

聚烯烃回归基本面，交割后弱勢难免

兴证期货·研发中心

2020年5月6日 星期三

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

本月聚烯烃盘面呈N字型，月初医疗用品需求炒作高涨，聚丙烯纤维料、熔喷料及聚乙烯高熔注塑均为明星产品，期现共振上涨，去库速度极快；月中旬，国家开始重点打击劣质口罩生产链，炒作热情下降，价格虚高导致去库受阻，叠加油价崩塌、下游需求不佳，期现价格回落；月下旬原油小幅拉涨，但聚烯烃很快回归弱勢基本面，聚丙烯出现累库迹象，聚乙烯下游除管材外均进入传统淡季，下游需求弱勢，期价仅依赖于多头资金的小幅支撑保证区间震荡局面。

总结与展望

展望：目前成本端支撑弱，供应端较宽裕，医疗用品需求炒作减弱，下游需求偏弱，临近月末已出现累库迹象。短期来看，聚烯烃纤维料等挺价作用已逐渐消失，聚丙烯短期仍有标品紧平衡支撑，聚乙烯弱勢难免；中长期来看，新产能大概率上场，同时5-7月有较多延迟的进口货源到港，下游需求进入传统淡季，油价为不确定因素，供需矛盾尖锐，聚烯烃大概率在交割后走弱；

上游：原油方面，当前库容紧张引发国际关注，OPEC+及G20产油国减产进度仍需观望，短期仍不过看高；乙烯方面，全球扩产仍在继续，价格下行；丙烯方面，供需面逐步好转，预计价格将企稳回升；甲醇方面，基本面小有好转，但仍受制于油价波动和需求恢复情况，预计将区间震荡；

供应：PP大型厂商超负荷生产后故障短修、计划短修较多，但前期纤维料炒作情绪仍存，导致月内开工率仍呈上升趋势，供应面承压，同时5-7月有较多进口货源，利空供应端；L市场供应十分充裕，供应面无较大变化。两油库存降至79.5万吨，月上旬去库速度较快，但月末已出现累库现象；

需求：PP下游开工率月内基本持平，PE主要下游农膜进入淡

季，内需受制于终端需求弱势，外需受制于国际疫情爆发，大量终端订单被砍，需求端难有支撑。

策略建议

PP&L：短期观望，5月交割后逢高沽空，PP跨期反套可择机介入。

风险因素

新产能上场延迟；油价异动；库存大幅累积。

1. 行情回顾

1.1 聚丙烯行情回顾

4月聚丙烯主力合约呈N字形。月初口罩需求仍处于炒作高峰，劣质口罩生产链拉动纤维料、熔喷料至历史高位，带动期现价格齐涨，为4月最强的一波上涨行情，库存急剧下降；后自江苏省发起口罩企业严查活动开始，炒作情绪逐渐下降，同时上游油价遭受重创，聚丙烯震荡下跌；月下旬在标品紧平衡和油价小幅回暖的支撑下，多头资金借此契机拉动聚丙烯小幅上涨，临近月底聚丙烯期价相对坚挺，但前期口罩炒作热情已逐渐衰退，5月交割后期价对标品紧平衡局面敏感度也将下降，预期期价将有所回调。

图 1：聚丙烯主力合约四月行情

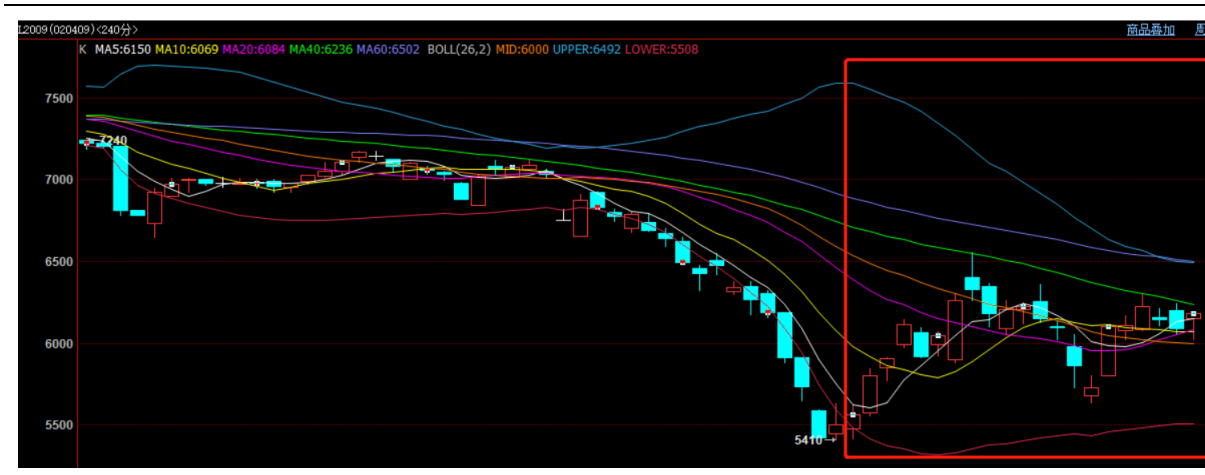


数据来源：博易大师，兴证期货研发部

1.2 LLDPE 行情回顾

4月LLDPE主力合约呈N字型。4月上旬地膜需求高涨，去库速度较快，叠加市场炒作情绪高涨，LLDPE期价大幅拉涨；中旬，地膜需求逐步下降，去库速度减缓，期价逐步回归基本面，供需矛盾开始显现，需求弱势叠加油价高波动导致LLDPE期价下行；月下旬，临近五一，下游小幅补库及临近交割期的基差修复带领期价小幅上行，但从月末的阴线可观察到期价支撑力度并不足，预计5月若需求持续弱势、库存累积，则LLDPE期价将随之下行。

图 2: LLDPE 主力合约四月行情



数据来源：博易大师，兴证期货研发部

2. PP 基本面分析

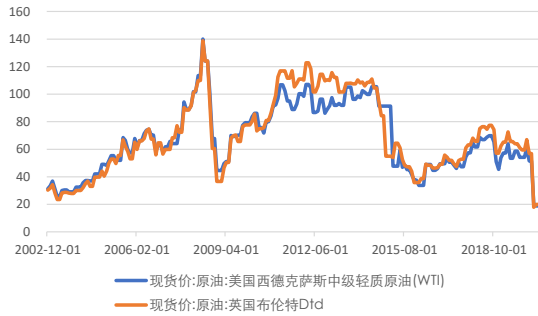
2.1 现货价格及利润

4 月上游 WTI 原油现货收于 16.12 美元/桶，较月初跌 4.42 美元/桶；Brent 原油现货收于 16.95 美元/桶，较月初跌 0.84 美元/桶。甲醇内盘月末均价为 1625 元/吨，较月初上涨 75 元/吨；甲醇外盘进口成本均价为 165 美元/吨，较月初下跌 10 美元/吨。丙烯内盘主流价收于 5975 元/吨，较月初涨 500 元/吨；丙烯外盘主流价收于 685 美元/吨，较月初涨 35 美元/吨。上游原油当前库容不足引发全球担忧，但 OPEC+ 及 G20 逐步兑现减产协议及美国供需边际好转为油价托底，当前国际宏观面不确定因素过多，油价波动率处于高位；甲醇本月受基本面好转及下游聚丙烯需求好转影响，震荡偏强；丙烯基本面上半月偏弱，下半月需求好转，边际走强。综上，成本端重心小幅下移，聚丙烯可下行空间仍偏大。

4 月 PP 粉料和粒料月度价差均值在 -511.37 元/吨，上半月纤维料需求旺盛，且改性工厂更为青睐纤维粉料改性，粉料涨幅巨大，后半月炒作热度衰减，粉料大幅回落，价格低于粒料，但五一前下游备货导致粉料再度拉涨，后续粉料高价销售且订单超卖，预计 5 月上半月仍有上涨区间；本月（共聚-拉丝）价差缩减至 0 元/吨，拉丝标品排产率在 29% 左右，正常排产率在 30%-35% 区间，临近交割拉丝处于紧平衡状态，涨幅较大，而共聚注塑需求偏淡，价格先涨后跌，（非标品-标品）价差罕见地降到 0 元/吨。

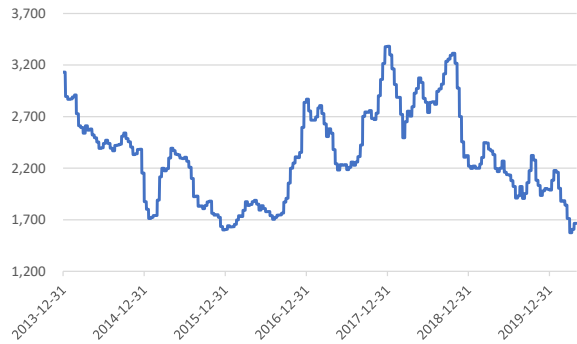
油制聚丙烯利润为 2839 元/吨，较上月上升近 1500 元/吨，主因是油价波动率处于高位，临近月末大幅下滑，且聚丙烯前期炒涨较高，价格处于估值高位，油制利润空间大大提高；MTO 制 PP 毛利在 2760-3500 元/吨区间，均上调近 1000 元左右，MTO 利润回归高位；丙烯聚合制聚丙烯内盘盘面资金流在 1038 元/吨，减去 500-800 元加工费，就资金流方面而言仍有 200-500 元/吨下调空间；PDH 利润高达 3546 元/吨，可预计未来大炼化项目中 PDH 装置将陆续上场。成本利润方面 5 月需重点关注原油减产兑现程度及库容问题，若减产力度较好，预计则油价将在大幅波动后逐步探底成功；若减产力度不及预期，则油价仍将低位震荡，使得聚丙烯下方支撑位继续下调。

图 3: 原油现货价 (单位: 美元/桶)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 国内甲醇市价 (单位: 元/吨)

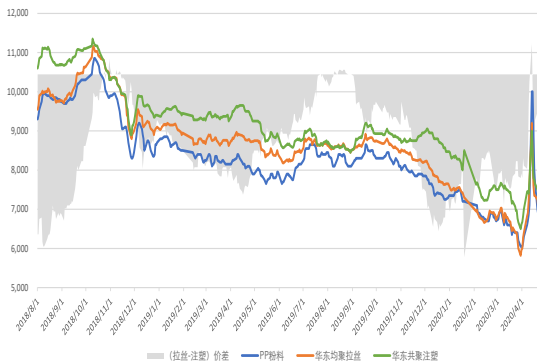


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 进口甲醇价格 (单位: 元/吨)

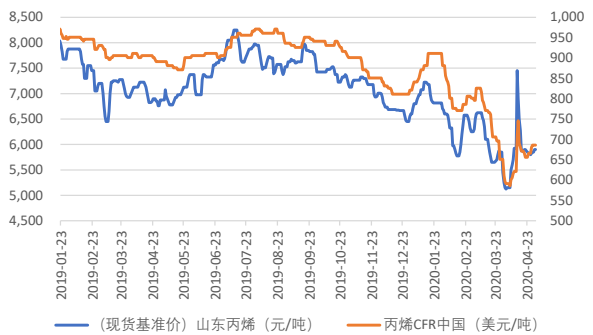


资料来源: Wind, 兴证期货研发部
图 7: PP 各品种价位及价差 (单位: 元/吨)

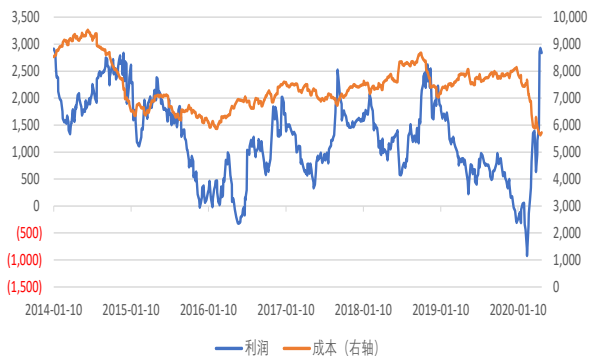


资料来源: Wind, 兴证期货研发部
图 9: MTO 制 PP 毛利 (单位: 元/吨)

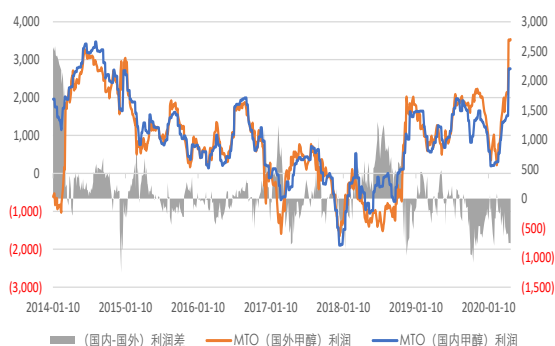
图 6: 国内外丙烯市场价



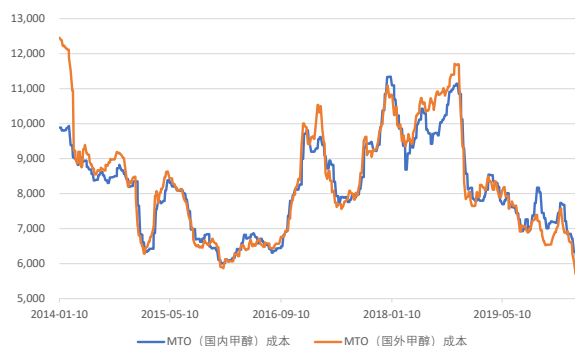
资料来源: Wind, 兴证期货研发部
图 8: 油制 PP 毛利及成本 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 兴证期货研发部
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4月底，聚丙烯月度开工率为86.38%，环比升0.35%，月初纤维料炒涨激发厂商生产积极性，开工率一度高达87.81%，多超负荷运行；月中旬后纤维料炒作降温，前期多装置因超负荷运行导致机器故障短修，开工率小幅下行，下月需注意检修量是否会冲抵新产能上场带来的供应利空。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，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。从纤维料来看，4月中旬江苏省及中央监管机构重拳出击，打击劣质口罩生产链，导致纤维料由月初的6万元/吨回归1万元/吨，纤维料排产比也从40%下降到30%，纤维料多处于满库容状态，**市场逐步回归理性**。从熔喷料来看，5月中石化及其他民营企业有超过10条专业熔喷料产线正式上场，可满足100亿只口罩的生产需求，同时口罩新规严正规定不允许市场炒作熔喷料价格，熔喷聚丙烯炒作热度将逐步下降。

同时由于纤维料厂商逐步转回生产拉丝料，拉丝排产率升至29%，接近正常区间30%-35%，短期标品仍然偏紧，但预计5月新产能上场及纤维料炒涨热情结束将继续提升拉丝排产比，谨防5月交割后拉丝料供过于求造成的期现共振下滑。

上中游库存方面，截至4月末，聚丙烯社会库存环比下跌14.18%；石化库存环比下跌23%；港口库存环比下跌42.04%。4月上半月石化去库增加，主要源于纤维料大涨带动PP整体价位上涨，市场成交明显好转；但伴随着市场回归理性，下半月市场大涨后大跌，下游仅刚需采购，观望情绪浓厚，临近月底两油库存、社会库存等均出现小幅累库现象，5月需密切关注下游淡季需求情况及库存累积情况。

进口量方面，3月进口量在40.27万吨左右，同比去年增33%，4月-7月前期延迟的进口货源将逐步到港，届时供应量预计大大提高，利空供应端。

图 11: 聚丙烯月度产量变化

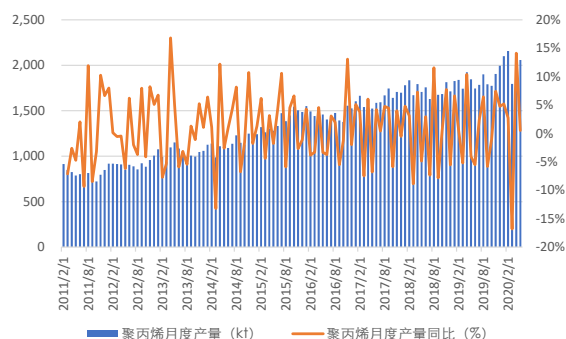
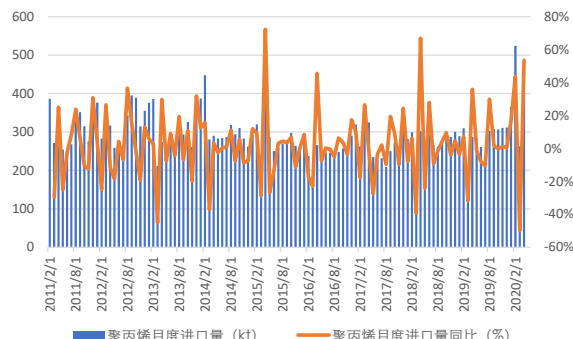


图 12: 聚丙烯月度进口量

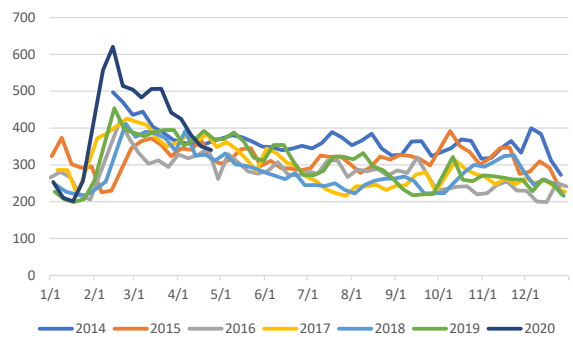
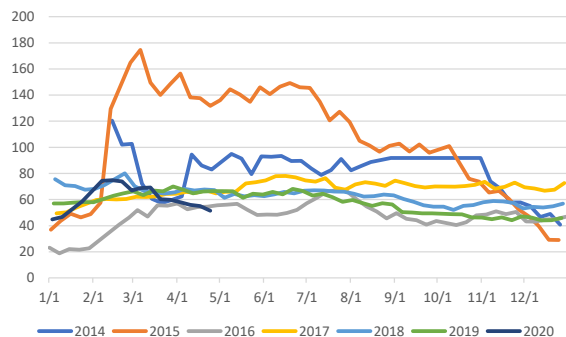


资料来源: Wind, 兴证期货研发部

资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 聚丙烯社会库存季节图 (单位: kt)

图 14: 聚丙烯石化库存季节图 (单位: kt)

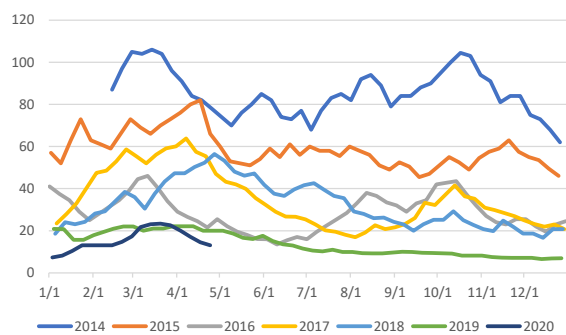


资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

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)

图 16: PP 开工率 (%)



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 1：聚丙烯 4 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	绍兴三圆 1#	绍兴	20	2020.2.4	2020.2.20
临时短停	延安炼厂老线	延安	10	2020.2.4	2020.4.29
临时短停	福建联合 1#	福建	12	2020.2.6	2020.3.15
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
短停重启	徐州海天	徐州	20	2020.3.3	2020.3.9
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
提前检修	东华能源	张家港	60	2020.3.4	2020.4.4
临时短修	石家庄炼厂	石家庄	20	2020.3.5	2020.3.11
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
临时短修	中韩石化 JPP 线	武汉	20	2020.3.6	2020.3.12
计划短修	大庆炼化 2#	大庆	30	2020.3.7	2020.3.17
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
造粒机故障	福基石化	宁波	40	2020.3.12	2020.3.21
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	成都	45	2020.3.18	2020.3.22
短修	锦西石化	葫芦岛	15	2020.3.18	2020.3.21
按计划检修	抚顺石化老线	抚顺	9	2020.3.22	2020.4.6
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
临时短修	中韩石化 STPP 线	武汉	21	2020.3.27	2020.4.2
短修	镇海炼化 2#	宁波	30	2020.4.7	2020.4.15

按计划检修	上海赛科	上海	25	2020.4.7	2020.4.17
按计划检修	壳牌二期	惠州	40	2020.4.7	2020.4.26
故障短修	中安联合	安徽	35	2020.4.9	2020.4.12
按计划检修	中江石化	福州	35	2020.4.12	2020.4.24
按计划检修	中景石化	福州	35	2020.4.12	2020.4.24
按计划检修	燕山石化 1#	燕山	12	2020.4.13	2020.4.29
停车	辽通石化老装置	盘锦	6	2020.4.21	2020.4.29
短停重启	福建联合 2#	福建	33	2020.4.26	2020.4.29
合计			1023		
占全部产能比重			40.84%		
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
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
造粒机故障	神华榆林	榆林	30	2020.4.5	2020.5.30
按计划检修	宝丰二期	宁夏	30	2020.4/5月	2020.5/6月
停车	燕山石化 2#	北京	5	2020.4.29	/
合计			135		
占全部产能比重			5.39%		

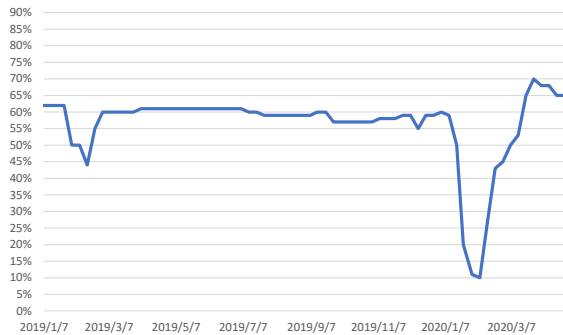
数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

截至 5 月初，国内聚丙烯利和知信 1 期正式上场，旧装置月内重启 15 条，涉及产能约 407 万吨，检修损失量在 31.71 万吨，环比减少 7.74%。4 月月内检修多为计划检修，少数为故障短修，且多于月内恢复生产。5 月新增大连有机、蒲城清洁能源、天津石化、中沙天津停车检修，预计 5 月聚丙烯检修损失量将小幅减少。

2.3 需求方面

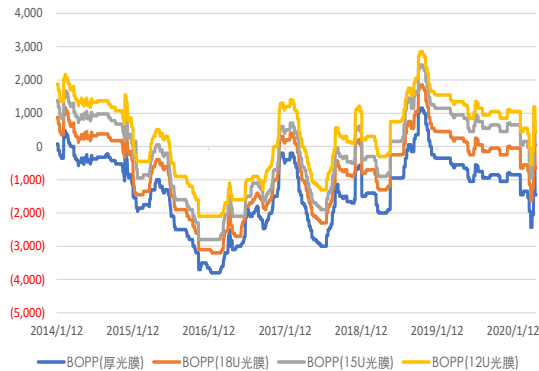
下游塑编行业月末开工率为 65%，环比下跌 5%，伴随聚丙烯下游逐步进入淡季，内需受制于淡季终端需求不佳，外需受制于国际疫情爆发，外部订单大幅削减，塑编市场开工率逐步降低，且产成品库存高企，外部订单锐减拖累相关包装业需求，塑编市场冷淡；BOPP 膜厂开工率持平于 59%，月内先跌后涨，BOPP 整体开工率随原料聚丙烯上涨而下跌，后聚丙烯暴涨急跌，BOPP 厂利润有所恢复，开工率恢复至上月水平，膜厂订单不佳，仅月初有部分订单跟进。下游整体原料、产成品库存均较多，月中曾一度出现停车卖原料的状态，月底略有好转，但在传统淡季的制约下，5 月需求不过看好，仅医疗用品需求起到小幅托底作用。

图 17: 塑料塑编行业周度开工率 (%)



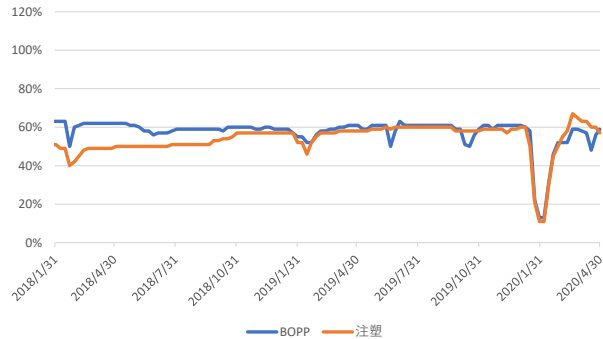
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 19: BOPP 各规格毛利 (单位: 元/吨)



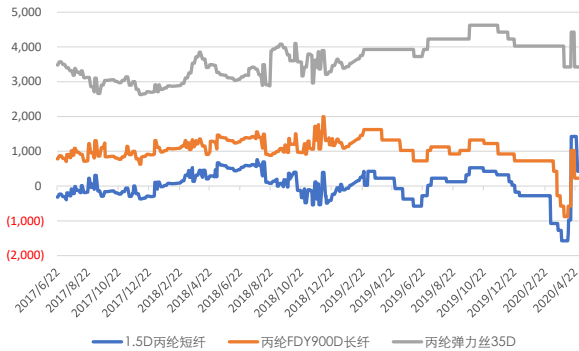
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: PP 主要下游开工率 (%)



资料来源: 卓创资讯, 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

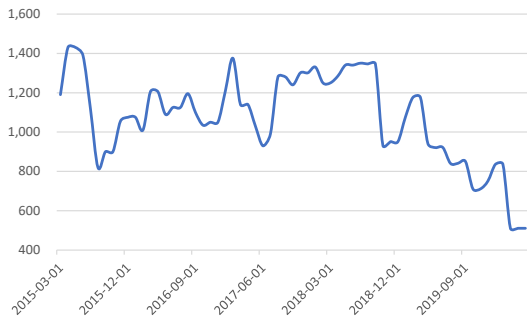
3.1 现货价格及利润

4 月乙烯 CFR 东北亚现货价收于 375 美元/吨, 较月初下跌 160 美元/吨, 国际乙烯扩产仍在继续, 疫情爆发并未影响相关企业生产进度。

聚乙烯整体现货市场呈随期价调整, 4 月初地膜仍处于旺季尾声, 对 LLDPE、LDPE 需求起到支撑作用, 同时高熔注塑作为聚丙烯纤维料替代品且货源紧俏, 一度拉涨聚乙烯期现价格; 月中旬后地膜进入淡季, 高熔注塑炒作热度降低, 仅管材方面进入旺季 (占比 3.3%), 需求托底能力不强, 未来聚乙烯价格不过看高。4 月 LLDPE 现货月均价为 6622 元/吨, 环比跌 3.3%; LDPE 月均 7383 元/吨, 环比跌 2.93%; HDPE 各品种跌幅在 50-400 元/吨, HDPE 拉丝料月均价在 7177-7381 元/吨, HDPE 膜料均价在 6861-7332 元/吨, HDPE 注塑均价在 6522-6709 元/吨。

截至 4 月底, 煤制 PE 方面, 利润在 290 元/吨附近, 利润小涨。油制 PE 利润恢涨至 2881 元/吨左右。若油价继续探底, PE 可下行空间将继续扩大。

图 21: 乙烯 CFR 现货价 (单位: 美元/吨)



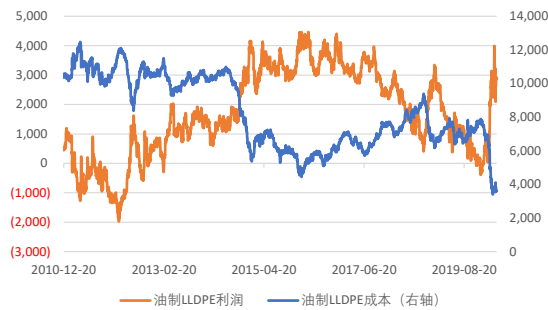
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 22: 聚乙烯不同品种价差 (单位: 元/吨)



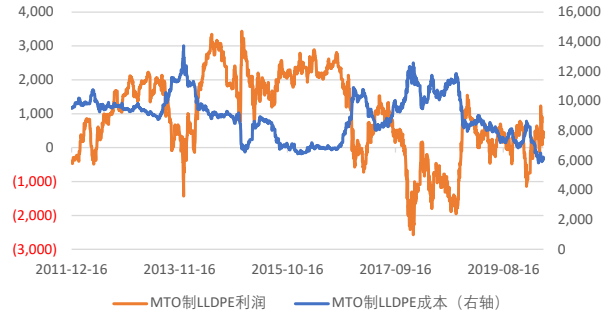
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 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 24: MTO 制 LLDPE 利润及成本 (单位: 元/吨)



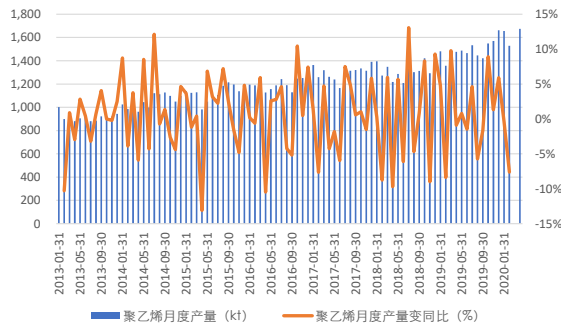
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

3.2 供应方面

截至 4 月底, 聚乙烯月度开工率为 88%, 环比降 2.9%, 主因是 4 月聚乙烯主体下游地膜由旺季转为淡季, 多厂商开始计划性检修, 开工率随之下降。库存方面, 聚乙烯 4 月末社会库存环比下跌 9.11%; 石化库存环比下跌 22.50%; 港口库存环比下跌 24.07%, 月上旬线性期货震荡走强, 提振市场去库情绪, 同时高熔注塑明星产品价格大涨, 业者伺机快速降库; 但月中旬油价大跌叠加需求不佳导致市场情绪偏空, 临近月底的原油提振也难以持续, 市场很快回归弱势基本面, 临近月底已出现累库情况, 5 月需关注上游企业计划检修、进口量及下游补库情况。

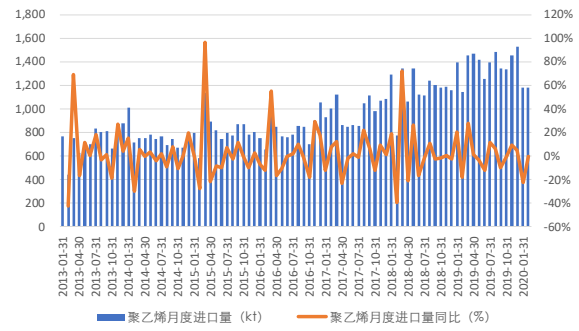
图 25: 聚乙烯月度产量及变化

图 26: 聚乙烯月度进口量及变化



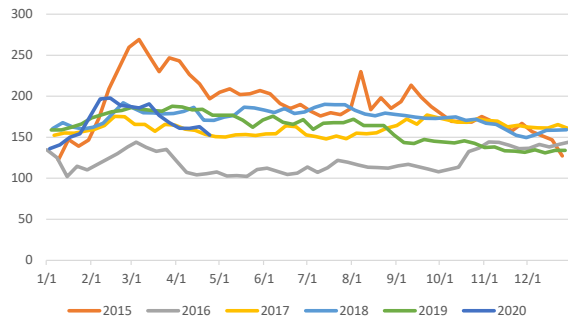
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 27: 聚乙烯社会库存季节图 (单位: kt)



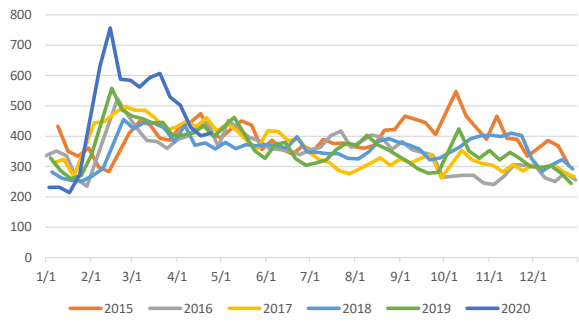
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 28: 聚乙烯石化库存季节图 (单位: kt)



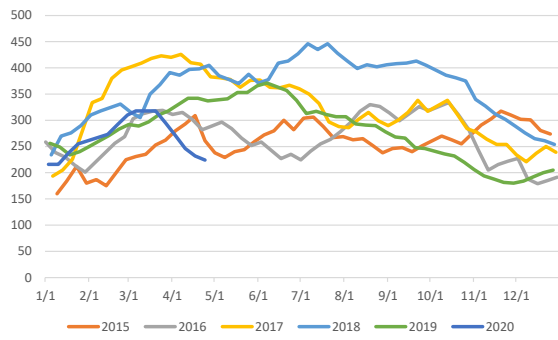
资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 29: 聚乙烯港口库存季节图 (单位: kt)

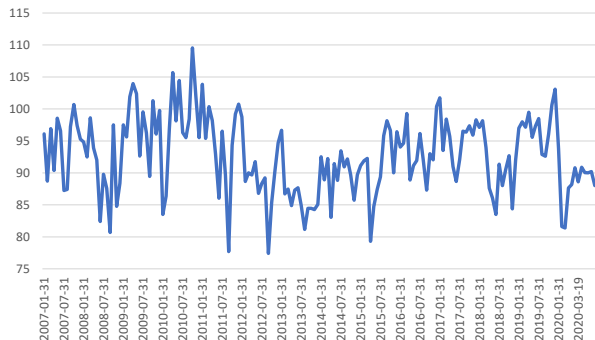


资料来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

图 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 4 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
沈阳化工	LLDPE	10	2020.2.25-4 月上半月 (开车筹备中)
福建联合	全密度一线	45	2020.3.9-2020.3.18

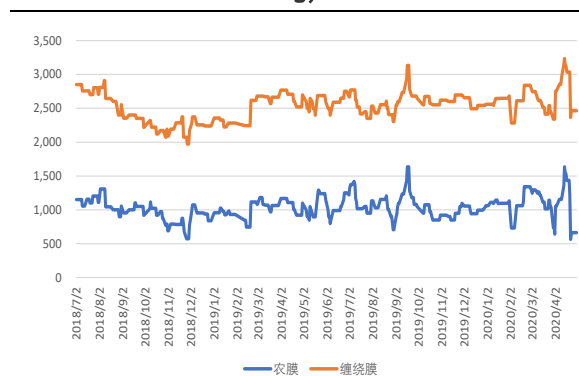
茂名石化	1#LDPE	11	2020.3.18-2020.3.19
中天合创	釜式法 LDPE	12	已复产
扬子石化	全密度	20	2020.3.15-2020.3.23
扬子巴斯夫	LDPE	20	已复产
宝丰二期	HDPE	30	开车
上海石化	1#2LDPE	5.5	2020.1.31-2020.3.18
燕山石化	新高压	18	2020.3.12-2020.3.14
扬子石化	HDPE 三线	9	2020.3.15-2020.3.25
中天合创	高压	25	2020.2.25-2020.3.31
中海壳牌	LLDPE+HDPE	70	2020.4.7-2020.4.25
镇海炼化	FDPE	45	2020.4.17-2020.4.24
中天合创	高压	12	2020.4.22-2020.4.30
合计		407.5	
占全部产能比重		20.01%	
兰州石化	老全密度	6	2020.2.14-暂不确定
神华榆林	LDPE	30	2020.4.6-2020.5.30
中安联合	FDPE	35	计划开车
中沙石化	LLDPE	30	停车
茂名石化	1LDPE	11	重启待定
神华宁煤	FDPE	45	计划 5 月初起大修
扬子巴斯夫	LDPE	20	计划 5 月初起大修
合计		177	
占全部产能比重		8.69%	

数据来源：华瑞资讯，卓创资讯，兴证期货研发部

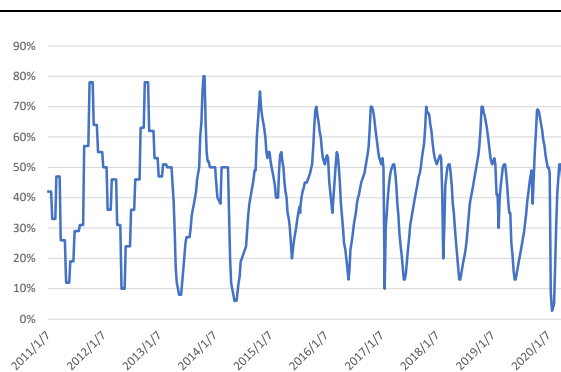
4 月聚乙烯检修损失量大致为 10.09 万吨，环比增加 2.74 万吨，由于市场大部分货源处于宽松状态，检修整体对市场行情影响不大。

3.3 需求方面

4 月聚乙烯下游开工率涨跌互现，主体下游农膜开工率大幅下滑。从农膜来看，开工率跌至 32%，环比上月下跌 19%，管材开工率上涨 15%至 22%，包装膜、薄膜、中空及塑料开工率均上涨 1-2 个百分点，主流开工率恢复至 53%-57%。4 月上中旬受期价带动，下游工厂适量补库，投机性需求伺机介入，中下旬炒作热情结束，原油拉涨也难以维系，贸易商随之降低报价，但终端需求成交欠佳，淡季需求托底能力不强。农膜需求由旺季转为淡季，大部分处于停工状态，仅少数大厂处于低位生产状态；5 月若有强政策刺激房地产、基建及家电等终端行业转暖，聚乙烯中空、包装、管材需求或有所好转。整体来看，5 月聚乙烯需求不容乐观。

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: 目前成本端支撑弱, 供应端较宽裕, 医疗用品需求炒作减弱, 下游需求偏弱, 临近月末已出现累库迹象。短期来看, 聚烯烃纤维料等挺价作用已逐渐消失, 聚丙烯短期仍有标品紧平衡支撑, 聚乙烯弱势难免; 中长期来看, 新产能大概率上场, 同时 5-7 月有较多延迟的进口货源到港, 下游需求进入传统淡季, 油价为不确定因素, 供需矛盾尖锐, 聚烯烃大概率在交割后走弱;

上游: 原油方面, 当前库容紧张引发国际关注, OPEC+及 G20 产油国减产进度仍需观望, 短期仍不过看高; 乙烯方面, 全球扩产仍在继续, 价格下行; 丙烯方面, 供需面逐步好转, 预计价格将企稳回升; 甲醇方面, 基本面小有好转, 但仍受制于油价波动和需求恢复情况, 预计将区间震荡;

供应: PP 大型厂商超负荷生产后故障短修、计划短修较多, 但前期纤维料炒作情绪仍存, 导致月内开工率仍呈上升趋势, 供应面承压, 同时 5-7 月有较多进口货源, 利空供应端; L 市场供应十分充裕, 供应面无较大变化。两油库存降至 79.5 万吨, 月上中旬去库速度较快, 但月末已出现累库现象;

需求: PP 下游开工率月内基本持平, PE 主要下游农膜进入淡季, 内需受制于终端需求弱势, 外需受制于国际疫情爆发, 大量终端订单被砍, 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。