

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

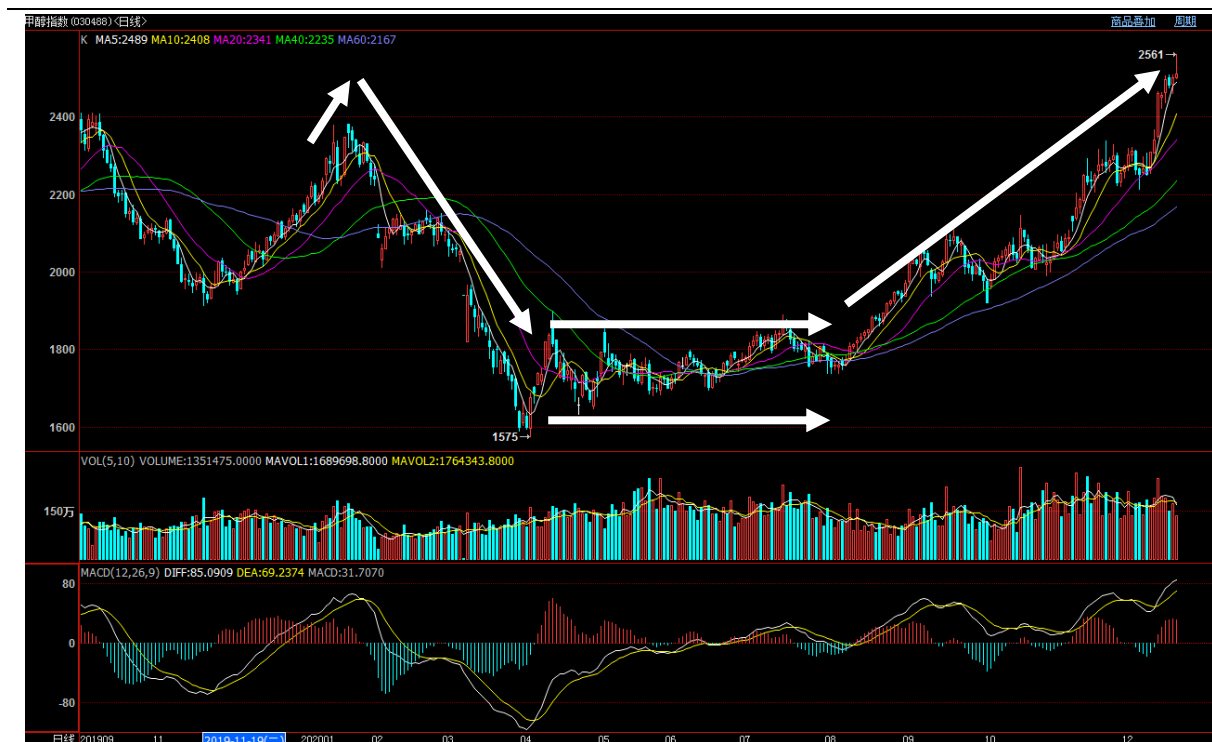
从供需面看:2021 年我国甲醇计划投产 500 万吨,产能增速明显低于 2020 年水平,但从周期性考虑,甲醇生产利润或将有所恢复,预计 2021 年甲醇企业开工率将较 2020 年有所提高,综合考虑,预估 2021 年我国甲醇产量为 7035 万吨,产量同比增速约为 5%。2021 年外盘新增甲醇产能 435 万吨,近年来伊朗和北美甲醇投产较多,预计明年甲醇进口量大概率仍将维持高位,但考虑到明年欧美地区甲醇需求恢复或将分流部分海外甲醇,预计 2021 年全年甲醇进口量 1400 万吨,同比增速回落到 10%以内。需求方面,随着疫情影响的逐渐消退,预计 2021 年甲醇传统需求将有所改善,但 CTO/MTO 方面新装置投产不多,且开工率继续提升空间有限,推算 2021 年我国甲醇消费量约为 8350 万吨。库存方面,2021 年港口高库存或将成为常态,但阶段性库存变化仍将是行情变化重要指标。综上,2021 年甲醇供过于求程度有所改善,供需面好转或将推升甲醇价格逐步走出低迷周期。

从价格周期看:2021 年国内外宏观环境或将有所好转,甲醇生产企业逐步走出低利润周期,加之甲醇供应端压力的减轻,预计甲醇价格将逐步走出低谷,进入下一个周期。

风险分析:原油和煤炭价格大幅下跌;国内外需求改善情况不及预期。

一、期现货行情回顾

图表 1：郑醇指数日 K 线图



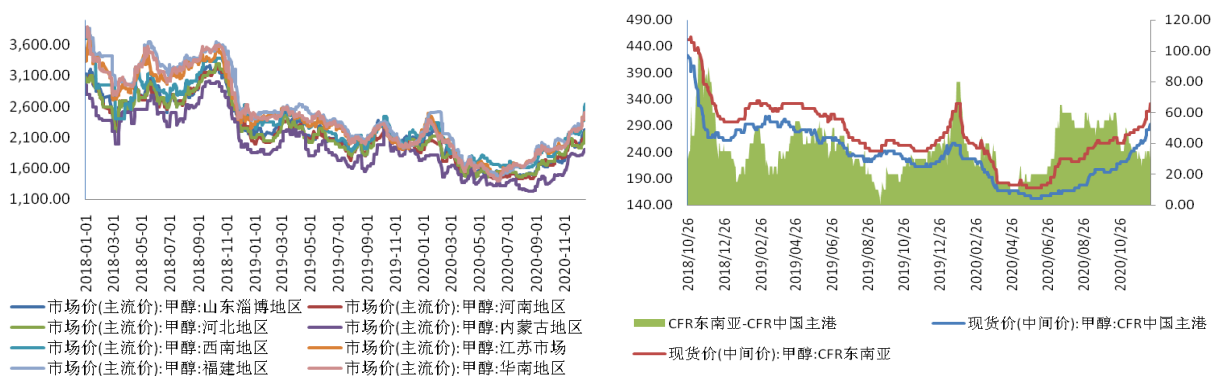
数据来源：博易大师、兴证期货研发中心

2020 年甲醇期货全年价格走势呈现先跌后涨的格局，截至 2020 年 12 月 18 日，郑醇指数全年波动区间在 1575-2561 元/吨，波幅为 62.6%，期价波动幅度较 2019 年有所扩大。

现货方面，2020 年甲醇现货价格走势与期货相近，整体也是呈现先跌后涨的格局。截至 2020 年 12 月 18 日，江苏地区甲醇现货价格全年运行在 1470-2495 元/吨，波动幅度达到 70%；内蒙古甲醇现货价格全年运行在 1225-1905 元/吨，波动幅度 55.5%。外盘甲醇 CFR 中国主港中间价全年运行在 152.5-292.5 美元/吨，波动幅度 91.8%。

2020 年甲醇期现货价格走势分阶段：（1）1 月份冲高：伊朗遭遇寒潮，境内 80%以上甲醇生产装置停车，推升甲醇外盘和期货价格，郑醇指数最高冲至 2382 元/吨；（2）2-4 月深度下探：春节后，随着新冠疫情在国内蔓延，各行业均受到较大影响，甲醇更是在原油大跌、沿海胀库，传统下游停滞等因素作用下不断下探，郑醇指数于 4 月初创下上市以来新低 1575 元/吨；（3）4-7 月底部震荡：郑醇创出新低后，下方成本支撑显现，但基本面好转不明显，郑醇指数进入底部震荡；（4）8-12 月修复上涨：8 月开始，随着欧美地区甲醇需求恢复，外盘非伊朗货源紧张，而伊朗等地装置频繁检修，加剧外盘偏紧局面；同时，甲醇下游需求恢复，港口进入去库周期，郑醇期价开始修复上涨；进入 12 月，外盘紧张未见缓解，煤炭大涨加剧内地涨价意愿，郑醇期价加速上涨，并创出年内新高。

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

2020 年，我国新增甲醇产能约为 1066 万吨（包括计划 2020 年底投产却暂未投产项目）。按照 2019 年末我国甲醇总产能为 8802 万吨计算，预计到 2020 年末，我国甲醇总产能将达到 9868 万吨，产能增速为 12.11%，与 2019 年产能增速 5.01% 相比明显增加。2020 年虽然国内遭遇新冠疫情冲击，但甲醇投产力度却丝毫未受影响。从生产利润角度看，2020 年受疫情和新装置大量投产影响，国内甲醇生产利润较 2019 年进一步走低，8 月后虽然随着甲醇价格上涨，生产利润有所修复，但目前整体仍处于盈亏平衡附近。从利润周期看，2016-2018 年为甲醇生产高利润周期，行业前期有一定的利润积累，因而今年的甲醇生产亏损状况并未影响新装置投产进度。

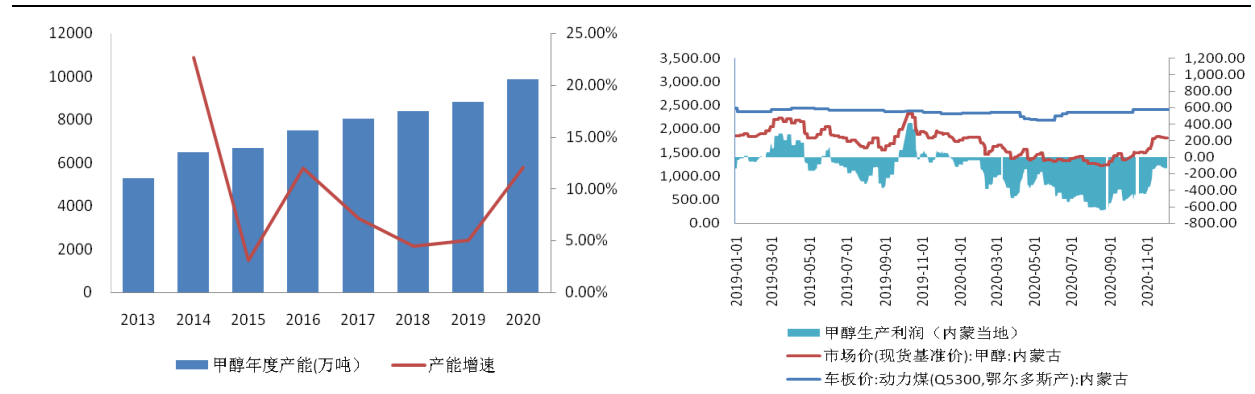
图表 3：2020-2021 年国内甲醇投产（计划）表

企业名称	年产能（万吨）	原料	投产时间
荣信化工二期	100	煤炭	2020.01
兖矿榆林二期	60	煤炭	2020.01
浙江石化	40	煤炭	2020.02
宁夏宝丰二期	220	煤炭	2020.05
晋煤中能	30	煤炭	2020.06
陕西精益化工	26	煤炭	2020.07
恒信高科	15	焦炉气	2020.07
新疆天业	30	煤炭	2020.08
河南心连心	30	煤炭	2020.09
烟台万华	60	煤炭	2020.11
济宁盛发	15	焦炉气	2020 年底
延长中煤二期	180	煤炭	2020 年底
九江心连心	60	煤炭	2020 年底

新绛中信	20	焦炉气	2020 年底
神华榆林	180	煤炭	2020 年底
2020 年合计	1066		
中煤鄂能化	100	煤炭	2021 年初
新疆众泰	20	焦炉气	2021.03
内蒙古黑猫	30	焦炉气	2021.04
广西华谊	180	煤炭	2021.Q1
山东瑞星	20	煤炭	2021
山西永鑫	20	焦炉气	2021
徐州龙兴泰	30	焦炉气	2021
久泰能源	100	煤炭	2021.Q4
2021 年合计	500		

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

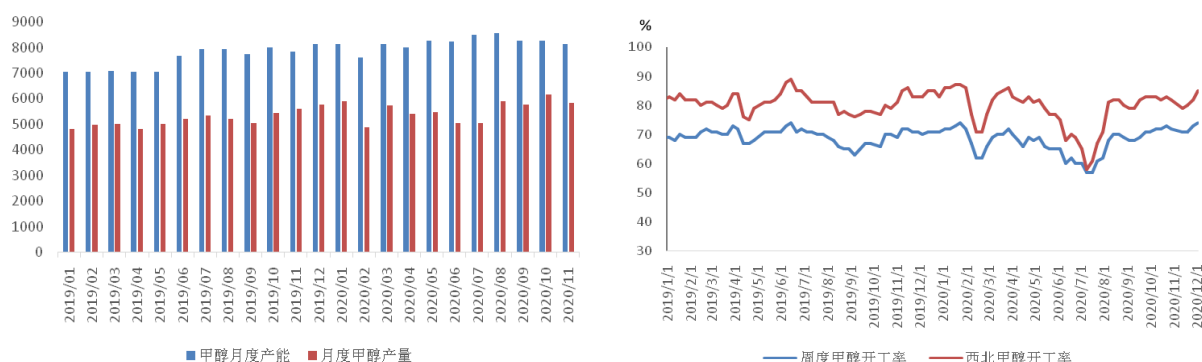


数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从产量来看，根据卓创数据，2020 年 1-11 月，我国甲醇累计产量为 6114.23 万吨，同比增速 8.4%。从开工率看，根据卓创数据，截至 2020 年 12 月 18 日，2020 年平均甲醇国内开工率为 67.94%，平均甲醇西北开工率为 78.98%，相比 2019 年平均全国开工率和西北开工率分别为 69.52% 和 81.13% 有所下降。今年国内甲醇整体开工率较 2019 年有所下降，主要是年初内地胀库被迫降负荷、4-7 月春检等阶段性因素造成，但下降幅度不大，主要是今年煤头甲醇生产企业亏损性减产不明显，以及四季度的气头和焦炉气限产节奏偏慢。

虽然 2020 年国内甲醇产能快速增长，但整体开工率有所下降，因而今年国内甲醇产量增速总体不及产能增速。预计 2020 年我国甲醇产量约为 6700 万吨，同比增速在 8% 左右。

图表 5：甲醇月度产能产量、国内甲醇开工率



数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

对于 2021 年，从目前的投产计划表看，甲醇新增产能大约在 500 万吨左右，明显低于 2020 年水平。预计到 2021 年末，我国甲醇总产能将达到 10368 万吨，产能增速约为 5%，明显低于 2020 年水平。但利润角度考虑，从周期性预计甲醇生产企业将逐渐走出亏损周期（见下文），随着利润的修复，预计甲醇生产企业整体开工率将较 2020 年有所提高。按照 2020 年甲醇产量 6700 万吨为计算基数，预计 2021 年我国甲醇产量为 7035 万吨，同比产量增速为 5%。

(2) 进口量

2020 年，外盘实际新投产项目主要是伊朗的 Busher 和 Kimiya，共计新增产能 330 万吨。按照 2019 年末海外甲醇总产能（不包括中国）约 6300 万吨计算，产能增速约为 5.2%。2020 年海外新投产甲醇项目虽然不多，但集中在伊朗地区，伊朗甲醇大多发往中国，加之今年受疫情影响欧美甲醇需求放缓，整体外盘分流到中国的甲醇有所增加。

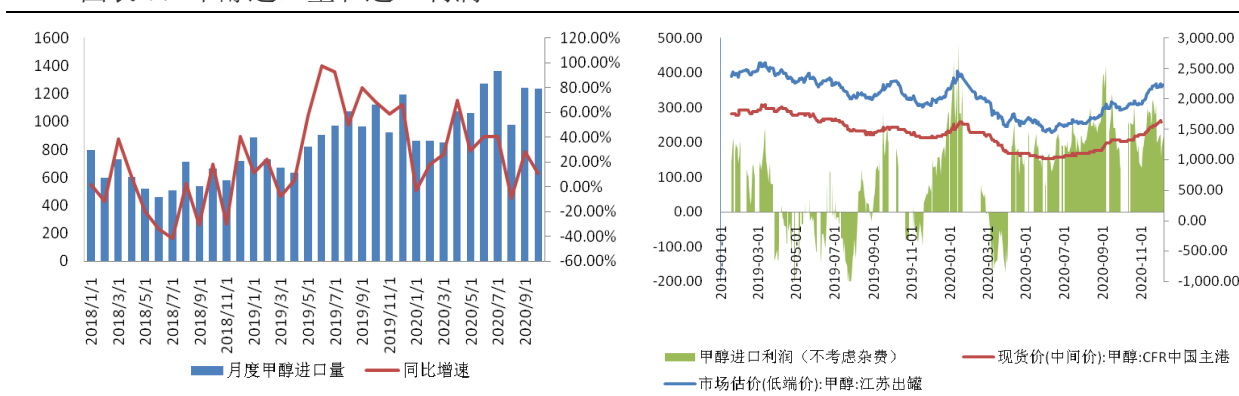
图表 6：2019-2020 年国外甲醇投产计划

地区	公司名称	产能（万吨）	投产日期
伊朗	Busher	165	2020.05
伊朗	Kimiya	165	2020.06
2020 年合计		330	
特立尼达	Caribbean Gas Chemical	100	2021 年初
美国	山东玉皇	170	2021 年初
伊朗	Sabalan Methanol	165	2021
2021 年合计		435	

数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从进口量来看，2020 年 1-10 月，我国甲醇累计进口量 1079.6 万吨，同比增速 22.94%。今年甲醇进口量进一步抬升主要有几个原因：一方面是今年海外疫情影响欧美地区甲醇需求，从全年整体看外盘甲醇分流至中国的量级有所提高（但从 8 月份开始，随着海外甲醇需求的逐步恢复，外盘特别是欧美地区高溢价开始重新分流非伊朗甲醇）；二是今年甲醇进口利润尚可，全年顺挂为主，贸易商进口意愿较强。从船期看，预计今年 11-12 月进口量仍能保持 100-120 万吨/月水平，预计 2020 年全年甲醇进口量为 1300 万吨左右，同比增速约 20%。

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

2021 年，外盘甲醇投产力度较去年小幅增加，预计 2021 年外盘新增甲醇产能 435 万吨。对于 2021 的甲醇进口量，重点关注几个因素：（1）2020 年中南美甲醇减量较为明显，四季度随着甲醇价格上涨，南美甲醇开工已逐步回升，或将产生进口增量；（2）2020 年伊朗装置虽然有新增产能，但年内装置检修较为频繁，而目前是年底长约洽谈阶段，伊朗频繁公布检修计划挺价：Kaveh 230 万吨 12.1 再度停车，目前重启中；伊朗 Marjarn 165 计划 12 月下旬检修至 2 月下旬；伊朗 ZPC1#165 万吨听闻 1 月有春检计划；Busher 165 万吨亦 12 月短停。2021 年伊朗装置变动情况仍需持续关注；（3）2021 年三套新装置的实际投产时间；（4）2021 年预计全球疫情逐步修复，欧美甲醇需求复苏，将继续分流一定外盘非伊朗货源。

综合几个因素看，预计 2021 年甲醇进口仍将维持高位，但同比增速或将有所回落，预估全年甲醇进口量为 1400 万吨左右，同比增速回落至 10% 以内。

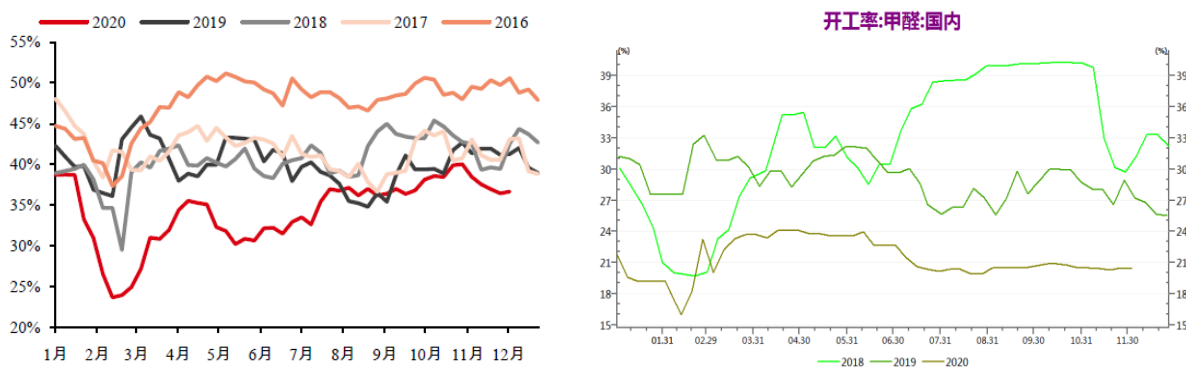
2、需求面

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 2020 年 CTO/MTO 占甲醇消费量的比例仍在 50% 以上，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，2021 年大方向是恢复，阶段性更多关注季节性的影响。

（1）传统需求

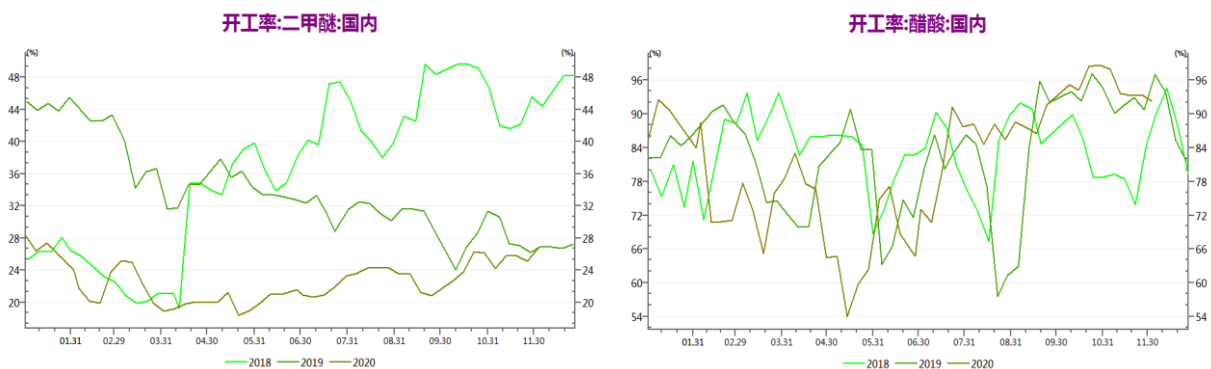
2020 年受新冠疫情的影响，甲醇传统下游开工率整体较 2019 年走低，从甲醇传统下游加权开工率情况看，2020 年 1-8 月开工率明显低于往年，金九银十开工率有所回升。分品种看，根据金联创数据，截至 12 月 17 日，2020 年甲醛平均开工率为 21.33%，较 2019 年的 29.07% 下降 7.74%，今年甲醛开工率低主要是受到今年上半年房地产施工进度影响，预计 2021 年随着疫情影响的消退，房地产相关数据能有好转，预计 2021 年甲醛开工情况能较 2020 年好转。二甲醚方面，2020 年二甲醚平均开工率为 22.84%，较 2019 年的 33.56% 下降 10.72%，原因主要是全球成品油需求拖累 LPG，致使气醚掺混价差过低压制二甲醚提负积极性，展望 2021 年二甲醚部分需求亦有改善预期。醋酸方面，今年整体表现相对较好，2020 年醋酸平均开工率 81.47%，较 2019 年 82.72% 仅小幅下降 1.25%，主要得益于今年聚酯行业整体利润和开工情况均较好，预计 2021 年醋酸需求仍将维持高位。整体看，随着疫情在国内的影响逐步消退，预计 2021 年甲醇传统需求能有所改善，但对行情整体影响不大。

图表 8：甲醇传统下游加权开工率和甲醛开工率



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

图表 9：二甲醚开工率和醋酸开工率



数据来源：WIND 兴证期货研发中心

(2) 煤/甲醇制烯烃

2020年，我国新投产的CTO/MTO装置只有吉林康奈尔（鲁西化工2019年底试车成功今年正式投产，在去年年报中已经计入产能），2020年投产产能30万吨，截至2020年末，预计我国CTO/MTO总产能约为1630万吨。对于2021年投产计划，外采MTO装置有天津渤化、华亭煤业和青海大美投产，但后两套装置投产时间较晚，也许会延迟至2022年；CTO装置主要是延长中煤二期。预计2021年CTO/MTO装置投产200万吨，截至2021年末，CTO/MTO总产能将达到1830万吨。另需关注常州富德、山东大泽和山东华滨的重启时间。

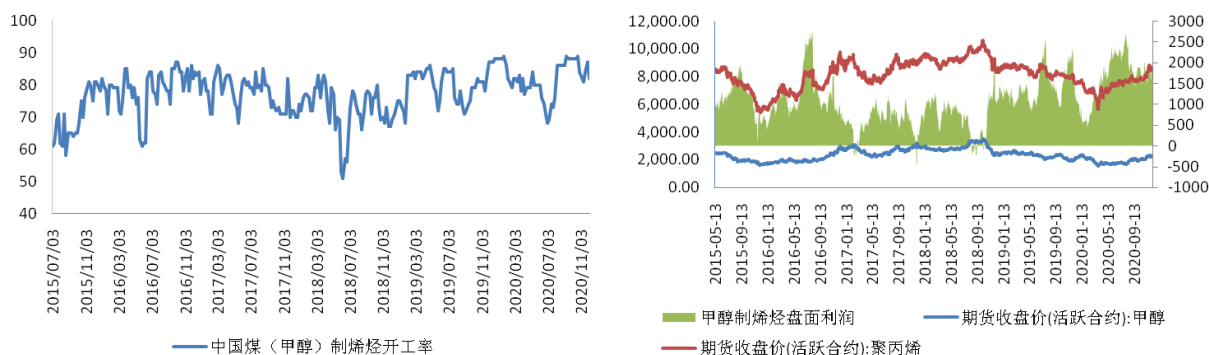
图表 10：2019-2020 年煤/甲醇制烯烃投产计划表

企业名称	产能（万吨/年）	配套甲醇产能	投产时间
吉林康奈尔	30		2020.05
2020 年合计	30		
天津渤化	60		2021.06
延长中煤二期	60	180	2021 年初
华亭煤业	20		2021 年底
青海大美	60		2021 年底
2021 年合计	200	-	

数据来源：卓创资讯 兴证期货研发中心

从开工率角度看, 2020 年 CTO/MTO 行业整体开工率较 2019 年进一步提升, 2020 年 CTO/MTO 行业平均开工率为 81.96%, 而 2019 年 CTO/MTO 行业平均开工率仅为 80.34%。究其原因, 主要是 2020 年甲醇价格整体相对较低而 PP 等价格一路走高, CTO/MTO 行业整体利润水平进一步提升, 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, 2020 年 MTO 平均盘面利润为 1635 元/吨, 较 2019 年的 1425 元/吨进一步提升。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, 2021 年继续提升的空间有限。

图表 11: 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

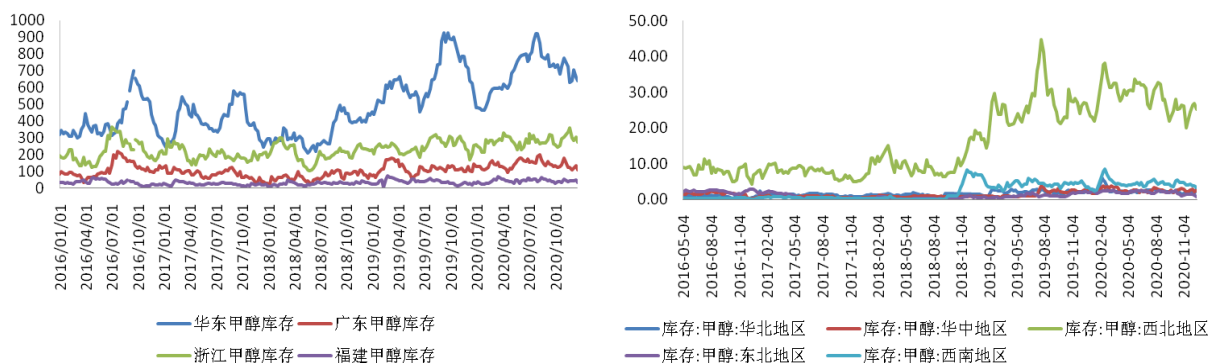
我们通过 CTO/MTO 行业来倒推甲醇的需求量: 按照 2020 年全年 CTO/MTO 行业平均开工率 82%、产能规模 1630 万吨、以及需求占比 51.5% 来计算, 预计 2020 年我国甲醇消费量在 7786 万吨。对于 2021 年, 由于 CTO/MTO 新装置投产不多, 且开工继续提升空间有限, 预计 2021 年我国甲醇消费量为 8350 万吨。

3、库存情况

从库存情况看, 2020 年甲醇港口库存整体处于高位。今年以来, 甲醇港口库存经历年初的胀库, 年中的仓储费提升, 再到下半年的非伊朗货源分流至欧美, 但整体库存水平始终处于高位。截至 2020 年 12 月 17 日, 卓创甲醇港口库存 107.59 万吨, 较去年同期高 7.5 万吨; 其中江苏库存 64.3 万吨, 较去年同期高 7.3 万吨, 虽然下半年非伊朗货源分流, 但太仓罐区仍紧张, 太仓部分罐区正常仓储费在 2020 年底前仍维持 3 元/吨天。浙江 27.5 万吨, 较去年同期高 1.9 万吨, 作为下游需求 MTO 的港口库存亦处于高位, 或限制 MTO 企业后续补库空间。华南 10.6 万吨, 较去年同期低 3.6 万吨, 近期非伊朗货分流使得华南地区库存压力明显减轻。

对于 2021 年, 进口增速虽然有所放缓, 但进口总量仍大, 预计港口高库存的状态仍将持续, 当然, 若后续欧美地区需求恢复较好, 分流非伊朗货源较多, 则港口罐容压力或将有所减轻。作为阶段性行情的重要指标, 港口阶段性去库常常是行情上涨的依据, 因而在总库存高位的背景下, 仍需密切关注港口库存阶段性的变化。

图表 12: 甲醇港口库存和内地库存



数据来源: WIND 兴证期货研发中心

4、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
2019	6216	1089	7305	7155	150
2020E	6700	1300	8000	7786	214
2021E	7035	1400	8435	8350	85

数据来源: 兴证期货研发中心

2019 年, 甲醇供需格局趋于宽松, 全年供过于求达到约 150 万吨。根据上文分析的 2020 年甲醇供需数据, 2020 年国产甲醇产量小幅增加, 进口继续走高, 加上疫情对于甲醇传统需求的影响, 整体供过于求的程度较 2019 年有所扩大, 达到约 214 万吨。对于 2021 年, 由于国内产量增速和进口增速有所放缓, 加之疫情影响逐渐消退, 预计 2021 年甲醇供过于求的程度将有所减小, 供需缺口或将缩小至 85 万吨左右, 甲醇价格或将开始逐步走出低迷周期。

三、甲醇价格周期性的探讨

观察甲醇期货上市以来的甲醇期现货价格走势, 可以发现甲醇价格存在一定的周期性: 2011 年底至 2013 年, 整体震荡为主; 2013 年底至 2015 年, 价格整体震荡走低; 2016 年至 2018 年三季度, 价格重心不断抬升; 2018 年四季度至今, 价格重回弱势。而与甲醇价格周期有关的几个主要因素包括: 国内外宏观经济环境; 甲醇产业链利润分配周期; 甲醇产能投放力度。

图表 14: 甲醇期货现货价格走势

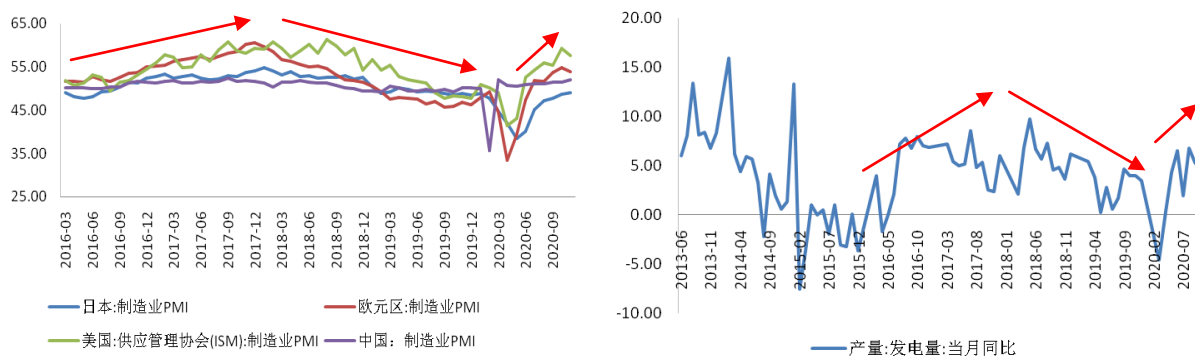


数据来源: WIND 兴证期货研发中心

1、2021 年疫情影响逐渐消退 宏观数据或将继续好转

宏观因素是影响大宗商品价格周期的主要因素，这点在去年的年报中做了详细的描述。从宏观方面看，通过观察世界主要经济体 PMI 以及 OECD 领先指标等数据，我们发现 2016 年是全球经济回升周期的起点，经济好转提升了大宗商品的需求，带来了一波商品牛市，因而甲醇价格在 2016-2018 年也整体处于价格抬升周期；2018 年开始，全球经济已经开始相继减速，对大宗商品价格形成压制，从甲醇来说，2018 年四季度暴跌至今，甲醇价格仍未走出低谷。2020 年虽然新冠疫情打乱了全世界经济的节奏，但大的经济周期不会改变，目前欧美及中国制造业 PMI 指数回升至 50 的荣枯线以上，中国的发电量增速也小幅回升。虽然目前整体宏观环境仍难言乐观，但也逐步出现改善的迹象。预计 2021 年，随着新冠疫情的影响逐渐消退，国内外宏观经济指标或将继续好转，利多甲醇等大宗商品的价格。

图表 15: 世界主要经济体 PMI 和中国发电量同比增速



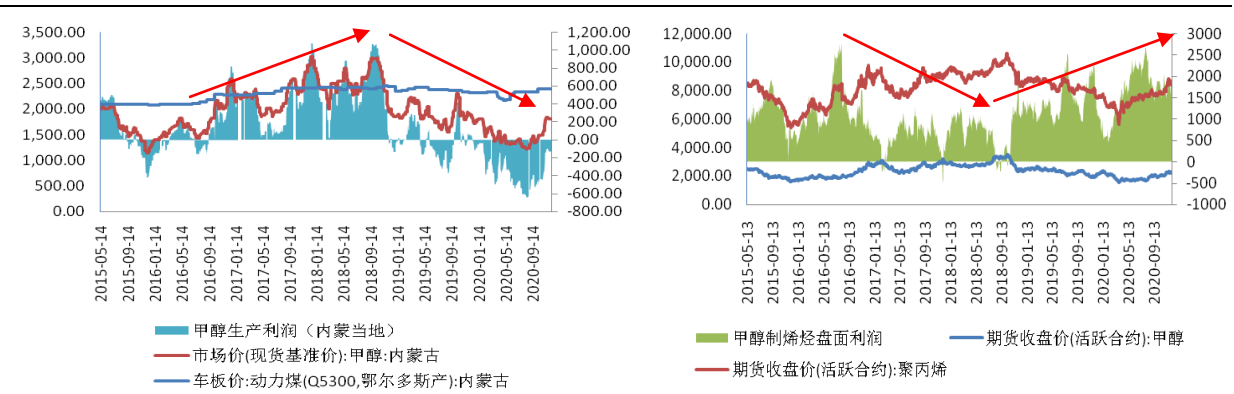
数据来源: WIND 兴证期货研发中心

2、2021 年甲醇生产企业或将逐步走出低利润周期

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：甲醇上游生产利润来说，2016-2018 前三季度是高利润周期，内蒙甲醇生产利润最高可超过 1000 元/吨；而 2018 年四季度至今，甲醇生产企业始终未走出亏损区间；对应的，甲醇下游 CTO/MTO 行业，2016-2018 年处于低利润周期，而 2018 年四季度开始，随着甲醇价格不断下挫，CTO/MTO 利润再创新高，今年 MTO 盘面利润最高更是达到 2500 元/吨以上。

从周期持续的时间看，当下甲醇行业利润集中在中下游的情况已经持续了两年多，按照甲醇利润周期持续大约 3 年左右来看，**预计 2021 年或将出现产业利润格局的变动，甲醇生产企业或将逐步走出低利润周期。**

图表 16：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

3、2021 年甲醇供应端压力有所减轻

从前文的分析可知，2020 年是国内甲醇产能投放的大年，今年甲醇新增产能达到 1066 万吨，同比增速 12.11%，明显大于 2017、2018 和 2019 年水平。海外方面，虽然今年外盘新增产能有限，但 2018 年伊朗和美国大量的甲醇新装置投产在近年形成量产，因而从 2019 年开始甲醇进口量激增，并持续至今。从产能投放角度看，2020 年是国内投产高峰叠加进口放量，对甲醇价格形成较大压力。

2021 年看，预计国内甲醇新增产能在 500 万吨左右，明显低于 2020 年水平；海外方面，预计新增产能 435 万吨，略大于今年水平，但考虑到欧美甲醇需求恢复，预计 2021 年甲醇进口量增速将较今年明显放缓。因此，**2021 年甲醇供应端压力或将较今年有所减轻。**

通过以上三个因素分析，预计 2021 年随着宏观环境的好转，产能利润周期的转变，以及供应端压力的减轻，甲醇价格或将逐步走出低谷，进入下一个周期。

四、结论及投资建议

从供需面看：2021 年我国甲醇计划投产 500 万吨，产能增速明显低于 2020 年水平，但从周期性考虑，甲醇生产利润或将有所恢复，预计 2021 年甲醇企业开工率将较 2020 年有所提高，综合考虑，预估 2021 年我国甲醇产量为 7035 万吨，产量同比增速约为 5%。2021 年外盘新增

甲醇产能 435 万吨，近年来伊朗和北美甲醇投产较多，预计明年甲醇进口量大概率仍将维持高位，但考虑到明年欧美地区甲醇需求恢复或将分流部分海外甲醇，预计 2021 年全年甲醇进口量 1400 万吨，同比增速回落到 10% 以内。需求方面，随着疫情影响的逐渐消退，预计 2021 年甲醇传统需求将有所改善，但 CTO/MTO 方面新装置投产不多，且开工率继续提升空间有限，推算 2021 年我国甲醇消费量约为 8350 万吨。库存方面，2021 年港口高库存或将成为常态，但阶段性库存变化仍将是行情变化重要指标。综上，2021 年甲醇供过于求程度或将有所改善，供需面好转或将推升甲醇价格逐步走出低迷周期。

从甲醇价格周期来看，2021 年国内外宏观环境或将有所好转，甲醇生产企业或将逐步走出低利润周期，加之甲醇供应端压力的减轻，预计甲醇价格将逐步走出低谷，进入下一个周期。

风险分析：原油和煤炭价格大幅下跌；国内外需求改善情况不及预期。

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。