

# 能化品周度驱动及估值

 国泰君安期货研究所 能化团队

 2025/3/2

# CONTENTS

01

## 油品

原油：空配思路，关注OPEC+会议

LPG：区间震荡，估值仍低

沥青：区间震荡

燃料油：FU或强于LU

02

## 芳烃产业链

PX：趋势偏弱，多PF空PX

PTA：需求恢复不及预期，偏弱

乙二醇：估值中性，5-9正套

短纤：多PR空PF

瓶片：逢低多加工费

苯乙烯：空单止盈

03

## 烯烃产业链

甲醇：震荡偏强

聚丙烯：短期反弹 后期仍有压力

聚乙烯：短期市场仍有压力

合成橡胶：震荡承压

04

## 氯碱产业链

玻璃：短期不追空 中期震荡市

纯碱：短期震荡 后期仍有压力

尿素：偏强运行

烧碱：偏强运行

PVC：趋势仍偏弱

05

## 其他

橡胶：平台整理

纸浆：偏弱运行



# 01

油气：原油、燃料油、沥青、LPG

# 原油：空配思路，关注OPEC+会议

- 观点：

单边观望，或弱势震荡；内外价差或继续收敛

- 驱动：

1、敏感油供应恢复，原油基差走弱；

- 策略：

- 单边：SC、Brent、WTI空配思路；
- 跨期：暂时观望；
- 跨品种套利：SC-Brent价差空配持有；BD价差震荡市；

# LPG:区间震荡

- 观点:

基本面不振, 跟随成本震荡偏弱

- 驱动:

第一, 美国国内去库速度较快, 但库存水平仍处于同比高位, 远东货源供应充足

第二, 中日韩进口需求平淡, 华谊PDH装置检修在即, 暂无

- 策略:

- 单边: 无;

- 跨期: 03-04反套持有;

- 跨品种套利: 无。

# 沥青：区间震荡

- 观点：

延续区间震荡走势

- 驱动：

第一，供应水平维持低位，厂社库库存水平可控且累库速率偏缓，炼厂保有一定议价能力

第二，刚需几无，国内需求直待三月后方能陆续启动

- 策略：

- 单边：无；
- 跨期：04-05正套；
- 跨品种套利：无；

## 燃料油、低硫燃料油：FU强势减缓，LU-FU价差转入震荡

- 观点：

高低硫周内继续冲高回落，高低硫价差收窄趋势暂缓。

- 驱动：

第一，制裁存在的基础下，短期市场难以调配现货补充缺口。

第二，内盘FU、LU仓单数量较少且多头持仓占据主导，对近月合约有支撑。

- 策略：

- 单边：FU价格短期或转入震荡，关注原油端的冲击；
- 跨期：无；
- 跨品种套利：FU裂解继续维持高位；LU-FU价差底部震荡。



# 02

芳烃产业链：PX、PTA、乙二醇、涤纶短纤、瓶片、苯乙烯



# PX：短期震荡市

- 观点：

- 进一步走弱空间有限，预计7000附近震荡市。

- 驱动：

- 单边估值低位，进一步走弱空间有限，预计7000附近震荡市，关注3月份调油料市场格局对芳烃支撑。供需层面，PTA检修增加，3月份PX供需转向宽松，反套持有。中海油惠州检修推迟，PTA方面逸盛大连、恒力、海伦、仪征化纤均有检修计划，PX恭喜继续转弱，3月份累库。月差方面仍在不断创新低。然而估值角度来看，原油价格低位，PXN估值回落，单边价格估值低位，驱动仍需等待下游PTA聚酯库存压力在旺季的消化。PTA-PX价差高位，关注加工费收缩的对冲头寸。

- 

- 策略：

- 单边：无
- 跨期：5-9反套
- 跨品种：无

# PTA：单边估值合理，短期有支撑，关注下游需求

- 观点：

- 单边估值合理，短期有支撑，等待需求改善纠正此前的负反馈格局。

- 驱动

- 单边估值合理，短期有支撑，等待需求改善纠正此前的负反馈格局。供应方面，恒力惠州250万吨PTA装置重启延后，至本周四PTA负荷在78.2%；下周PTA恒力石化、海伦石化以及仪征化纤都有检修计划，预计下周周度产量萎缩至133万吨，PTA预计紧平衡。聚酯开工方面万凯重庆、江南高纤等装置预计重启，开工率稳步将稳步回升。本周聚酯开工率87.6%，恢复速度偏慢，然而关注3月份瓶片产销好转开工回升对于市场悲观情绪的修正。长丝短纤方面节后开工维持高位，关注3月中上旬织造的采购周期对于市场的正向带动作用。另外TA下跌过程中5-9月差持稳、基差回升，成交好转，产业层面点价及采购需求增加，对于当前价格形成一定的支撑，因此单边空单建议减仓，关注多TA空PF的对冲头寸。

- 

- 策略：

- 单边：5000-5200区间震荡市。
- 跨期：5-9区间操作（-30~0）。
- 跨品种：多PTA空MEG对冲操作。

# 乙二醇：震荡偏弱

- 观点：

- 震荡偏弱。

- 驱动：

- 去库幅度不及预期，但估值回归，短期45500-4700区间震荡市，5-9反套离场。本周聚酯开工87.6%恢复慢于市场预期。供应方面，近期煤炭价格持续下跌，煤化工装置利润较高，负荷提升，上周新疆天业60如期落地停车检修，陕煤30重启、未来关注兖矿40、中昆60检修落地情况，以及富德近期可能重启。油制乙二醇装置方面，扬子石化30重启生产EO为主，盛虹负荷下降。整体乙二醇负荷维持在75%左右，当周产量预计在40万吨。进口方面下周到港预计11万吨，总体周度供应量51万吨，单周需求49万吨，乙二醇略有盈余。三月上旬之前仍是累库格局。此前由于泉州、连云港地区仓单影响，贸易商普遍持有基差正套及月差反套头寸，5-9月差持续下行，对近月盘面形成抛压，近期仓单压力有所缓解，基差走强，5-9月差反套头寸建议离场。多PTA空MEG对冲操作。

- 策略：

- 单边：4550-4750区间震荡市
- 跨期：5-9正套
- 跨品种：多PTA空MEG对冲操作。

# 涤纶短纤：震荡偏弱但下方空间有限

- 观点：

- 震荡偏弱，下方空间有限

- 驱动

- (1) 供应高位，短纤节后提负积极，本周开工进一步小幅提升至88.6%。部分棉型短纤工厂复工或负荷提升，纺纱用直纺涤短开机率升至93.7%
- (2) 短纤和下游纱线的复工速度同比2024年更快，终端的织造、印染环节开工相较去年也略有领先；但下游订单一般，开工率高点预计不及往年，叠加年前补库较为充分，后续可能仍是保持刚需补库。本周权益库存16.3天（-0.1），实物库存有所去化，库存略偏高但整体可控。关注2月底、3月中旬下游补库情况。
- (3) 单边价格主要跟随成本震荡偏弱但下方空间有限，等待成本或需求支撑体现。短纤自身开工相对较高，关注多PR空PF头寸。

- 

- 策略：

- 单边：无
  - 跨期：无
  - 跨品种：多PR空PF，逢高空加工费



# 瓶片：逢低做多加工费

- 观点：

- 震荡偏弱但下方空间有限，滚动做扩PR-PF价差

- 驱动

- (1) 旺季低开工，累库缓解。瓶片开工负荷72%，显著低于历史同期水平；需求端饮料大厂维持节后提负节奏，低价采购补货意愿较强。3月上旬由于装置检修和工厂考虑交割，部分现货可能偏紧。当前逸盛海南110万吨重启可能延迟，另外逸盛大连可能也会配合原料PTA减产。3-4月瓶片工厂可能仍然维持75%-80%的平均开工，单月平衡表来看供需基本持平，累库缓解。
- (2) 单边价格主要跟随成本震荡偏弱但下方空间有限。近端装置检修维持，现货偏紧走强有望带动盘面加工差，400-500区间滚动做多加工费、多PR空PF持有。

- 策略：

- 单边：无
- 跨期：期现正套
- 跨品种：逢低做多加工费，多PR空PF

# 苯乙烯：空单止盈

## ● 观点：

- 空单止盈，原油不深跌的基础上，下方空间有限

## 驱动：

(1) 需求：纯苯和苯乙烯下游目前仍然维持高开工、高库存、低利润。下游目前实际降低负荷较少，但是终端成品库存均在累，且目前开工利润不佳。3月之后纯苯下游降负大概率增加。苯乙烯下游需求仍然较好，ABS继续招标，EPS开工快速回归，需求韧性较强。但是目前ABS、PS、EPS均有胀库压力，并且3月超卖情况低于预期，增量需求一般。3月苯乙烯下游降负荷不多，维持高需求。

(2) 库存：市场对3月之后纯苯、苯乙烯双去库较为乐观，但是实际3月可能整体维持平衡，去库不明显。1-2月抢跑较多，导致目前全产业链高库存。纯苯隐性库存压力较大，且市场多头明显低估进口量，韩国、中东、东南亚对中国的出口潜力持续释放。苯乙烯春节期间工厂库存累库明显，2月中下旬市场需消化这部分工厂货。市场逐步关注到这部分隐性库存压力，2月下旬以消化中间环节库存为主。3月纯苯、苯乙烯供需基本平衡，实际去库幅度或有限。

(3) 供应：近期炼厂故障频发，关于供应减产的消息较多。多为短停，影响3月下到4月的苯乙烯供应，但是会外卖纯苯至山东地区。地炼开工偏低对芳烃外卖量影响明显，但是随着后续华东-山东物流恢复，山东地区价格将逐步转弱。并且山东地区开始有美金船货补充，后续纯苯缺货概率不大。

## 策略

- 单边：空单止盈。
- 跨期：无
- 跨品种：压缩bzn

# 03

## 烯烃产业链:甲醇、聚丙烯、聚乙烯

# 甲醇：震荡偏强

- 观点：

- 震荡偏强

- 驱动：

- 甲醇内地开工开始大幅下滑，港口库存开始去化。甲醇逐步从高库存、高产量、高利润转化为低库存、低产量、高利润格局，短期处于多配格局。阶段性MA-PP流畅。MTO工厂陆续重启，并且传统下游MTBE、甲醛、醋酸等开工也在陆续恢复，下游工厂的囤货需求逐步增加，支撑甲醇内地需求。周末，伊朗在霍尔木兹海峡扣押以色列船只，为后续地缘政治不确定性加码。短期甲醇多配。

•

- 策略：

- 单边：震荡偏强
- 跨期：无
- 跨品种：买MA空PP



# 聚丙烯：短期反弹 后期仍有压力

驱动

首先、随着此前市场持续下滑，时间线来到3月“两会”窗口期，下游订单逐步积累，市场对价格低位偏谨慎，尤其今年装置提前检修，往年在4月开启的春季检修，今年在2月-3月即开启。这使得市场出现阶段性反弹；

第二、站在中期角度看，供应端新增产能压力主要集中在上半年，而需求端虽有春季回来后的市场短暂恢复，但总量存在隐患，一方面是外部贸易战因素，另一方面是国内加工端高产能、低利润结构难以持续支撑市场持续好转，因此后期市场仍有压力；

第三、从宏观角度看，出口市场近年来较好，对国内聚烯烃市场需求有支撑。2025年需要密切留意美联储降息节奏，降息越快则可能意味着衰退越迅速，出口压力越大，降息越慢，则出口支撑仍在。在贸易战方面，未来仍有较多不确定性，未来仍有可能出现美国对中国进一步加关税的可能。

策略：

- 单边：低位支撑7200-7300，高位压力7650-7700。
- 跨期：暂不参与
- 跨品种：无



# 聚乙烯：短期市场仍有压力

## ● 驱动：

- 首先、聚乙烯下游开工率持续上涨，地膜旺季陆续开启，补库力度增强，所以生产企业库存开始去化，使得近期市场走势略显偏强。需要看到供应端新增产能压力以及需求淡季压力仍在，市场后期仍有压力。
- 从供应端来看，3月埃克森美孚（惠州）、内蒙宝丰及山东新时代共153万吨产能投产，叠加3月为传统检修淡季，国内供应压力较大，基差强势格局难持续，因而市场向上的弹性会相对有限。
- 从各个下游看，地膜需求旺季，订单跟进尚可，西北、西南地区地膜订单增加，开工提升，本周农膜整体开工率较前期+7.19%。包装行业订单陆续跟进，PE包装膜开工率较前期+3.78%，对于价格起到支撑作用。管材企业工厂缓慢复工，受订单情况影响，开工率差距较大，市场观望气氛浓厚，近期工厂多以消耗自身库存为主。

## ● 策略

- 单边：中期趋势偏弱，**05合约上方压力7900-8000**，下方支撑**7600-7700**  
跨期：暂不参与  
跨品种：无

# 合成橡胶：震荡偏强

## ● 观点：

- 顺丁橡胶表需逐步提高，合成橡胶产业链基本面对价格驱动有所转强。从估值视角来看，伴随丁二烯有所上涨，顺丁橡胶动态估值区间下沿有所上移。因此，短期顺丁橡胶偏强运行，NR-BR价差走缩。中期，主要关注顺丁橡胶替代需求增加的量级，后续顺丁橡胶库存及表需数据仍是关注的重点。

## ● 驱动：

- 目前顺丁橡胶期货基本面静态估值区间为13300-14200元/吨，动态估值区间由于丁二烯转强，预计有所上移。上方估值而言，盘面14200-14300元/吨或为基本面上方估值高位。当主力BR2404合约升水山东地区市场价100元/吨左右（单月持仓成本90元/吨附近），盘面产生持现货抛盘面的无风险套利空间，套保头寸将逐渐使盘面上方空间压力增大。下方估值而言，丁二烯预计从成本端对顺丁价格形成支撑。预计盘面13300元/吨为下方的理论估值底部区间。顺丁的理论完全成本估算主要基于丁二烯价格 $\times 1.02 + (\text{辅剂} + \text{人工}) = 11600 \times 1.02 + 2500 \approx 14300$ 。实际完全成本来看，据工厂差异，固定费用从1500至2500元/吨不等，因此最低成本约在13300元/吨附近（ $11600 \times 1.02 + 1500$ ）。
- 单边：逢低多思路对待，静态区间【13300-14200】，动态区间预计偏强。
- 跨期：暂无
- 跨品种：短期NR-BR价差走缩，中期震荡格局

04

# 氯碱产业链：玻璃、纯碱

# 玻璃:短期不追空 中期震荡市

驱动:

第一, 各地成交一般, 一季度市场可能仍然面临压力, 一方面是当前供应端厂家库存已经恢复至高位, 另一方面贸易商库存较高, 此种情况需要房地产市场明显超预期才能短期迅速去库, 否则市场库存下降至合理位置需要时间;

第二、趋势上多头交易的核心支撑主要在政策端支撑预期好于往年, 政策资金保障加强后保交楼落地预期增强, 现货价格较低, 处于历史价格25%分位以下、厂家亏损、未来玻璃厂减产预期较强等因素;

第三、空头交易房地产市场难有趋势上实质性好转, 期货高升水不利于多头接货, 贸易端囤货未来如果没有地产市场持续好转做支撑, 最终会成为市场压力;

策略:

- 单边: 低位支撑1200-1220, 未来压力1330-1350;
- 跨期: 买远空近;
- 跨品种套利: 暂不参与;



# 纯碱：短期震荡 未来高位仍有压力

## 驱动：

第一、短期市场交易部分厂家潜在交付订单较多，部分厂家检修提前。另一方面近期市场仓单持续攀升、厂家价格震荡偏弱又限制了市场反弹空间；

第二、纯碱趋势核心仍然是高产量、高库存。需要注意未来二季度以后玻璃产业是否仍然维持持续减产，从过往经验看，二季度一般玻璃行业倾向复产。在供应端纯碱上半年仍然维持新增产能陆续投产，二季度-三季度纯碱行业检修高峰期是否保持较高检修比例非常关键；

第三、纯碱此前低位时期价格面临一定程度的倒挂，部分区域重碱价格与轻碱价格或持平或倒挂。未来需要注意重碱转轻碱，轻碱出口这一链条的支撑，当然总量趋势 仍然难以改变，高产量、高库存、弱基差态势最终需要纯碱以减产来终结，往年在一季度末或二季度初左右会交易出口好转、下游补库、供应收缩等因素。

## ● 策略：

- 单边：短期偏弱，低位支撑1300-1340，未来高位压力1550-1600；
- 跨期：买远空近；
- 跨品种：暂不参与。

# 烧碱：偏强运行

## ● 驱动

- 首先，在前期烧碱下跌过程中，03合约的交割问题被重点交易，主要因现货持续降价以及多头接货成本高。同时，前期片碱非标套利和持有02仓单转抛03合约的头寸得以平仓，仓单成为市场最低价，对现货市场形成冲击，加剧了市场负反馈。不过，由于03合约贴水幅度较大，低价时多头接货意愿较强，导致03合约开始止跌反弹。目前的价格上，仓单可以很顺利地流出市场，未来的交割压力大幅减小。
- 第二，非铝下游需求持续环比回升，但因前期现货的降价趋势导致市场各个环节备货谨慎。后期要关注囤货需求的再次兴起，尤其在50碱方面，氧化铝新产能投产前存在大量备货需求，出口和华南同样对50碱有较强支撑。
- 第三，当前耗氯下游的弱势会影响烧碱的供应弹性，液氯大幅补贴，导致烧碱成本抬升，利润近期持续下滑。后期3-4月山东地区面临检修，市场会变成低产量、低利润结构，结构偏强。
- 策略：单边：多单持有，逢低多，下方支撑2800。  
跨品种：无。  
跨期：反套止盈。

# PVC：趋势仍偏弱

- 观点：

2025年PVC趋势压力仍较大，整体行情难言乐观。上半年高产量，高库存的结构难以缓解，尤其03合约仓单集中注销之前，近月多头需承担巨大的接货压力，期货价格将受到持续压制。

- 驱动：

- 高产量的结构短期难以改变：冬季PVC整体检修量偏低，高产量格局持续。同时，2025年在烧碱需求支撑强，或维持较高利润，氯碱产业链以碱补氯仍将会是长期趋势，这也加大了PVC自身因亏损导致大规模减产的难度。
- 高库存的压力持续：PVC出口市场竞争压力增大，出口仍会受印度临时加征反倾销税和BIS认证影响，虽然海外集中补库能带来PVC库存短期的快速去化，但补库动作时间较为短暂。内需来看，与地产相关的PVC下游制品需求同比仍偏弱，企业备货意愿低。2025年，政策端的刺激有助于市场信心恢复，但需求端的明显回暖或难以立竿见影。

- 策略：

- 单边：逢高空
- 跨品种：作为空配

# 尿素：震荡运行

## ● 观点：

当前盘面呈现强现实弱预期状态下的震荡博弈格局。强现实主要体现在复合肥行业开工率维持高位，对原料需求连续释放。今年复合肥对尿素整体集中采购有所提前，呈现部分需求前置的状态。因此，连续两周呈现生产企业库存下降的状态，预计下周尿素生产企业库存仍下滑，主要体现在内蒙地区。弱预期主要体现在三月的农业需求空档期。根据季节性来看，尿素需求或有阶段性转弱且储备货源正在陆续投放市场，尿素基本面有边际宽松的预期产生。整体而言，尿素处在强基本面格局但边际转弱的状态之下，预计现货及期货均震荡运行。日内走势主要关注尿素现货价格下调之后的当日成交情况。

## ● 驱动：

本周从周三开始尿素现货成交连续转弱，周末现货价格有所回调。中期来看，由于复合肥行业开工率维持高位，下游的原料刚需补库对低价现货形成支撑，因此预计现货或呈现降价后成交好转的震荡格局，陆续释放的农业及工业需求对低价现货形成支撑。

## ● 策略：

- 单边：短期单边偏震荡，下方有支撑
- 跨期：5-9短期反套，后续伴随现货成交好转变为正套
- 跨品种：暂无



# 05

其他：橡胶、纸浆

# 天然橡胶：平台整理

## ● 观点：

基本面变动不大，进入低产季，原料持稳，胶价向下空间有限。同时季节性累库，市场情绪较为谨慎，抑制上涨空间。预计短时市场僵持博弈，天然橡胶平台震荡整理为主。

## ● 驱动：

◆ 据隆众资讯统计，截至2025年2月23日，青岛地区天胶保税和一般贸易合计库存量57.56万吨，环比上期增加0.7万吨，增幅1.23%。保税区库存6.74万吨，增幅0.44%；一般贸易库存50.82万吨，增幅1.34%。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率增加1.23个百分点，出库率增加0.84个百分点；一般贸易仓库入库率增加0.88个百分点，出库率减少0.52个百分点。

◆ 截至2025年2月23日，中国天然橡胶社会库存137.3万吨，环比增加0.3万吨，增幅0.23%。中国深色胶社会总库存为79.6万吨，环比增加0.7%。中国浅色胶社会总库存为57.6万吨，环比降0.5%。

◆ 本周中国半钢胎样本企业产能利用率为80.02%，环比+0.05个百分点，同比+1.15个百分点。本周中国全钢胎样本企业产能利用率为68.15%，环比+1.79个百分点，同比-1.65个百分点。

◆ 据最新数据显示，2025年1月，泰国出口天然橡胶（不含复合橡胶）为23.8万吨，同比增6%。其中，标胶出口13.7万吨，同比增5%；烟片胶出口3.5万吨，同比增9%；乳胶出口6.5万吨，同比增8%。1月，出口到中国天然橡胶为8.9万吨，同比增48%。其中，标胶出口到中国为5.1万吨，同比增9%；烟片胶出口到中国为1.1万吨，同比大增；乳胶出口到中国为2.7万吨，同比增125%。1月，泰国出口混合胶为15.3万吨，同比增56%；混合胶出口到中国为14.9万吨，同比增57%。综合来看，泰国1月天然橡胶、混合胶合计出口39.1万吨，同比增21%；合计出口中国23.8万吨，同比增54%。

## ◆ 策略：

● 单边：预计短线高位调整，处于平台整理阶段，短期建议观望

● 价差：中长线依然看深浅色价差收敛

# 纸浆：偏弱运行

## ● 观点：

- ◆ 需求情绪表现欠佳，外盘支撑进口浆高位成本，供需市场继续博弈，从盘面走势仍处于下行通道中，港口累库未明显好转，近期国产浆整体气氛急转直下，尽管主力浆企仍在积极挺市，但受需求长期萎靡及下游抵触情绪影响，部分货源商谈重心出现下移趋势，也拖累进口浆市场。3月下旬后教材印刷订单进入交付期，文化纸备货量决定去库速度。下周纸浆市场或将延续震荡偏弱格局，纸浆市场处于“强预期”与“弱现实”的博弈阶段，短期缺乏明确方向性驱动。建议关注港口库存去化速度及外盘报价落地情况。

## ◆ 驱动：

- ◆ 截止2025年2月27日，中国纸浆主流港口样本库存量：230.0万吨，较上期上涨2.7万吨，环比上涨1.2%，库存量在本周期呈现累库走势，主港库存由去库转为累库走势。本周期纸浆国内主流港口青岛港库存呈现累库的走势，港内出货速度变动不大，阔叶浆数量多余针叶浆数量。本周期常熟港库存呈现窄幅去库走势，周内出货超13万吨。本周期其余主港库存数量区间内变动不大，维持正常库存变动。整体来看，港口库存处于年内高位水平，本期国内主流港口样本库存呈现小幅累库的走势。（保定库因内部原因暂时无法公布数据，本周纸浆库存样本剔除保定库。）
- ◆ 据隆众资讯2月28日报道：亚太森博浆线将于4月进行停机检修，预计减少阔叶商品浆供应9万吨左右，仅维持长协客户供应。
- ◆ 据隆众资讯2月28日报道：据Europulp数据显示，2025年1月份欧洲港口纸浆月末库存量环比+0.4%，同比+13.3%，库存总量由12月末的144.5万吨上涨至145.1万吨。

## ● 策略：

- 单边：区间操作思路，【5800-6300】
- 针阔价差或维持高位，可结合船期、现货做调整和布局

# 全品种周度强弱排序

- 强势品种:

- 原油、烧碱、合成橡胶

- 中性品种:

- PX、PTA、MEG、短纤PF、瓶片PR、纸浆、天胶、PE、苯乙烯、甲醇、PP、玻璃、纯碱、PE、尿素

- 弱势品种:

- PVC



国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。



THANK YOU  
FOR WATCHING