

成本支撑减弱与产能增速放缓博弈，聚酯原料 区间震荡

——2024 年 PTA&MEG 年报

2023 年 12 月 28 日 星期四

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

吴森宇

从业资格编号：F03121615

俞秉甫

从业资格编号：F03123867

联系人

王其强

邮箱：wangqq@xzfutures.com

内容提要

从宏观来看，全球经济下行压力依然较大，国内关注政策呵护下需求修复力度，海外关注经济软着陆还是硬着陆，以及美联储政策变化。

成本端，市场对原油需求预期压制油价，芳烃调油支撑弱化，PX 扰动减弱，成本对 PTA 扰动及支撑弱化；煤价难有趋势性变化，跟随大宗波动，对乙二醇主导作用不强。

聚酯产业链聚酯原料新增产能增速放缓，聚酯产能规划较多，落地存较大不确定性。PTA 计划新增产能 450 万吨，乙二醇计划新增产能 30 万吨，中性预估聚酯新增产能 500 万吨。整体聚酯原料新增产能增速放缓。

因此，成本对聚酯原料支撑有所减弱，聚酯原料供需有所改善，预计聚酯原料区间震荡为主，聚酯原料产能增速放缓下，关注聚酯原料估值阶段性修复。原油承压，芳烃调油弱化，成本对 PTA 带来的扰动及支撑减弱，PTA2024 年上半年仍有新增产能释放，PTA 承压，下半年新增产能空窗期，PTA 价格及加工差存支撑；乙二醇新增产能放缓明显，2023 年价格盘整一年后，乙二醇或有较好表现。乙二醇新增产能放缓明显，乙二醇及 PTA 价差存在进一步修复预期。

风险点：能源价格超预期波动；新增产能超预期释放；进出口大幅变动。

报告目录

一. 2023 年行情回顾	4
二. 宏观及成本：宏观压力攀升 成本扰动减弱	5
1. 宏观：国内弱修复预期 海外或承压	5
2. 成本：原油受需求走弱压制 供应扰动仍有支撑	6
3. PX 新增产能依然较少 芳烃调油逻辑支撑缓和	7
三. 供应：2023 年高产能增速 2024 年增速放缓	8
1. PTA 新增释放延续并向龙头企业集中 2024 年产能增速有所放缓	8
2. 产能利用率受效益及原料影响有所缓和	9
四. 供应：2024 年乙二醇新增产能增速延续下滑	10
1. 2023 年乙二醇新增产能延续投放 2024 年产能增速延续下滑	10
2. 国内产量延续释放 替代进口延续	12
五. 需求：高基数下 2024 年聚酯产量增速放缓	12
1. 2023 年聚酯产能产量高速增长 2024 年增速或放缓	12
2. 2023 年 PTA 出口量增放缓 2024 年或增量亦有限	14
3. 终端需求或仍内外分化	14
六. 库存：聚酯原料累库压力缓和	15
1. PTA 累库压力有所缓和	15
2. 乙二醇累库压力逐步缓和	16

图表目录

图表 1: PTA 期货及乙二醇期货价格走势	4
图表 2: 国内基建及制造业投资增速	5
图表 3: 美国 GDP 及欧洲 PMI	6
图表 4: 原油价格与美联储政策	7
图表 5: PXN	7
图表 6: PTA 产能情况	8
图表 7: PTA 产能结构	9
图表 8: 2023 年-2024 年 PTA 新增产能	9
图表 9: PTA 产量及开工率	10
图表 10: PTA 加工差	10
图表 11: 乙二醇产能、产量及开工率	11
图表 12: 煤制及石脑油制现金流	11
图表 13: 2023 年部分及 2024 年乙二醇新增产能	12
图表 14: 乙二醇进口量	12
图表 15: 聚酯产能、产量及开工率	13
图表 16: 聚酯库存及现金流	13
图表 17: PTA 出口量	14
图表 18: 纺织、服装国内消费及出口总额	15



兴证期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL SECURITIES FUTURES CO.,LTD.

图表 19: 纺织、服装出口价格指数及数量指数.....	15
图表 20: PTA 供需平衡表.....	16
图表 21: PTA 社会库存.....	16
图表 22: 乙二醇供需平衡表.....	17
图表 23: 乙二醇港口库存.....	17
图表 24: 乙二醇月度社会库存.....	17

一. 2023 年行情回顾

2023 年 PTA 整体跟随成本端呈现震荡走势。**第一阶段**，2023 年一季度，原油震荡，成本有所支撑，更多是疫情防控放开后，市场对需求修复存在一定预期，叠加季节性聚酯负荷春节节后逐步修复，支撑 PTA 反弹至高位；**第二阶段**，2023 年 4 月初至 5 月中旬，宏观氛围转弱，原油等大宗商品快速回落，成本走弱带动，叠加疫情放开后需求恢复并不如市场预期，PTA 承压快速回落；**第三阶段**，2023 年 5 月中旬至 9 月中旬，OPEC+ 进一步推进减产，原油修复反弹，叠加海外出行高峰期，芳烃调油逻辑支撑 PX，成本对 PTA 支撑明显，需求端长丝出口表现亮眼，聚酯超预期表现，同时市场对传统需求旺季存在一定预期，强成本及需求修复共振下，PTA 反弹至年内高位；**第四阶段**，2023 年 9 月中旬至 12 月中旬，原油高位承压回调，芳烃调油支撑弱化，PX 承压，以及需求旺季并不如市场预期，PTA 高位承压回调；**第五阶段**，2023 年 12 月中旬至今，市场氛围转暖，且成本压制减弱，且价格季节性波动规律特征，PTA 开启修复反弹。

2023 年乙二醇总体围绕 4000-4500 元/吨区间震荡，总体波动幅度小于 PTA。**2023 年 1 月份**，跟随 PTA 一样，受疫情防控放开后，市场对需求修复预期较强，乙二醇从 4000 元/吨反弹至年内高位 4500 元/吨；**第二阶段**，2023 年一季度后半段，不同 PTA 的是，1 月底乙二醇从年内高点震荡回落至 4000 元/吨附近，后再度反弹至 4400 元/吨；**第三阶段**，2023 年 4 月中旬至 6 月底，在整体商品氛围向下背景下，乙二醇本身供需承压，乙二醇从高点回落，跌破 4000 元/吨，创年内新低；**第四阶段**，2023 年 6 月底至 9 月中旬，原油反弹，需求端聚酯表现超预期，旺季预期下，乙二醇再度冲高至年内高位；**第五阶段**，2023 年 9 月中旬至 12 月中旬，原油承压回落，旺季需求不如预期，乙二醇高位震荡回落至低位；**第六阶段**，2023 年 12 月中旬至今，内外装置停车，红海事件引发供应忧虑，供应缩量预期下支撑乙二醇修复反弹。

图表 1: PTA 期货及乙二醇期货价格走势



数据来源：文华，兴证期货研究咨询部

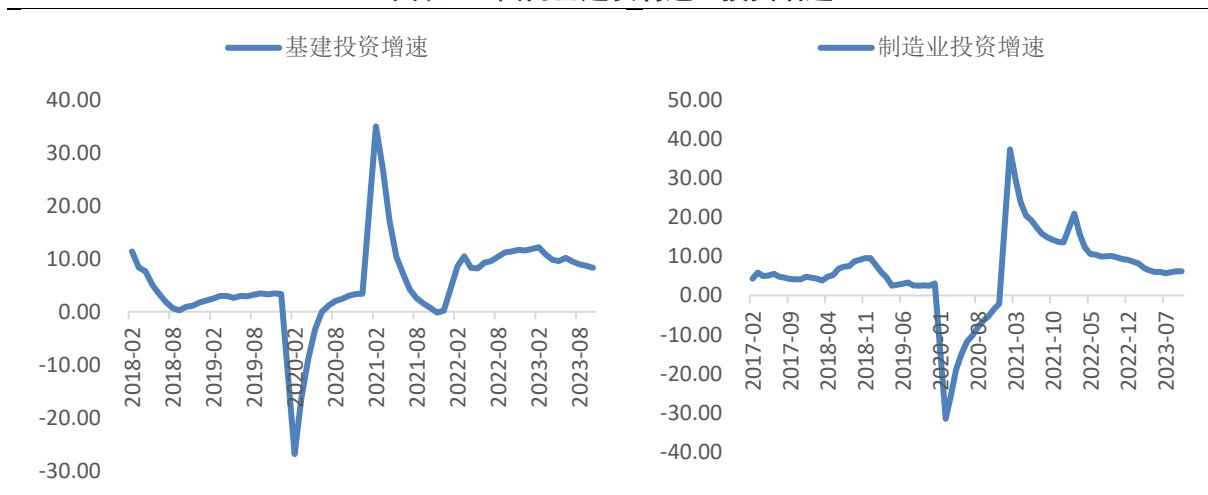
二. 宏观及成本：宏观压力攀升 成本扰动减弱

1. 宏观：国内弱修复预期 海外或承压

政策呵护下国内存在弱修复预期。从国内来看，2023年修复力度弱于市场预期，主要三年疫情对国内经济冲击以及地产承压回落拖累国内经济修复。展望2024年，从三驾马车来看，制造业投资存在一定韧性，政策释放下包括2023年底增发万亿国债、地方化债方案推进、2024年地方债落地以及降息等政策预期下，基建投资存支撑，一定程度对冲房地产承压带来的影响；出口上，随着外需进一步承压，出口或有所承压。总体而言，国内经济仍受地产下行压制，政策呵护下，国内经济存在弱修复预期。

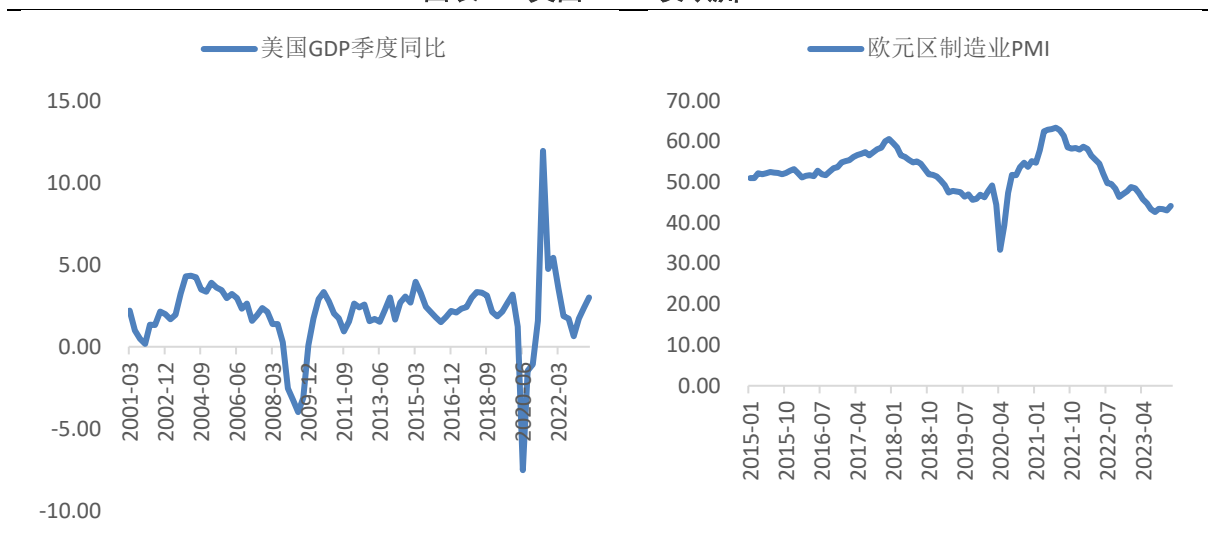
海外高利率环境下经济承压，关注美联储政策变化。从国外来看，2023年美国经济好于市场预期，虽然年初部分美国银行出现流动性风险，但未形成风险事件总体可控，美国服务业PMI在荣估值之上，GDP保持稳定增长。而欧洲经济表现疲软，制造业PMI处于荣估值之下且持续走低，服务业PMI也一度跌破荣估值。2024年在海外高利率背景下，经济仍有承压预期，只是市场仍在“软着陆”与“硬着陆”中博弈，1958年至今美联储共计13次加息，前12次加息中，9次“硬着陆”，概率上来看出现系统性风险依然较高。总体看，海外在高利率背景下，经济依然存压，关注美联储政策变化。

图表 2：国内基建及制造业投资增速



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 3: 美国 GDP 及欧洲 PMI

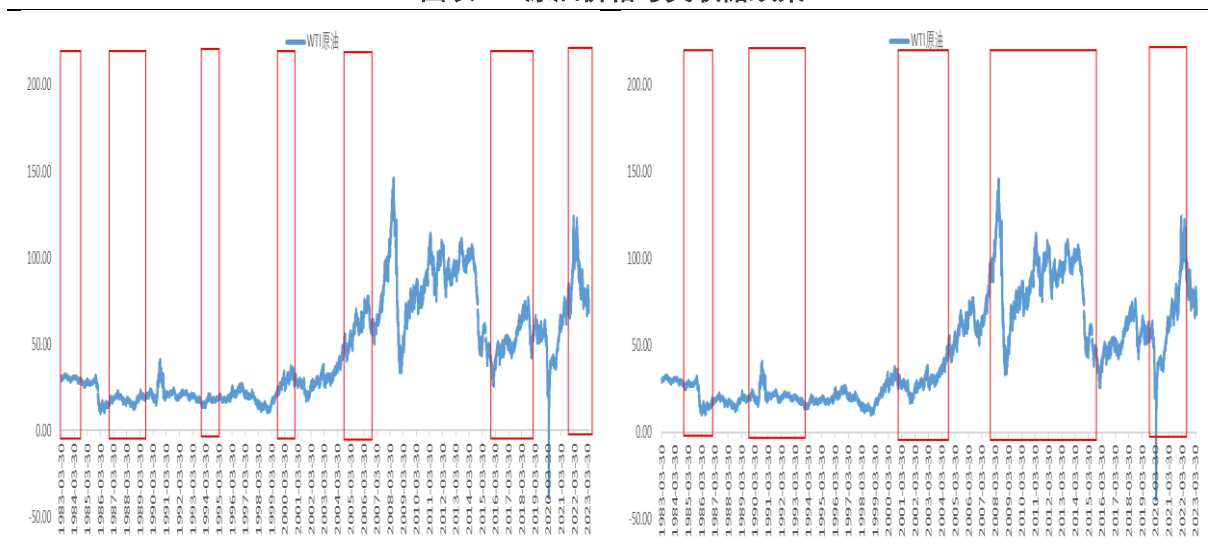


数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

2. 成本：原油受需求走弱压制 供应扰动仍有支撑

宏观及需求走弱预期压制油价，供应扰动存一定支撑，原油区间偏弱震荡为主。原油方面，从宏观面来看，1983 年至今共有 7 轮加息周期，从统计看在加息周期呈现上涨，特别是加息前半段，主要受加息前期宏观经济仍相对乐观，加息中后段，原油出现高点。当前加息周期始于 2022 年 3 月，强加息下衰退忧虑攀升，2022 年 7 月原油出现顶点，目前处于本轮加息中后阶段。1983 年以来至今美联储总共有 5 次降息周期，原油 3 次下跌，2 次上涨，所以并不是降息油价就能上涨，特别是降息初期，因为出现风险事件，经济衰退，油价都先有一波下跌。当下加息周期后半段，降息周期预期较强，从历史看对油价不能说有多大利好。宏观压制下，市场对未来需求承压预期较强，美国商业原油库存呈现累库，压制原油价格。当然，当油价下跌至低位时，OPEC+ 进一步推进减产意愿攀升，并且减产执行力度上升，供应端存在一定扰动预期，在没有发生金融危机或者需求坍塌背景下，存在一定支撑。因此，宏观、需求及供应扰动博弈下，区间偏弱震荡为主。

图表 4：原油价格与美联储政策

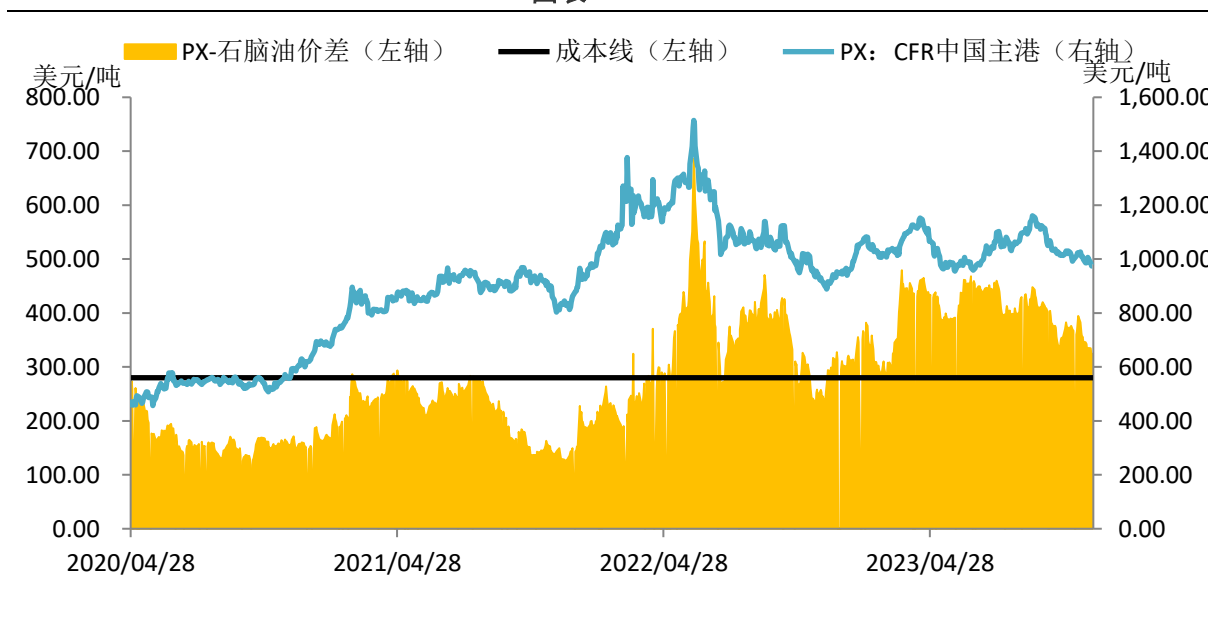


数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

3. PX 新增产能依然较少 芳烃调油逻辑支撑缓和

国内 PX 新增产能依然较少，但芳烃调油逻辑支撑弱化下，日韩 PX 产量或回升。从国内 PX 新增产能来看，2024 年仅裕龙石化 300 万吨存在投放预期，PX 新增产能依然较少。但需要关注一个情况变化是芳烃调油支撑可能减弱，当下俄乌有和谈迹象，俄罗斯成品油若恢复流向欧洲，美国成品油流向欧洲将减少，叠加美国在经济承压下，成品油需求也存走弱预期，成品油裂解价差或承压，美国芳烃调油需求或有所下降，芳烃调油逻辑支撑减弱。当下 PXN 仍处于 300 美元/吨以上，PX 仍有较好的利润，东北亚 PX 装置负荷或有所回升。

图表 5：PXN



数据来源：CCF，兴证期货研究咨询部

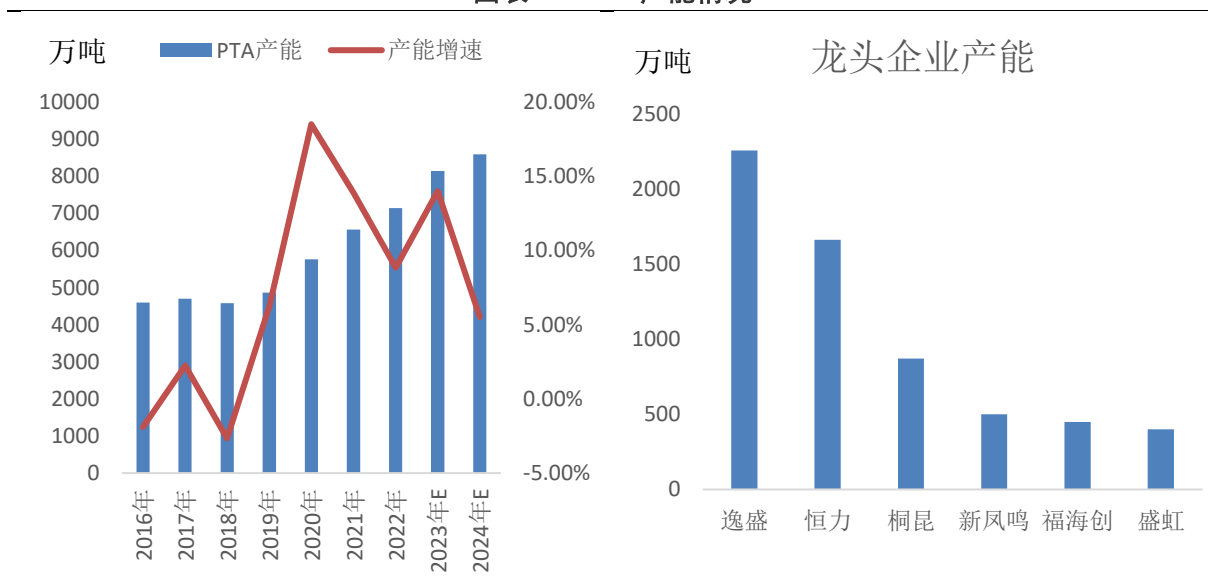
三. 供应：2023 年高产能增速 2024 年增速放缓

1. PTA 新增释放延续并向龙头企业集中 2024 年产能增速有所放缓

2023 年 PTA 高新增产能增速延续，并向一体化龙头企业集中。2019 年以来 PTA 重新进入产能扩张周期，2023 年 PTA 新增产能延续释放，主要集中在 2023 年上半年，包括恒力石化（惠州）500 万吨、嘉通能源二期 250 万吨，11 月海南逸盛 250 万吨装置，总计新增产能 1000 万吨，产能增速 14%，同去年相当，效益影响下，部分产能投放仍有所推迟。从 2023 年新增产能来看，一方面均是 200 万吨以上的大型装置；另一方面均是一体化装置，配套上下游。逸盛、恒力、新凤鸣、福海创、盛虹、桐昆等龙头企业产能高达 6135 万吨，占比总产能的 75%，较去年增加近 10 个百分点。200 万吨以上的单体装置占比 70%，较去年增加 8 个百分点，大装置占比攀升。总体新增产能一体化及大型装置特点加剧，同时进一步向龙头企业集中。

2024 年 PTA 新增产能释放延续，增速放缓，关注是否有老装置退出。2024 年 PTA 仍有新增产能投放，不过部分产能投放延迟，可落地新增产能预期有所下降。2024 年较大概率投放的新增产能仅包括仪征化纤 300 万吨及宁波台化 150 万吨，预计在 2024 年一季度投放，总计新增产能 450 万吨，产能增速下滑至 5.5%，虹港石化三期 250 万吨及独山能源二期 250 万吨新增产能延后至 2025 年。总体来看，2024 年新增产能预期下降，新增产能压力略有缓和，此外需要关注长期低迷加工差下，是否有老装置退出，包括海南逸盛老装置等。

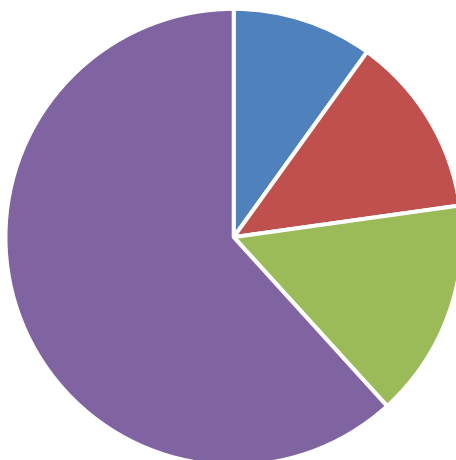
图表 6: PTA 产能情况



数据来源：CCF，卓创资讯，兴证期货研究咨询部

图表 7: PTA 产能结构

■ 100万吨以下 ■ 100-150万吨 ■ 150-200万吨 ■ 200万以上



数据来源: CCF, 兴证期货研究咨询部

图表 8: 2023 年-2024 年 PTA 新增产能

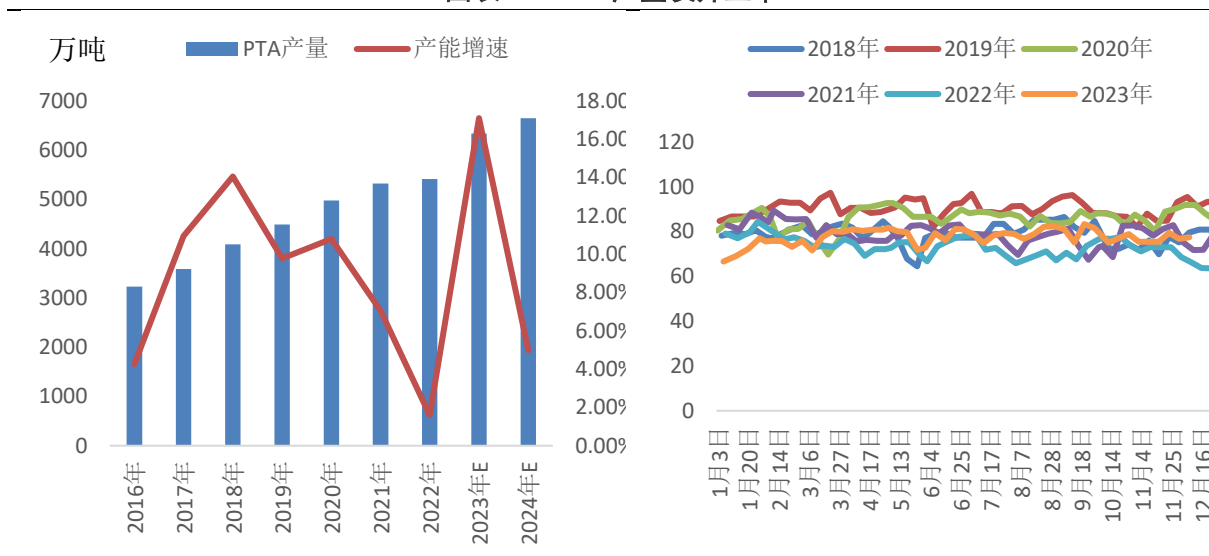
装置	产能 (万吨)	投产计划
恒力石化 (惠州) 一线	250	2023 年 3 月
嘉通能源二期	250	2023 年 5 月
恒力石化 (惠州) 二线	250	2023 年 7 月
海南逸盛	250	2023 年 11 月
仪征化纤	300	计划 2024 年一季度
宁波台化	150	计划 2024 年一季度

数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

2. 产能利用率受效益及原料影响有所缓和

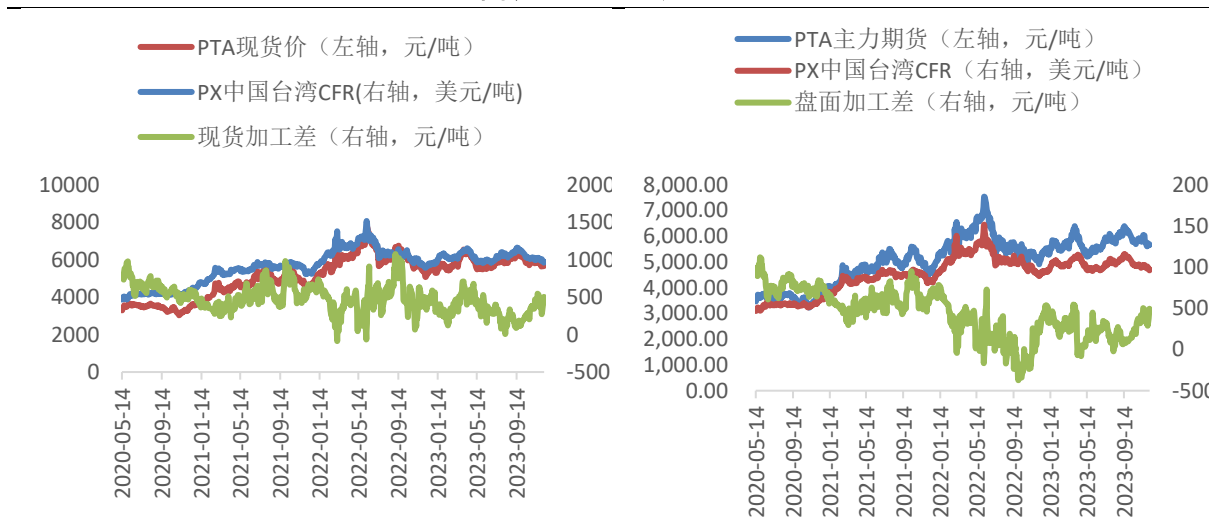
2023 年 PTA 产量预计 6335 万吨左右, 同比增加 17%左右, 产量增速高于产能增速, 主要 PTA 装置扰动有所缓和, 2023 年至今平均开工率 77%, 较去年回升 4 个百分点, 装置扰动减少, 主要缘于 PXN 高企一体化企业不能单纯考虑 PTA 单一加工差低位, 此外市场对芳烃调油有了更多的预期, 原料对 PTA 装置扰动下降。展望 2024 年虽然 PX 新增产能依然较少, 但芳烃调油带来的 PX 原料扰动减弱, 原料对装置扰动预计继续下降, 只是底加工费下, 非一体化企业开工率仍受限制, 且龙头一体化企业依然会阶段性通过检修挺加工费带来的装置降负, 预计 2024 年装置负荷处于 8 成附近水平, 按仪征化纤及宁波台化如期投产, 以及汉邦石化重启预期下, 预计 2024 年 PTA 产量 6700 万吨左右, 但需要关注海南逸盛老线及其它老装置退出可能。

图表 9: PTA 产量及开工率



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

图表 10: PTA 加工差



数据来源: Wind, CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

四. 供应: 2024 年乙二醇新增产能增速延续下滑

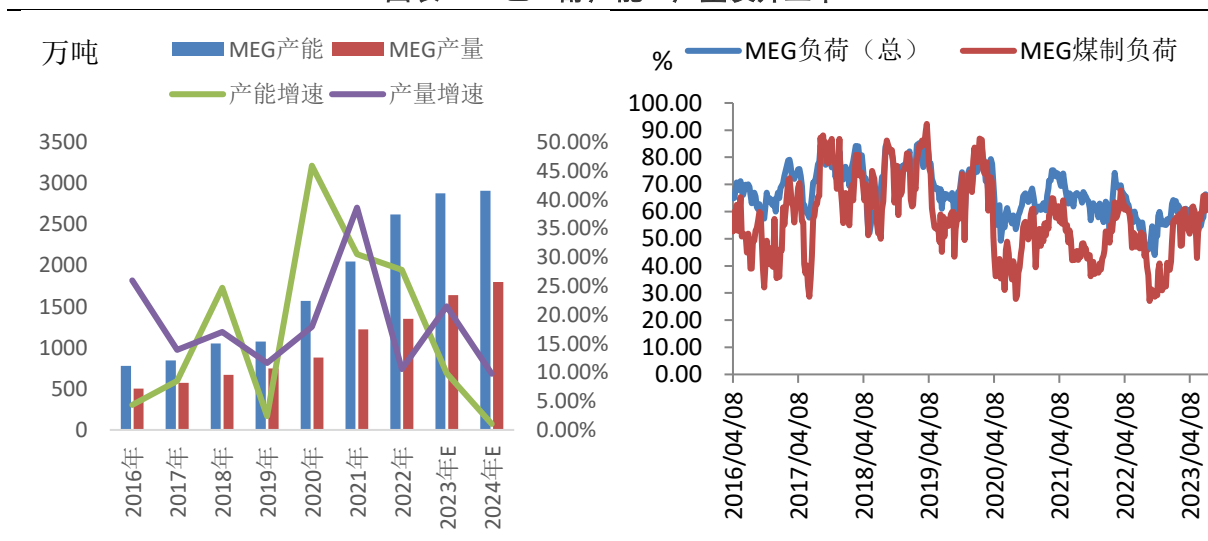
1. 2023 年乙二醇新增产能延续投放 2024 年产能增速延续下滑

2023 年乙二醇新增产能延续投放 2024 年产能增速下滑。截止 2023 年 12 月初, 国内乙二醇产能 2817.5 万吨, 考虑新疆中昆 60 万吨, 新增产能增加 198 万吨, 预计 2023 年产能 2877.5 万吨, 同比增加 9.85%, 较去年新增产能增速下降较为明显。展望 2024 年, 除了榆能化学及新疆中昆共计 100 万吨产能真正产量影响在 2024 年外, 中化学 30 万吨装置计划在 2024 年四季度

投放，2024年下半年重点关注对裕龙岛炼化1#80万吨装置投产预期，目前预期2025年投产，即便2024年投产亦难形成产量影响。

煤制利润修复，乙二醇产能利用率略有回升。2023年上半年煤价大幅回落，乙二醇煤制装置从亏损1000修复至盈亏平衡点，而原油相对偏强，石脑油路线依然亏损100-200美元/吨，整体装置扰动略有缓和，装置平均负荷60.62%，较去年同期回升3个百分点。2023年乙二醇产量预估1640万吨，较去年增加21%，产量增幅明显，一方面新增产能延续释放，另一方面产能利用率有所回升。展望2024年，成本偏弱下，装置利润存修复预期，预计装置扰动将进一步缓和，不过新增产能投放放缓，产量增速或有所放缓。

图表 11: 乙二醇产能、产量及开工率



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

图表 12: 煤制及石脑油制现金流



数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

图表 13: 2023 年部分及 2024 年乙二醇新增产能

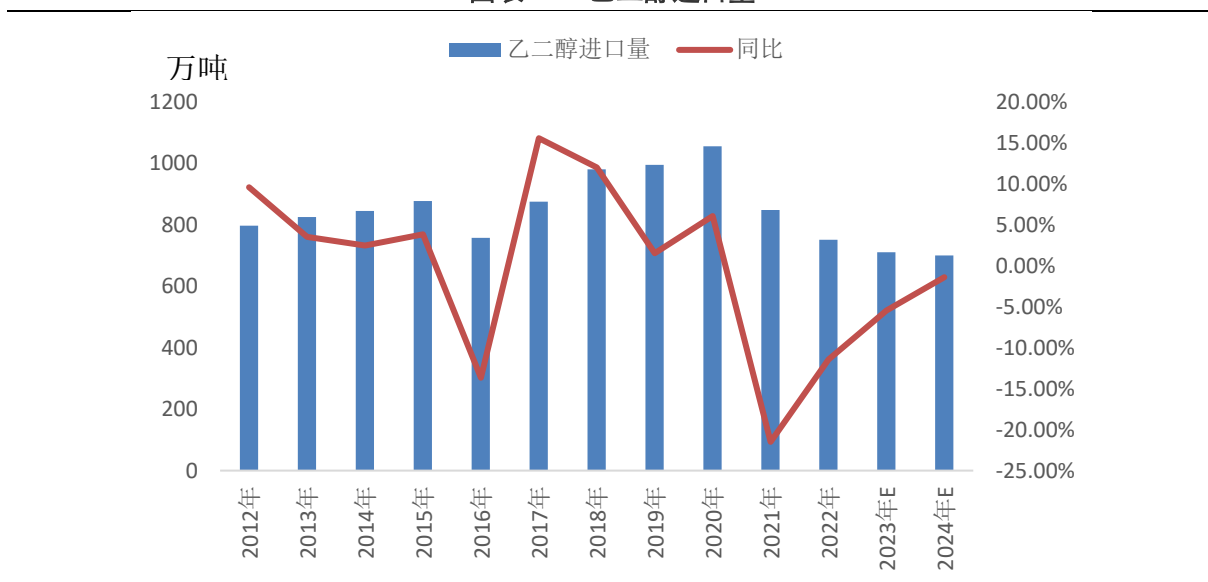
装置	产能 (万吨)	投产计划	工艺
瑜能化学	40	2023 年 12 月	煤制
新疆中昆	60	2023 年 12 月	煤制
中化学	30	计划 2024 年四季度	煤制
裕龙岛炼化 1#	80	预计 2025 年, 2024 年四季度有投放可能	油制一体化

数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

2. 国内产量延续释放及地缘影响 进口延续缩量

2023 年 1-11 月份, 国内乙二醇进口 657 万吨, 同比下降 6%, 预计全年进口量 710 万吨左右, 同比下降 6%。国内新增产能释放, 以及效益影响海外装置开工, 国内供应进一步取代进口货源。随着装置利润修复及国内新增产能投放放缓, 2024 年国内进口量预计下降或有所缓和, 不过红海事件等地缘政治对运输影响攀升, 进口量仍受影响。

图表 14: 乙二醇进口量



数据来源: Wind, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

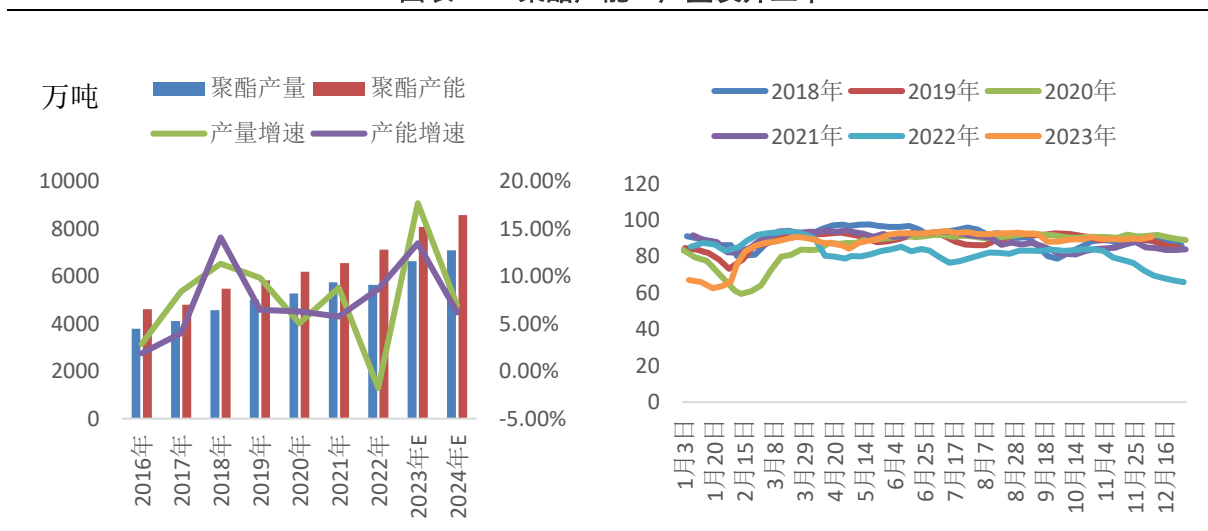
五. 需求: 高基数下 2024 年聚酯产量增速放缓

1. 2023 年聚酯产能产量高速增长 2024 年增速或放缓

截止 2023 年 12 月初, 聚酯产能 8084 万吨, 增加 960 万吨, 较去年增加 13%, 聚酯产能增速高于往年且超市场预期。此外, 从产能利用率来看, 截止目前聚酯平均负荷 87%, 较去年同期回升 4 个百分点, 预计年内聚酯产量 6640 万吨, 同比增加 18%。聚酯产量增速较大, 主要得益于产能释放及产能利用率提升, 聚酯中长丝企业库存低位及现金流尚可, 长丝出口攀升明显,

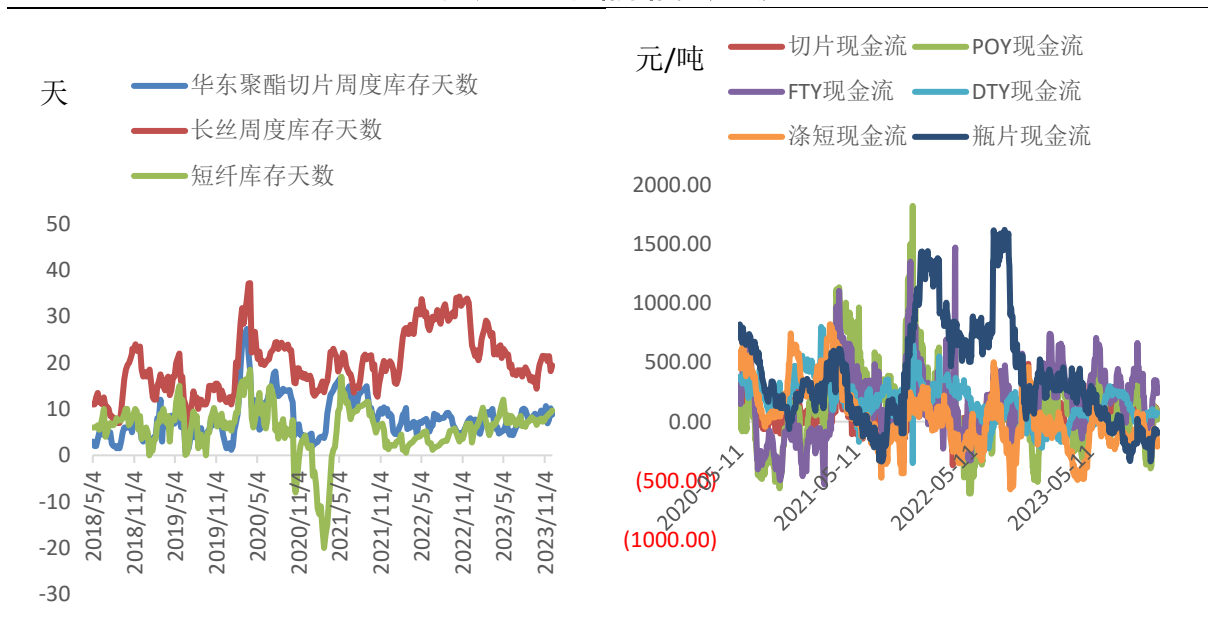
支撑聚酯较好景气度。展望 2024 年，聚酯规划产能仍有近 800 万吨，不过瓶片近 600 多万吨，瓶片持续亏损状态下，产能落地预期下降，中性预估 2024 年新增聚酯产能 500 万吨，产能增速降至 6%；从产能利用率来看，2023 年聚酯开工回升至较高水平，瓶片开工承压预期下，预计聚酯企业开工难进一步回升，聚酯产量增速或跌破 10%。

图表 15: 聚酯产能、产量及开工率



数据来源: CCF, 兴证期货研究咨询部

图表 16: 聚酯库存及现金流

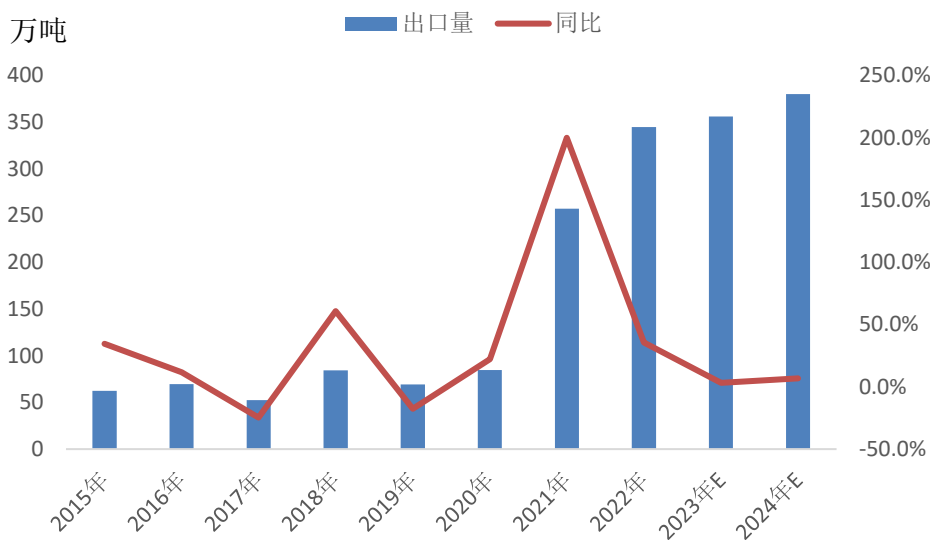


数据来源: Wind, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

2. 2023 年 PTA 出口量增放缓 2024 年或增量亦有限

2023 年 1-11 月 PTA 出口量 329 万吨，同比增加 3%，预计 2023 年出口量 356 万吨，同比增加 2.6%。国内新增产能释放下，国内 PTA 仍有价格优势，以及部分聚酯产能转移东南亚，PTA 仍维持较高出口量。2023 年 PTA 出口出现较大波动，上半年市场对印度对国内 PTA 供应商的 BIS 认证忧虑，对印度 PTA 提前出口，导致 PTA 上半年出口量出现较大脉冲，此后逐步回落。展望 2024 年，国内仍有新增产能释放，价格优势叠加部分聚酯产能转移，预计 PTA 出口量维持高位，不过海外需求走弱预期下，出口增量或受到限制。

图表 17: PTA 出口量



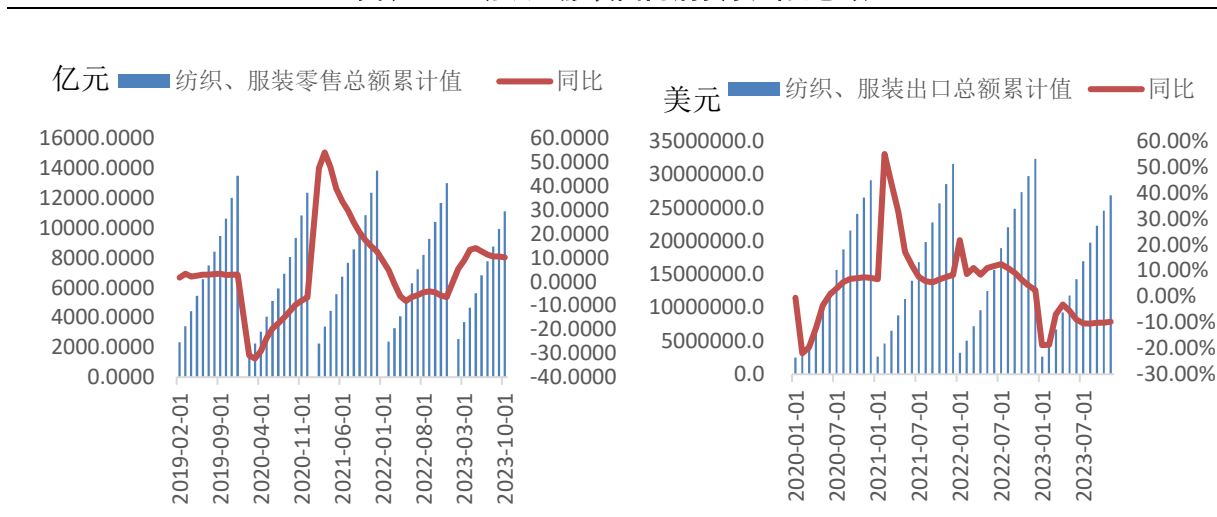
数据来源: Wind, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

3. 终端需求或仍内外分化

从终端纺织服装数据来看，2023 年 1-10 月份纺织、服装零售总额 11126.4 亿元，同比增加 10.2%，主要 2022 年受疫情影响基数偏低，较 2021 年增长仅 2.4%，较疫情前 2019 年增长仅 4.7%，因此虽然国内疫情防控政策放开后需求有一定修复，但国内经济下行压力下，需求修复力度较为有限。2023 年 1-10 月份纺织、服装出口总额 2685.6 亿美元，同比下降 9.7%，以人民币计价降幅仅 4.4%。此外从相关出口数据来看，呈现数量持稳价格下跌，从而导致出口总额下降，具体看 2023 年 1-10 月纺织业出口月度价格指数平均为 99.61，去年同期为 108.64，今年 5 月以来持续跌破 100；2023 年 1-10 月纺织服装、鞋、帽制造业出口月度价格指数平均为 101.24，去年同期 106.81；而 2023 年 1-10 月纺织业出口月度数量指数平均为 98，与去年同期持平；因此，2023 年海外经济有韧性，纺织服装需求尚可，国内保持较好出口量。展望 2024 年，随着

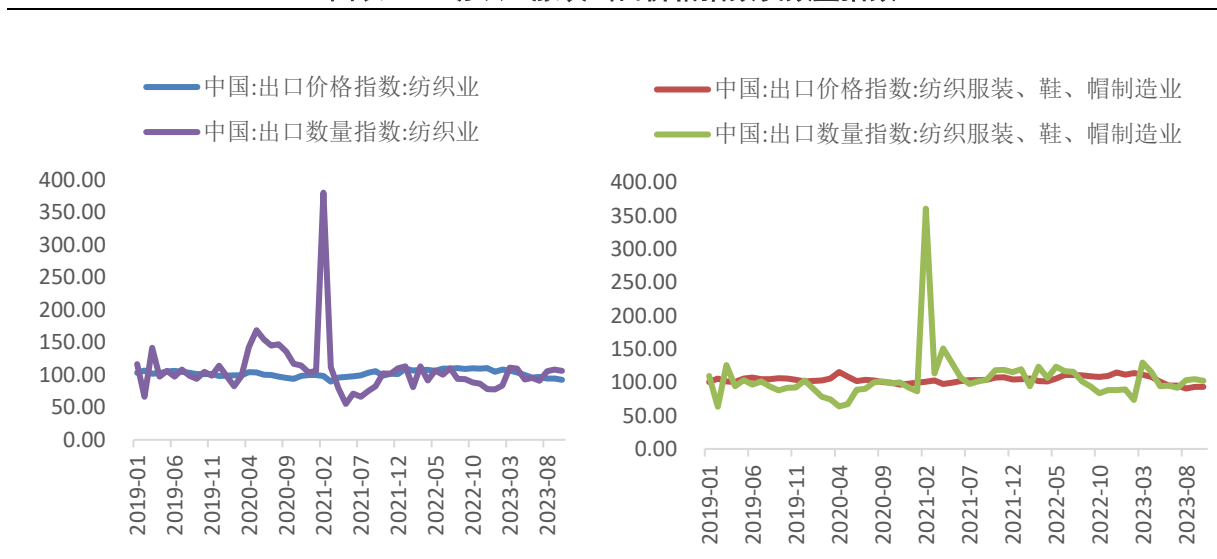
国内政策不断释放，国内需求仍有修复预期，纺织服装需求或仍有修复空间；而当下对海外经济承压预期较强，海外需求有承压可能。

图表 18：纺织、服装国内消费及出口总额



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 19：纺织、服装出口价格指数及数量指数



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

六. 库存：聚酯原料累库压力缓和

1. PTA 累库压力有所缓和

截止 2023 年 12 月中旬，卓创资讯显示 PTA 社会库存 350.7 万吨，较年初增加 144 万吨。从我们预估的平衡表来看，预计 2023 年 PTA 供应过剩 63 万吨，较资讯机构统计累库幅度较小，2023 年虽然 PTA 产能及产量高速增长，但聚酯产能及产量超两位数，缓和 PTA 过剩压力。展望

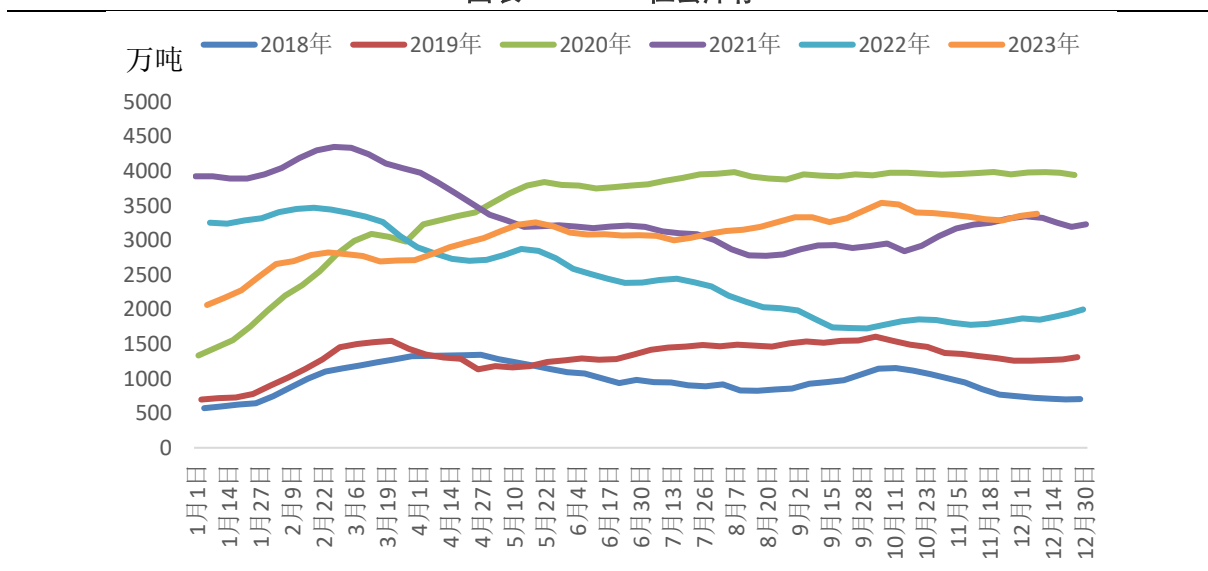
2024 年，虽然聚酯产量增速下滑，但 PTA 新增产能落地放缓，老装置有退出可能，预计 2024 年 PTA 累库压力或有所缓和。

图表 20: PTA 供需平衡表

	PTA 产量	出口量	进口量	消费量	供需平衡
2017 年	3586	52	54	3654	-66
2018 年	4090	84	77	4058	25
2019 年	4490	69	102	4441	82
2020 年	4975	85	62	4653	299
2021 年	5325	258	8	5122	-48
2022 年	5410	344	6	5048	24
2023 年 E	6335	356	2	5918	63
2024 年 E	6725	380	2	6311	37

数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

图表 21: PTA 社会库存



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

2. 乙二醇累库压力逐步缓和

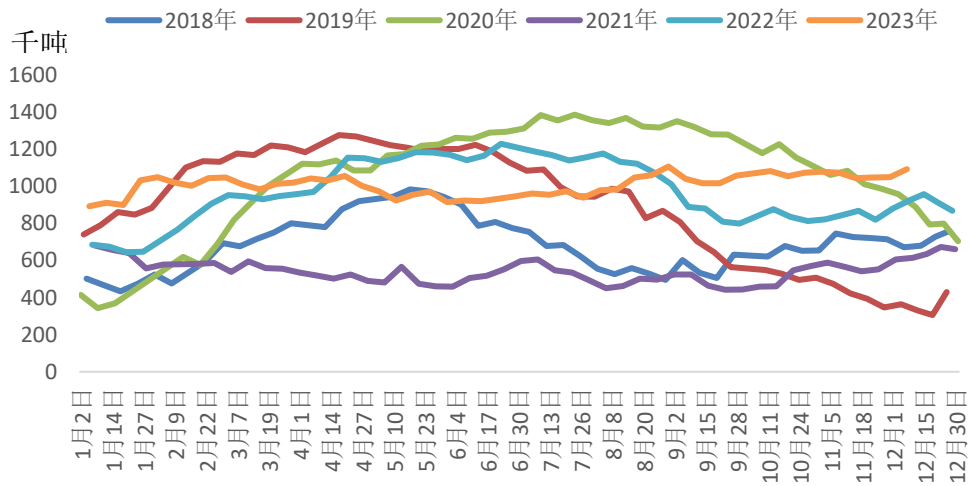
2023 年乙二醇新增产能延续投放，且装置扰动缓和，乙二醇产量创历史新高，不过聚酯产量超预期，缓和乙二醇过剩压力。截止 2023 年 11 月底，卓创统计 MEG 社会库存 241 万吨，较年初去化近 20 万吨左右，同我们追踪的供需平衡表相当；港口库存方面，截止 2023 年 12 月中旬，华东港口库存 101.57 万吨，较 1 月略有下滑。展望 2024 年，乙二醇新增投放放缓，产量增速下滑较聚酯产量增速下滑更为明显，乙二醇供应过剩压力延续缓和。

图表 22: 乙二醇供需平衡表

	乙二醇产量	进口量	出口量	需求量	供给过剩
2017年	572	875	2	1471	-26
2018年	669	980	0	1608	40
2019年	747	995	1	1747	-7
2020年	881	1055	6	1856	73
2021年	1220	848	14	2055	-1
2022年	1350	751	4	2019	78
2023年E	1640	710	10	2356	-16
2024年E	1800	700	10	2519	-29

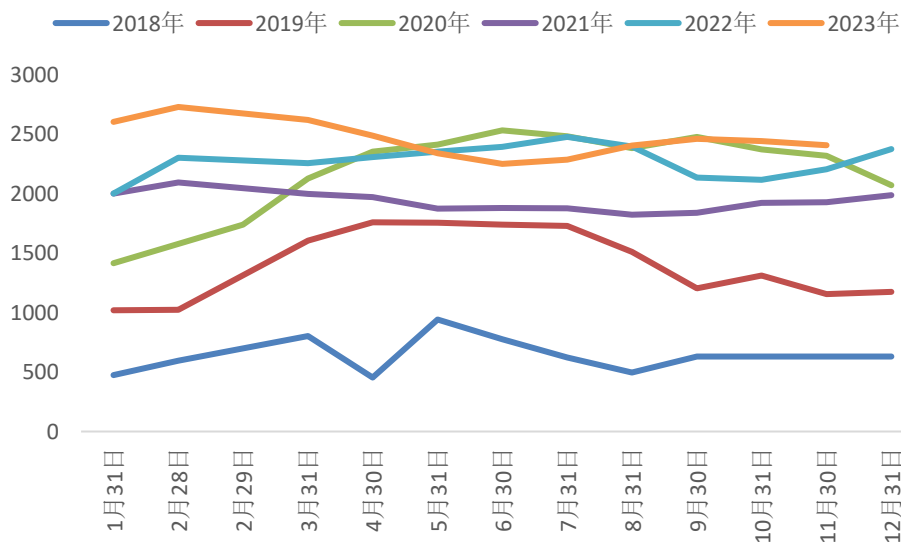
数据来源: CCF, 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

图表 23: 乙二醇港口库存



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

图表 24: 乙二醇月度社会库存



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研究咨询部

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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。