有所好转,L 超跌反弹,但由于内需向上动力不足,出口订单连带相关包装业订单锐减,下游厂商产成品库存累积,未来不过多看多,重点关注油价、国际公共卫生事件及内需变化。

图 2: LLDPE 主力合约三月行情



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

2. PP 基本面分析

2.1 现货价格及利润

3 月上游 WTI 原油现货收于 20.54 美元/桶，较月初跌 26.32 美元/桶；Brent 原油现货收于 17.79 美元/桶，较月初跌 34.48 美元/桶。甲醇内盘月末均价为 1550 元/吨，较月初下跌 450 元/吨；甲醇外盘进口成本均价为 175 美元/吨，较月初下跌 49 美元/吨。丙烯内盘主流价收于 5475 元/吨，较月初跌 525 元/吨；丙烯外盘主流价收于 650 美元/吨，较月初跌 155 美元/吨。上游原油受美、俄、沙特三国油价战影响，月中旬大幅下探，破多年来低位，直至月末沙特及俄罗斯态度略有软化，美积极与国内石油大厂召开油价保护会议，为油价企稳带来一丝曙光，但当前国际宏观面不确定因素过多，油价波动仍存不确定性；甲醇受油价及弱供需面影响，震荡下跌；乙烯、丙烯受前期下游检修影响供需面偏弱，月内价格逐步下探，但后续下游检修量较少，乙烯、丙烯价格或企稳回升。综上，成本端重心大幅下移，聚丙烯可下行空间较大。

3 月 PP 粉料和粒料月度价差均值在 -2.7 元/吨，二者走势趋同，价格波动均较大，上半月丙烯单体较为紧张，成本支撑下粉料价格高于粒料，下半月恐慌情绪蔓延，粉粒料均让利出清，价差回归低位，粉料高位出货受阻，下调幅度增大；本月（共聚-拉丝）价差缩小至 600 元/吨，拉丝标品排产率在 25%左右，正常排产率在 30%-35%区间，可预见拉丝标品当前偏紧局面，叠加临近交割期，拉丝价格大幅下跌后小涨，注塑厂商则面临需求不足问题，在滞销情况下多数注塑厂商转产纤维料，注塑本身价格受低需求影响频繁下调报价，导致与标品价差缩小近 170 元/吨。

油制聚丙烯利润为 1391 元/吨，较上月上升近 2200 元/吨，主因是国际油价战爆发导致油价跌破多年来低位，油制利润空间大大提高；MTO 制 PP 毛利在 600-1354 元/吨区间，均上调近 1000 元左右，但整体利润仍不及油制利润；丙烯聚合制聚丙烯内盘盘面资金流在 1094 元/吨，减去 500-800 元加工费，就资金流方面而言仍有 200-500 元/吨下调空间；PDH 利润高达 3175 元/吨，可预计未来大炼化项目中 PDH 装置将陆续上场。成本利润方面 4 月需重点关注

油价战进程及俄罗斯和沙特态度，若谈判进展顺利，则油价将逐步回升；若谈判破裂，沙特方面仍坚持不减产，则油价仍将低位震荡，使得聚丙烯价格上行受阻。

图 3：原油现货价（单位：美元/桶）

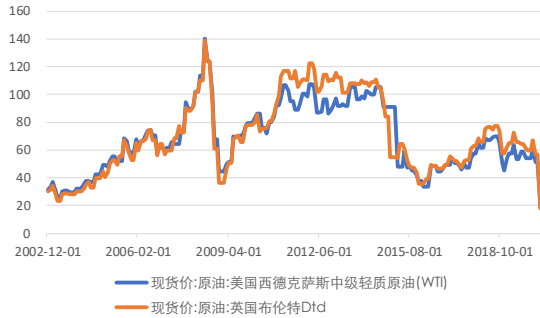


图 4：国内甲醇市价（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：进口甲醇价格（单位：元/吨）



图 6：国内外丙烯市场价



资料来源：Wind，兴证期货研发部

资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：PP 各品种价位及价差（单位：元/吨）

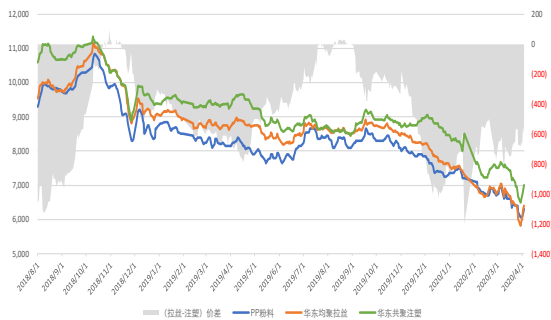
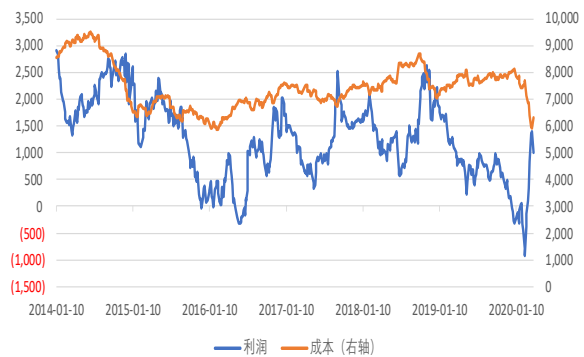


图 8：油制 PP 毛利及成本（单位：元/吨）

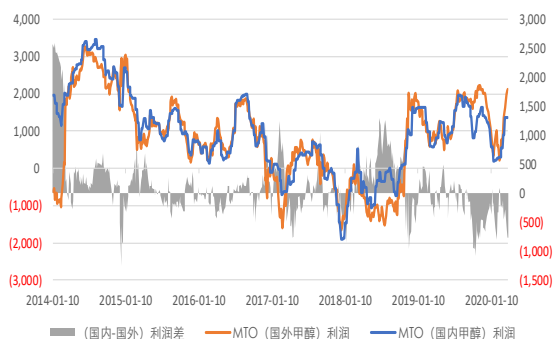


资料来源：Wind，兴证期货研发部

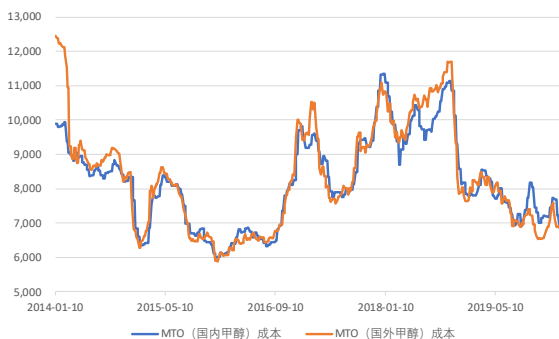
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：MTO 制 PP 毛利（单位：元/吨）

图 10：MTO 制 PP 成本（单位：元/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

2.2 供应方面

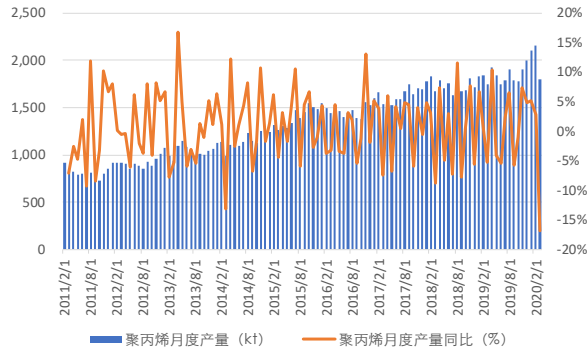
截至3月底，聚丙烯月度开工率为86.03%，环比升0.86%，月内检修重启及利润好转刺激上游厂商提升负荷及延后原定检修，预计在高利润空间下聚丙烯开工率易涨难跌，国内疫情稳定后还有较大炼化新装置将要上场，供应宽松局面或成定势。值得注意的是，从口罩方面来看，由于国际疫情爆发，我国成为口罩出口大国，作为全球最大的聚丙烯原料生产国，国内高熔纤维聚丙烯产量约在70万吨，一吨聚丙烯高熔纤维可生产一次性外科口罩90-100万个，生产N95医用防护口罩20-25万个。同时纤维料也呈现了明显的抗跌性，与标品价差由100元/吨扩大到600元/吨，进而推动了部分生产企业的转产步伐，包括中煤榆林、宁波富德、独山子石化、上海赛科在内的多家企业，先后于本周内转产高熔纤维料，拉动聚丙烯纤维料的生产比例在短短的两天时间内，就从3月31日的7.27%快速提高至4月2日的12.75%。全国口罩日产能达到1.1亿只，日产量达到1.16亿只，分别是2月1日的5.2倍和12倍。其中，医用N95口罩日产能产量分别达到196万只、166万只。从熔喷料来看，目前我国熔喷料日产能约为200吨，仍处于供不应求的状态中，在国际疫情蔓延趋势下，口罩需求向好，熔喷布需求缺口较大，也为聚丙烯近期的强势上涨提供了一定支撑。

同时由于转产因素，拉丝排产率降至25%，远低于正常区间30%-35%，标品紧平衡也支撑了聚丙烯的强势反弹。但需关注得是，当前煤制PP利润偏低，或将转产标品以保证利润，在当前市场对标品供应量较为敏感的前提下，需警惕煤制企业转产对标品供应的影响，进而拉跌盘面价格。

上中游库存方面，截至3月末，聚丙烯社会库存环比下跌10.51%；石化库存环比下跌12.42%；港口库存环比上涨30.64%。本月物流基本已经恢复，叠加临近交割期，前期累积的库存以降价、倒挂出售转移至下游生产端，上游库存风险逐步减弱；但是由于出口单锐减叠加印度等国封国因素，聚丙烯低价货源有倾销至我国倾向，港口库存消化能力不足。4月需密切关注下游需求变化及疏港能力。

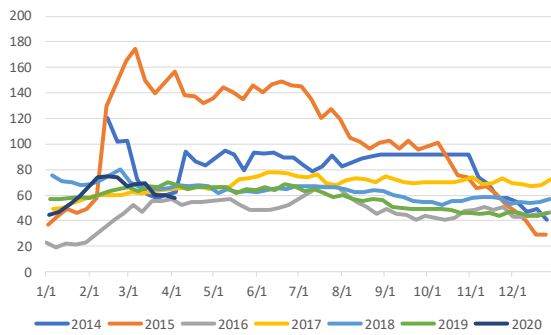
进口量方面，1、2月进口量在55.2万吨左右，同比去年增6%，环比1月月均下降10万吨，整体进口格局改变不大，不形成支撑。

图 11: 聚丙烯月度产量变化



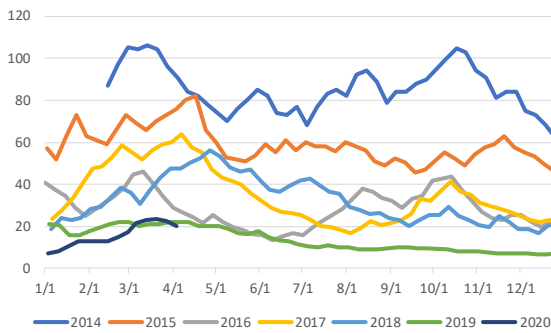
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 聚丙烯社会库存季节图 (单位: kt)



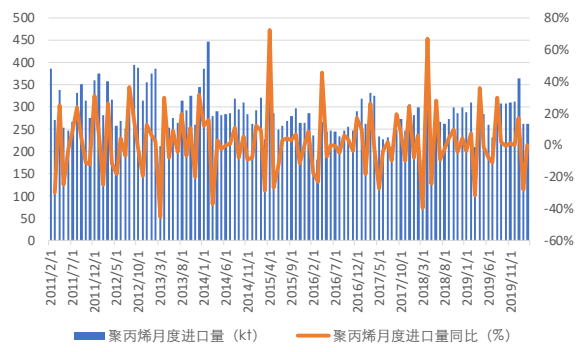
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 15: 聚丙烯港口库存季节图 (单位: kt)



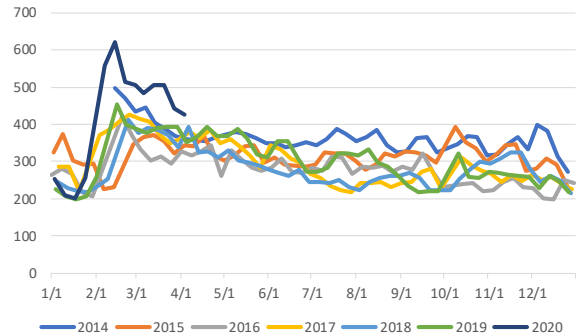
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 12: 聚丙烯月度进口量



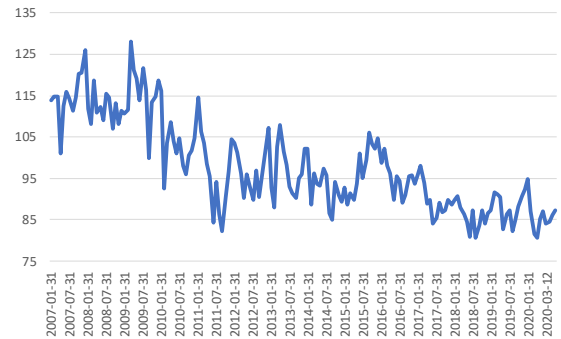
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 14: 聚丙烯石化库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 16: PP 开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

表 1：聚丙烯 3 月装置动态表格

类别	企业名称	装置地址	涉及产能	停车时间	开启时间
新装置	利和知信一期	沧州	30		投产延后
新装置	浙江石化 2#	舟山	45		8 成负荷
新装置	恒力二期 2#	大连	20		9 成负荷
合计			95		
占全部产能比重			3.79%		
短停重启	徐州海天	徐州	20	2020.3.3	2020.3.9
短停重启	绍兴三圆 1#	绍兴	20	2020.2.4	2020.2.20
短停重启	台塑宁波	宁波	45	2020.2.15	2020.2.27
检修重启	宁波富德	宁波	40	2020.2.18	2020.3.3
		宁波	40	2020.3.19	2020.3.21
临时短修	大连恒力一期	大连	45	2020.3.4	2020.3.10
临时短修	中韩石化 JPP	武汉	20	2020.3.6	2020.3.12
临时短停	延安炼厂老线	延安	10	2020.2.4	2020.3.16
临时短停	福建联合 1#	福建	12	2020.2.6	2020.3.15
临时短修	徐州海天	徐州	20	2020.3.3	2020.3.10
提前检修	卫星石化	嘉兴	45	2020.3.4	2020.3.19
按计划检修	扬子江石化	张家港	40	2020.3.4	2020.4.3
临时短修	石家庄炼厂	石家庄	20	2020.3.5	2020.3.11
临时短修	中韩石化 JPP 线	武汉	20	2020.3.6	2020.3.12
临时短修	中韩石化 STPP 线	武汉	21	2020.3.27	2020.4.2
短修	大庆炼化 2#	大庆	30	2020.3.7	2020.3.17

造粒机故障	福基石化	宁波	40	2020.3.12	2020.3.21
计划短修	浙江石化 1#	舟山	45	2020.3.8	2020.3.17
计划短修	荆门石化	荆门	12	2020.3.11	2020.3.19
短修	兰州石化 2#	兰州	30	2020.3.16	2020.3.19
短修	蒲城清洁能源	蒲城	40	2020.3.18	2020.3.25
计划短修	四川石化		45	2020.3.18	2020.3.22
短修	锦西石化	葫芦岛	15	2020.3.18	2020.3.21
短修	燕山石化 1#	燕山	12	2020.3.23	2020.3.27
短修	云天化	昆明	16	2020.3.26	2020.4.3
合计			703		
占全部产能比重			28.06%		
大修	北海炼厂	北海	20	2020.2.12	2020.5月
大修	钦州石化	钦州	20	2020.2.9	2020.4.30
检修	东华能源	张家港	60	2020.3.4	2020.4.4
按计划检修	抚顺石化老线	抚顺	9	2020.3.22	2020.4.6
按计划检修	延安炼厂老线	延安	10	2020.4.2	2020.5.17
按计划检修	延安炼厂新线	延安	20	2020.4.2	2020.5.17
按计划检修	壳牌二期	惠州	40	2020.4.7	2020.4.27
按计划检修	上海赛科	上海	25	2020.4.7	2020.4.17
按计划检修	宝丰二期	宁夏	30	2020.4/5月	2020.5/6月
按计划检修	中江石化	福州	35	2020.4/5月	2020.5/6月
合计			269		
比重			10.74%		

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

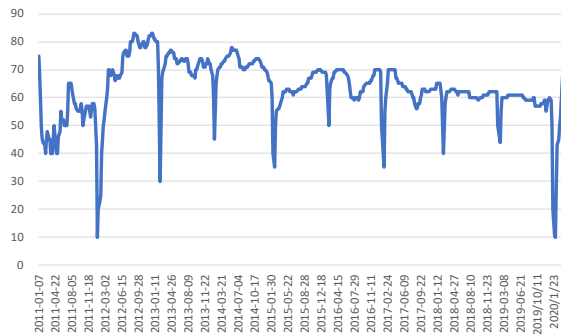
截至 4 月初，国内聚丙烯新装置预计增加 1 条，旧装置月内重启 20 条，涉及产能约 703 万

吨。3月上旬疫情仍处于爆发期，除口罩等医用所需聚丙烯纤维料、透明料（占比4%）以外，其余货源全面累积，厂商短修较多，3月中下旬疫情好转，扬子江石化、蒲城清洁能源、兰州石化2线、四川石化等纷纷恢复生产。4月新增延安炼厂、壳牌二期、上海赛科、宝丰二期、中江石化等检修装置。

2.3 需求方面

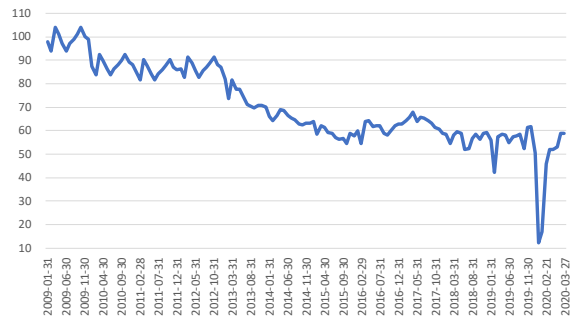
下游塑编行业月末开工率为70%，环比上涨25%，伴随国内公共卫生事件缓解及物流恢复，塑编市场提高复工，月中旬原料大幅下跌，利润走阔，生产积极性尚可，但临近月末国际疫情蔓延，塑编工厂出口订单及相关包装业新订单大幅缩减30%左右，产成品库存累积，生产积极性遭受打击，4月初已出现开工率下滑现象，当前仅低位刚需补库，对原料需求积极性不高，预计开工率及原料需求在4月将有所下滑，难以形成有效支撑；BOPP膜厂开工率为59%，月内上涨7%，BOPP整体订单一般，随着国际疫情加重，膜类出口订单同样减少，也影响了包装制品的需求，当前仅保持3-15天的原料库存，且BOPP4月为相对淡季，未来需求不过看多。根据当前国际疫情影响情况来看，世卫组织预计4月中旬或将出现拐点，但国外需求恢复尚需时日，短期需求弱势难改。

图 17：塑料塑编行业周度开工率（%）



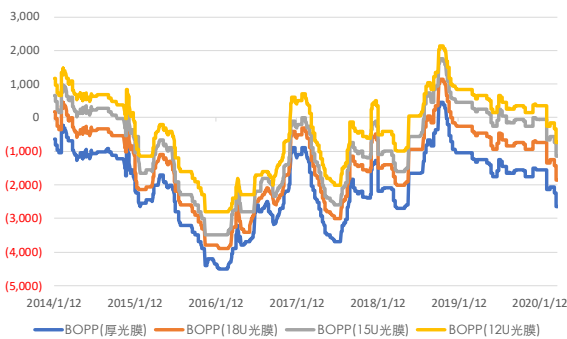
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 18：BOPP 开工率（%）



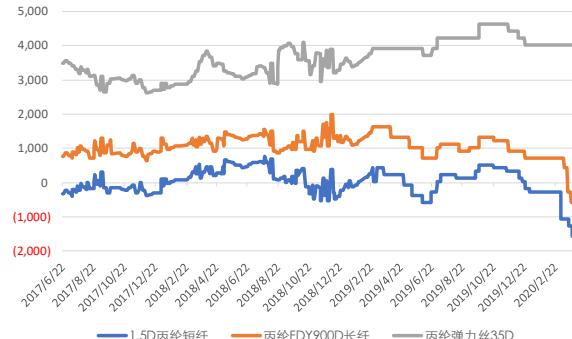
资料来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 19：BOPP 各规格毛利（单位：元/吨）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：丙纶各规格毛利（单位：元/吨）



资料来源：华瑞资讯，兴证期货研发部

3. PE 基本面分析

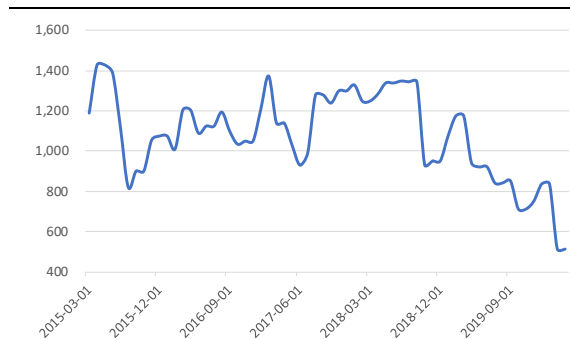
3.1 现货价格及利润

3月乙烯CFR东北亚现货价收于535美元/吨，较月初下跌165美元/吨。

聚乙烯整体现货市场呈随期价调整，3月需求逐步恢复，在月下旬期价小幅上行，地膜需求及部分投机性需求抄底现货，带动价格小幅反弹，但4月地膜逐渐进入需求淡季，聚乙烯价格不过看高。3月LLDPE现货月均价为5900-6500元/吨，环比跌450-1000元/吨；LDPE月均7000-7500元/吨，环比跌150-800元/吨；HDPE各品种跌幅不等，HDPE拉丝料月均价在6700-6750元/吨，环比跌570-700元/吨，HDPE膜料均价在6600-6950元/吨，环比跌400-500元/吨，HDPE注塑均价在6300-6400元/吨，环比跌480-900元/吨。3月物流逐步恢复，但期价受油价大幅下跌影响而断崖式下跌，进一步导致现货价下行空间增大，贸易商、厂商均恐慌式抛售，月内价格纷纷大跌。

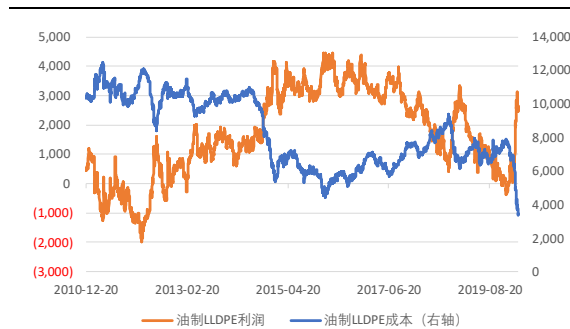
截至3月底，煤制PE方面，利润在210元/吨附近，扭亏为盈。同时2月油价受油价战影响断崖式下跌，而国内PE价格下跌幅度不及原油，油制PE利润恢大涨至2540元/吨左右。若国际疫情继续发酵，PE可下行空间将继续扩大。

图 21: 乙烯 CFR 现货价 (单位: 美元/吨)



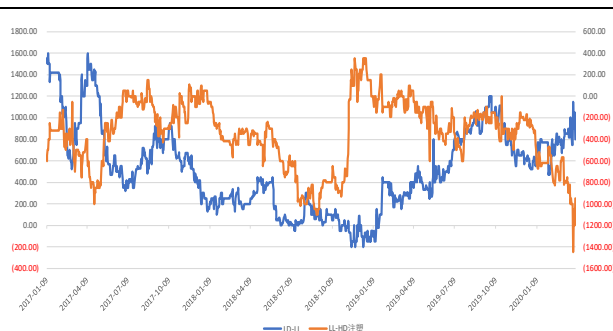
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: LLDPE 油制利润及成本 (单位: 元/吨)



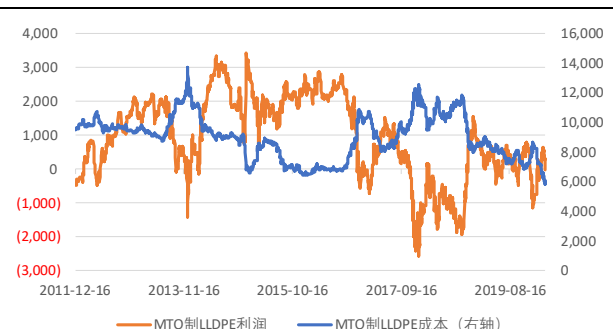
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 22: 聚乙烯不同品种价差 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 24: MTO 制 LLDPE 利润及成本 (单位: 元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.2 供应方面

截至3月底，聚乙烯月度开工率为90.90%，环比降3.24%，主因是3月为地膜旺季，且当

前生产利润高企，部分检修装置均延迟或不检修，存量装置产能利用率达到近满负荷。库存方面，聚乙烯 3 月末社会库存环比下跌 10.36%；石化库存环比下跌 9.42%；港口库存环比下跌 4.84%，物流好转及进口量环比减少 22.53%至 118.24 万吨（月均）为港口库存相对好转主因。同时由于月中旬贸易商、厂商恐慌性抛售带来了投机性需求及下游低位补库需求，上游库存情况有所好转。

图 25: 聚乙烯月度产量及变化

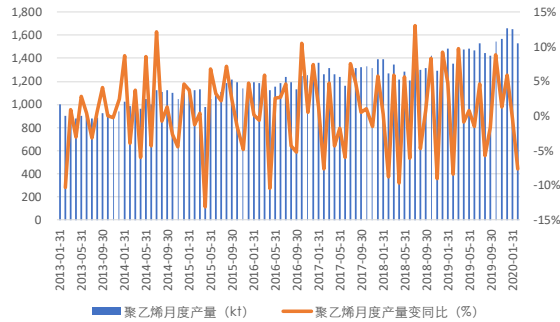
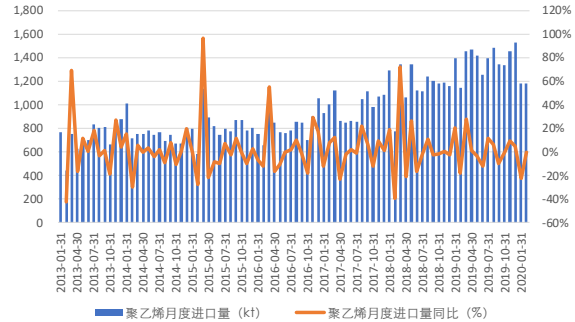


图 26: 聚乙烯月度进口量及变化



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)

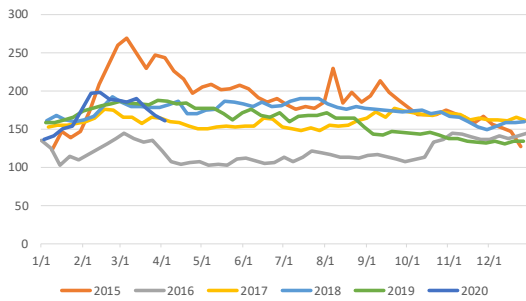
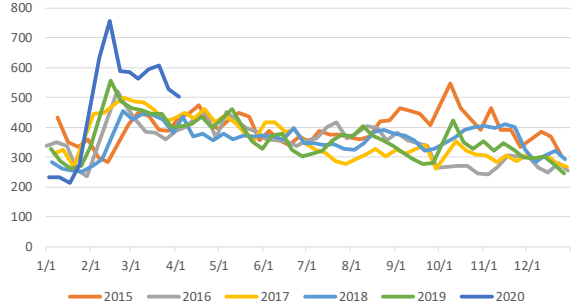


图 28: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 29: 聚乙烯港口库存季节图 (单位: kt)

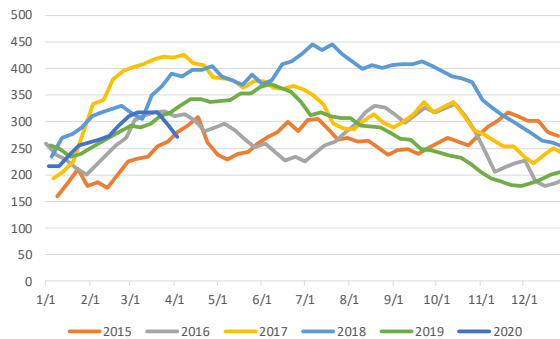
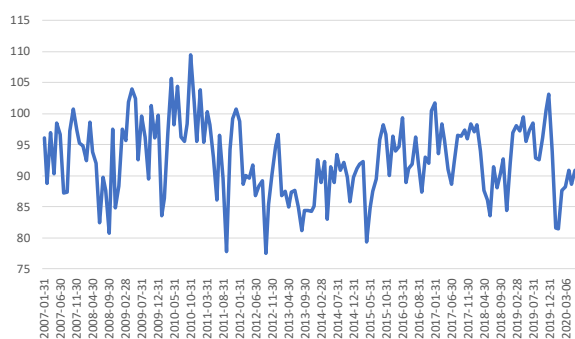


图 30: PE 开工率 (单位: %)



资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

表 2: 聚乙烯 3 月装置动态表格

石化厂	装置	产能 (万吨)	动态
浙江石化	全密度	75	已放量, 负荷六成
福建联合	全密度一线	45	2020.3.9-2020.3.18
茂名石化	1#LDPE	11	2020.3.18-2020.3.19
中天合创	釜式法 LDPE	12	已复产
扬子石化	全密度	20	2020.3.15-2020.3.23
扬子巴斯夫	LDPE	20	已复产
宝丰二期	HDPE	30	开车
上海石化	1#2LDPE	5.5	2020.1.31-2020.3.18
燕山石化	新高压	18	2020.3.12-2020.3.14
合计		236.5	
占全部产能比重		11.62%	
兰州石化	老全密度	6	2020.2.14-暂不确定
扬子石化	HDPE 三线	9	2020.3.15-2020.3.25
沈阳化工	LLDPE	10	2020.2.25-4 月上半月 (开车筹备中)
中天合创	高压	25	2020.2.25-2020.3.31
合计		50	
占全部产能比重		2.46%	

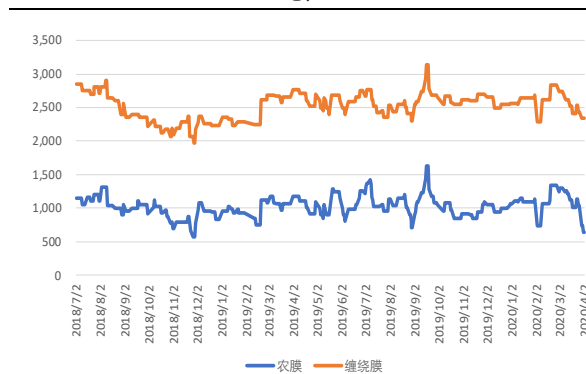
数据来源: 华瑞资讯, 卓创资讯, 兴证期货研发部

3 月聚乙烯检修损失量大致为 7.35 万吨, 环比增加 2.75 万吨。3 月石化检修仍处低位, 对市场整体行情无较大影响。

3.3 需求方面

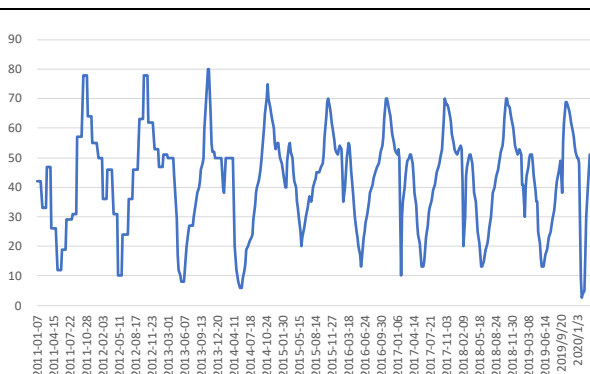
3 月聚乙烯下游开工率攀升。从农膜来看, 开工率上涨至 51%, 环比上月上涨 21%, 由于疫情已逐步得到控制, 包装膜、薄膜、中空及塑料开工率均上涨 6-15 个百分点, 主流开工率恢复至 40%-65%。在看空情绪下, 下游除地膜外多以低价刚需补库为主; 月下旬期价回升后采购情绪有所好转, 投机性需求介入, 但整体需求面仍受制于国际疫情影响, 后续需求不过看多, 4 月开工率已出现小幅下滑。预计 4 月在农膜进入淡季后整体需求将偏弱, 若汽车、家电等终端无明确的政策利好, 管材、中空、包装膜等塑料需求将继续维持萎靡状态。

图 31: PE 下游主要产品资金流 (单位: 元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 32: 农膜周度开工率 (单位: %)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

4. 总结

展望: 目前至暗时期已过, 成本端小幅好转, 生产利润高企, 供应面宽松, 需求面受国外订单减少影响难有支撑, 整体来看聚烯烃仍偏弱势。短期来看, 聚丙烯受纤维料和拉丝挺价影响, 较为坚挺, 聚乙烯则面临供需矛盾加深影响, 向上驱动不足; 中长期来看, 新产能上场为不定因素, 国际公共卫生事件发酵影响聚烯烃出口, 下游消费预计到下半年才能完全恢复, 预计聚烯烃板块供需失衡局面延续, 以波段式行情为主, 重点关注原油走势、下游恢复情况及国际公共卫生事件进展;

上游: 原油方面, 俄罗斯、沙特态度有所软化, 若后续谈判有向好进展, 则油价可能逐步恢复, 但短期仍不过看高, 关注 30 美元/桶价位; 乙烯、丙烯方面, 伴随聚烯烃装置逐步复产, 需求端得以纾解, 预计价格将企稳回升; 甲醇方面, 需求缺乏亮点, 外围风险极大, 预计将随油价震荡;

供应: 国内疫情放缓, 大型厂商迅速提升负荷至满负荷甚至超负荷, PP 提前检修装置逐步返厂, 供应面承压, 但纤维料需求和拉丝紧平衡为 PP 带来一定支撑, 短期内仍有向上空间; L 市场供应十分充裕, 供应面无较大变化。两油库存降至 105.5 万吨, 为春节后最低库存水平, 表明产业链流通小幅好转, 上游库存均有所下降, 但港口库存因印度等国封国导致集港量高于疏港量, 港口去库仍需时日;

需求: PP、PE 下游开工率月内均上涨约 20%以上, 目前下游开工率多回归年前水平, 但外围扰动及出口需求锐减导致需求量难以有实质性提升, 托底能力不足。4 月初开工率已出现小幅下滑, PP、PE 部分下游已逐渐进入淡季, 需求端难有支撑。

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。