



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

王清清 研究员

投资咨询资格号

Z0014823



南华期货研究 NFR

2020 商品季度报告

PTA/EG

秋意渐凉

摘要

经历二季度短暂的产能投放空窗期后，TA 和 EG 再度面临新产能扩张压力，而下游需求受到海外疫情冲击恢复相对缓慢，供需面承压明显，中长期对价格形成较强压制。当前时点处于秋冬季节，欧美地区疫情二次爆发风险加剧，需求端面临收缩风险，宏观情绪偏弱，叠加供需面压力，拖累 TA 和 EG 走势，价格二次探底。但市场最坏的阶段已经过去，加上绝对价格处于历史低位，我们认为前期低点附近仍存在较强支撑，继续做空性价比显然不高，逢低买入或是较好选择，当然未来价格的上涨更多还是依赖成本端的推动，对于 PTA 来说还包括上游 PX 利润的修复。相对于 EG 来说，PTA 供需面压力更大，四季度伴随着加工费的压缩，将迎来产能淘汰周期。对于中长期走势，我们维持原来判断，预计仍以底部宽幅震荡为主，难现趋势性上涨行情。

对于四季度行情，相对于此前半年报价格区间做一定修正，预计 PTA 价格核心波动区域为 3200-3800 元/吨，EG 价格核心波动区域为 3300-4000 元/吨。

风险点：1、全球疫情超预期蔓延；2、原油超预期下滑；3、宏观系统性风险。

目录

第 1 章	行情回顾	4
第 2 章	聚酯产业链供需分析	6
2.1.	纺服消费复苏依然坎坷	6
2.1.1.	内需消费回暖势头不变	6
2.1.2.	欧美市场积极复工，纺服出口环比改善	6
2.1.3.	疫情秋冬季二次爆发风险加剧	7
2.1.4.	纺服行业景气度探底回升	8
2.2.	PET 及终端市场分析	9
2.2.1.	聚酯龙头企业加快扩张步伐	9
2.2.2.	聚酯环节存在隐忧	11
2.2.3.	织造环比改善，持续性存疑	12
2.2.4.	全年聚酯产量增速预估 4.3%	13
2.3.	PTA 市场分析	14
2.3.1.	新产能推进投产，供应压力山大	14
2.3.2.	加工费压缩成定局	15
2.3.3.	10 月检修集中，检修意愿偏强	16
2.3.4.	高库存常态化，装置或减产	17
2.4.	乙二醇市场分析	19
2.4.1.	新装置投产稳步推进	19
2.4.2.	国内供应逐步回归，开工上行阻力增强	20
2.4.3.	潜在供应增量较多，天量库存难以实质性去化	21
2.4.4.	乙二醇生产效益分析	22
2.5.	上游成本分析	23
2.5.1.	油价波动影响化工品成本重心	23
2.5.2.	利润再分配，PX 加工差刷新下限	24
2.5.3.	需求增量出现，供需矛盾或缓和	25
第 3 章	价差结构及操作策略	25
3.1.1.	价差结构分析	25
3.1.2.	价格预测及操作建议	26
	免责声明	28

图表目录

图 1.1:	PTA 主力合约走势	5
图 1.2:	乙二醇主力合约走势	5
图 2.1.1:	2015-2020 年服装鞋帽、针、纺织品销售情况	6

图 2.1.2: 2015-2020 年纺织服装、服饰业出口情况.....	7
图 2.1.3: 国外疫情新增趋势	8
图 2.1.4: 2008-2020 年纺织服装、服饰业企业景气指数.....	9
图 2.1.5: 2008-2020 年国内纺服上市公司营收增速.....	9
表 2.2.1: 2020 年聚酯新产能投产情况.....	10
图 2.2.1: 2017-2020 年聚酯负荷变化情况.....	12
图 2.2.2: 聚酯产品现金流情况	12
图 2.2.3: 聚酯产品库存天数情况	12
图 2.2.4: 2017-2020 年江浙织机开工负荷.....	13
图 2.2.5: 2017-2020 年织造企业坯布库存天数.....	13
图 2.2.6: 2011-2020 年国内聚酯产能产量变化.....	134
表 2.3.1: 2020 年 PTA 新产能投放情况.....	14
图 2.3.1: PTA 加工费变化趋势.....	15
图 2.3.3: 2019-2020 年 PTA 装置检修及意外产能统计.....	16
表 2.3.2: 10-11 月份国内 PTA 装置检修情况.....	17
图 2.3.3: 2017-2020 年 PTA 负荷变化情况.....	17
图 2.3.4: 国内 PTA 供需情况	18
图 2.3.5: 国内 PTA 装置成本分布	178
表 2.4.1: 2020 年乙二醇实际投产情况.....	19
图 2.4.1: 2015-2020 年国内乙二醇开工负荷变化.....	20
图 2.4.2: 2015-2020 年国内乙二醇主港库存变化.....	21
图 2.4.3: 2017-2020 年国内乙二醇供需情况.....	22
图 2.4.4: 外盘石脑油制乙二醇利润	22
图 2.4.5: 外采乙烯制乙二醇利润	22
图 2.4.6: 内盘甲醇制乙二醇利润	23
图 2.4.7: 煤制乙二醇利润（华东煤价基准）	23
图 2.5.1: 原油及下游价格走势	23
图 2.5.2: PTA-布伦特价差（人民币计）走势	23
表 2.5.1: 2020 年 PX 产能投放情况.....	24
图 2.5.3: PX-石脑油价差走势	24
图 2.5.4: 国内 PX 供需情况	25
图 3.1.1: 2016-2020 年 PTA 基差变动.....	26
图 3.1.2: TA9,1 价差变化情况.....	26
图 3.1.3: 2018-2020 年 EG 基差变动.....	26
图 3.1.4: EG 9,1 价差变化情况.....	26

第1章 行情回顾

一季度 PTA 大幅跳水。春节前受到下游需求季节性回落影响，PTA 价格表现偏弱，市场等待节后需求恢复。但春节长假期间，国内疫情超预期蔓延，同时油价大幅下挫，节后归来市场恐慌情绪较重，节后首日价格封死跌停。之后国内疫情得到控制，市场情绪扭转，PTA 开启一波反弹修复行情。2 月底开始海外疫情开始蔓延，加之沙特与俄罗斯谈判破裂，在增产预期下原油开始一波史诗级别的跳水，能化板块遭受重创。成本端的显著下滑把 PTA 价格带入深渊，绝对价格持续创下历史低位。

二季度 PTA 探底回升。4 月初 OPEC+ 减产协议落地，油价大幅拉升，市场做多热情较高，成本端推动 TA 反弹。但好景不长，海外疫情蔓延带来需求端下滑的幅度大于供应端的减产力度，国际油价反弹后再度暴跌，将 TA 价格拖入深渊，期间 2005 合约创下 3028 元/吨最低价。进入 4 月底后，海外疫情出现转机，欧美国家开始积极复工，加上 5 月份 OPEC+ 正式落实减产，市场预期明显改善，油价节节攀升。在成本端和需求端回暖预期双重助推下，TA 价格逐步走高。

三季度 PTA 高位回调。进入三季度后，油价高位盘整，缺乏成本端指引，PTA 反弹动力减弱，加之恒力石化 5# 装置分 2 次投产，供需面压力下 PTA 价格高位回调。8 月份终端进入淡旺季转换时点，需求环比改善，市场信心开始恢复，叠加供应端 PTA 装置检修及降负偏多，阶段性去库预期支撑下，行情开始反弹，但高库存制约下，高度相对有限。之后受到偏高的加工费提振，部分供应商推迟和取消检修计划，去库预期落空，加之 PTA 新产能临近投放，盘面再度承压下行。

一季度乙二醇走势先扬后抑，春节后深度下跌。年初受到现货流动性偏紧支撑，现货大幅升水盘面，乙二醇期现价格表现强势，继续保持上涨势头，之后 05 合约在前期高点附近见顶回落。伴随着港口到货入库的恢复，现货流动性拐点显现，市场情绪重回理性，基差开始走弱，期价震荡下行。春节长假归来，原油大幅下挫带动乙二醇油制路线成本下移，节后首日乙二醇价格封于跌停。次日市场情绪修复，乙二醇开启一波反弹行情。进入 3 月以后，伴随着油价自杀式下跌，空头气势汹汹，乙二醇价格同步跳水。

二季度乙二醇价格先抑后扬。3 月 30 日乙二醇 2005 合约创下 2926 元/吨的最低点，4 月份初随着原油价格的大幅走强，前期空头集中减仓，盘面出现明显反弹。之后油价再度下滑，乙二醇出现二次探底走势，但未创新低。其后虽然跟随化工板块出现上涨，但整体力度偏弱，上方 3800 元/吨以上面临煤制路线成本区域，屡次冲高遭遇市场明显抛压后回落，价格始终处于油制路线和煤化工成本区域之间震荡，难以走出方向。

三季度乙二醇重心上移。进入 7 月份，国内供应压缩至低点，但乙二醇港口库存拐点难以显现，市场心态转弱，拖累盘面下行。之后伴随着海外装置检修，加之部分国家因疫情造成封锁，乙二醇进口量出现明显缩紧预期，盘面探底回升。之后国内供应始终

处于低位，而需求端因传统旺季即将来临，开始环比改善，支撑价格延续反弹。同时随着价格走高，乙二醇各个生产路线现金流开始恢复，国内开工逐步回升，叠加 9 月几套新产能即将投产，利空市场心态，进入 9 月份后，盘面高位承压明显，出现一波明显的调整。

图 1.1：PTA 主力合约走势



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2：乙二醇主力合约走势



资料来源：Wind 南华研究

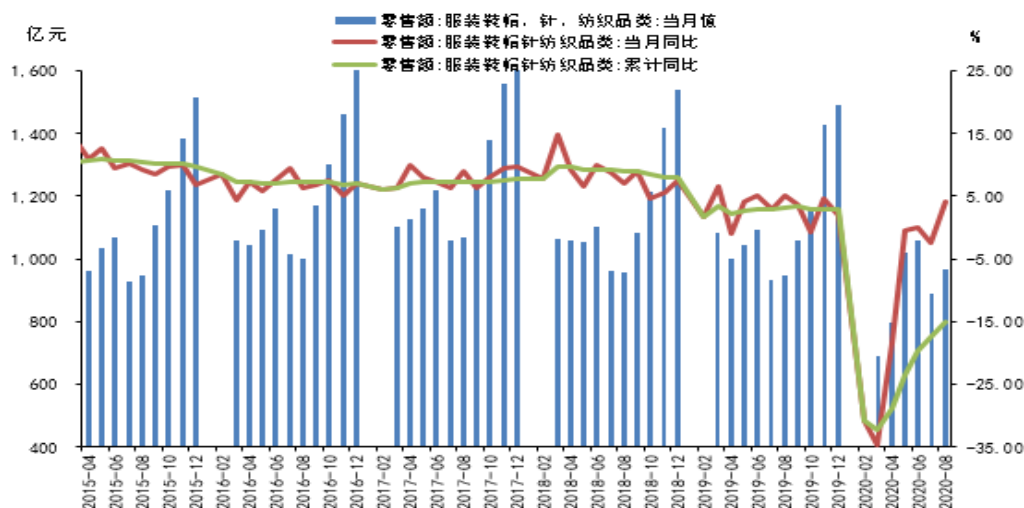
第2章 聚酯产业链供需分析

2.1. 纺服消费复苏依然坎坷

2.1.1. 内需消费回暖势头不变

春节前后国内疫情的爆发对于纺织服装内需消费造成较强的短期负面冲击，纺织服装零售额出现断崖式下跌。3 月份国内疫情过后也没有出现所谓的报复性反弹消费，市场倾向于逐步回暖，进入 5 月份以后，特别是五一长假之后，整体内需消费开始发力，恢复势头更为明显。国家统计局数据显示，2020 年 1-8 月国内社会消费品零售总额中服装鞋帽、针纺织品类同比下滑 15.0%，其中 8 月实现同比增幅 4.2%。2003 年那场非典疫情令人记忆深刻，但由于当前国内经济增速和经济结构与 2003 年存在较大差异，所以国内消费难以像 2003 年下半年快速恢复。对于未来内需消费情况，更趋向于缓慢提升，逐步回归此前正常水平。

图 2.1.1： 2015-2020 年服装鞋帽，针、纺织品销售情况



资料来源：Wind 南华研究

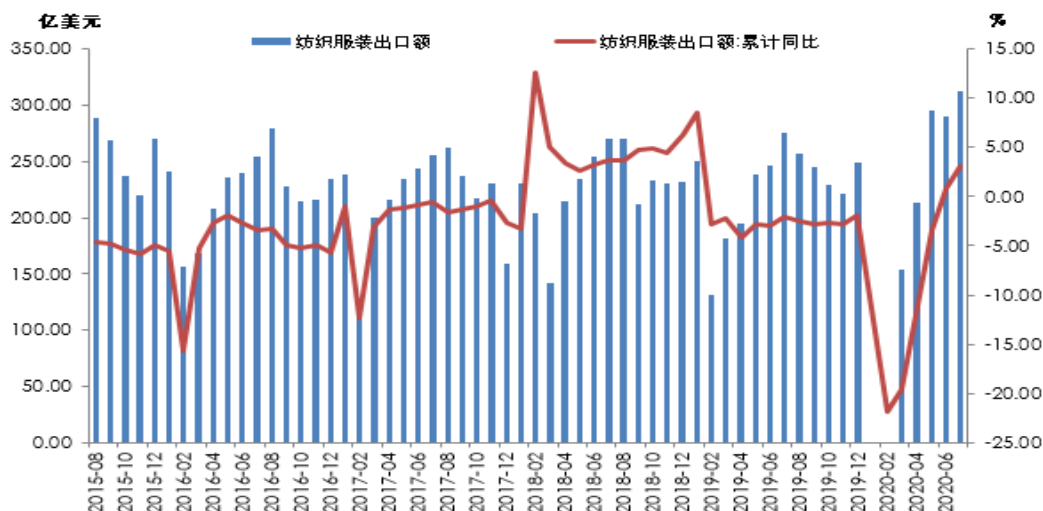
2.1.2. 欧美市场积极复工，纺服出口环比改善

在全球疫情的冲击下，我国纺织品服装出口降幅甚至一度超过了金融危机发生后的 2009 年。进入 4 月份，国内疫情接近尾声，但海外疫情仍在蔓延发酵，各国所采取的各种限制性措施，大幅抑制了人们的消费热情和消费能力，尤其是以服装为代表的可选消费品市场需求陷入低谷。与传统服装产品出口急剧下滑相反的是，国际市场对相关防疫物资的需求激增，使得口罩、防护服出口成为我国纺织品服装出口的重要支撑，之后欧美国家疫情好转，防疫用品出口增速下滑。

5 月份之后，全球多个国家和地区开始放松经济限制措施，同时复工复产也有序进

行,这使得三季度海外零售出现边际改善,欧美主要国家经济已迈过“至暗时刻”。对于国内纺织服装外贸企业而言,欧美地区是我国纺织服装的第一和第二大出口地区,占据出口份额 30%以上。这两大地区积极复产复工,使得三季度纺织服装的出口环境出现了明显改善,传导至国内订单方面,7-8 月份外贸订单回暖较为明显。海关数据显示,我国纺织品服装出口 1-8 月实现了同比 5.62% 的增长。8 月当月在口罩等防疫类纺织品的持续推动下,我国纺织品出口额为 147.2 亿美元,同比增长 46.96%;服装出口额 162.1 亿美元,同比增长 3.23%,是年内持续 7 个月负增长后首次恢复月度正增长。但考虑到近期人民币汇率持续升值,我国纺织服装的出口竞争力将出现下滑,出口复苏之路依然坎坷。

图 2.1.2: 2015-2020 年纺织服装、服饰业出口情况



资料来源: Wind 南华研究

2.1.3. 疫情秋冬季二次爆发风险加剧

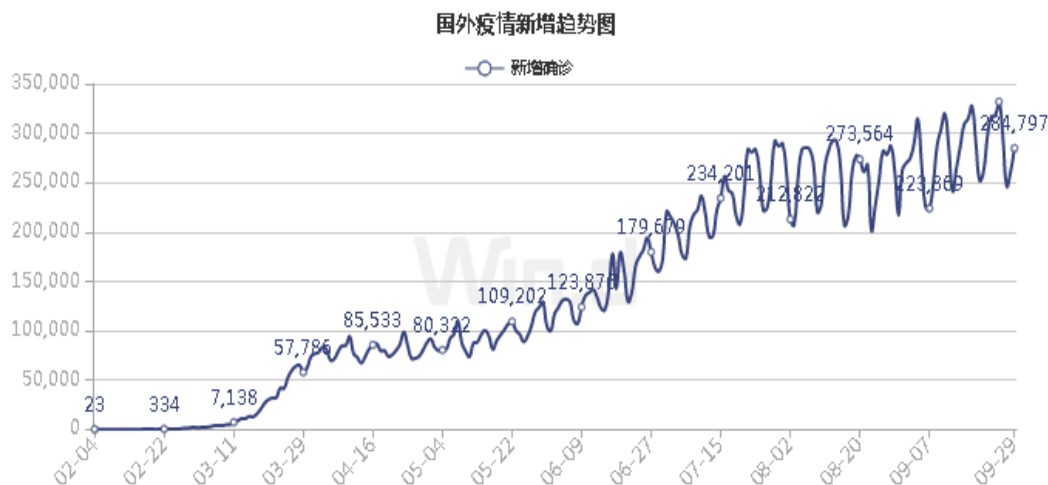
疫情始终是一个绕不开的话题,尽管国内疫情早已结束,但海外疫情仍在发展,从之前 8 月份的下游调研情况来看,业内还是非常关心后续的疫情变化对产业带来的冲击。另外从全球疫情的新增感染情况来看,形势依然较为严峻,像印度、巴西、阿根廷等发展中国家由于人口基数较大,加上防控措施不到位,新增感染人数始终居高不下。

随着 5 月份全球各国的封锁措施逐步解除,在经历短暂的平稳后,近期欧美国家疫情开始出现反扑,每日新增确诊呈持续上升趋势。据英国首席科学顾问瓦尔斯预测,到 10 月中旬,英国的单日新增或飙升至 5 万例。对此,首相鲍里斯称英国疫情已经到达危机四伏的转折点。9 月 24 日,法国单日新增确诊 16096 例,为疫情以来最高值,聚集性感染情况激增。意大利、德国单日新增确诊人数维持在 1300~2000 的高位,西班牙近一周单日新增确诊均过万,成为了第一个累计确诊突破 50 万的欧盟国家。部分国家领导人也表示不排除出现局部地区封锁的情况出现,但很难重现 4 月份全国封锁的情形。

尽管当前国内疫情已经得到有效管控，但多国再次出现危机，让我们不得不关注一个话题：天气转凉，秋分已过，中国会迎来第二波疫情冲击吗？早在今年 5 月，据第一财经报道，钟南山院士已经表示中国仍然面临新冠第二波疫情的挑战。今年 6 月，中疾控高福院士和冯子健教授在《柳叶刀》发表文章指出，我国仍需要面临全球第二波疫情带来的冲击。9 月 20 日，张文宏医生公开表示：今年冬天第二波疫情是必然的。但国内第二波疫情将主要呈散点式局部流行，比如此前北京、东北等地出现的小规模疫情，今年秋冬季极有可能再次出现，且最有可能来自境外输入，但规模不可能与 1 月的武汉疫情相提并论。

当然自疫情伊始，防疫之外最要紧的事就是研发出有效的疫苗。疫苗是世界的希望，世卫组织总干事谭德塞也表示，能够最快结束全球疫情的传播，实现全球经济的全面复苏，就是确保全球人民能够接种到有效的疫苗。关于当前正在研发的新冠疫苗，我国新冠疫苗有 11 个进入了临床试验，可喜可贺的是已经有 4 个进入了三期临床试验，此前中国疾控中心的一名专家预测，由于临床试验顺利进行，中国民众有望在今年 11 月或 12 月接种新冠疫苗。当然大规模接种仍需等到明年，在疫苗没有大规模接种覆盖人群之前，整体严格的防控措施还将持续。

图 2.1.3： 国外疫情新增趋势



资料来源：Wind 南华研究

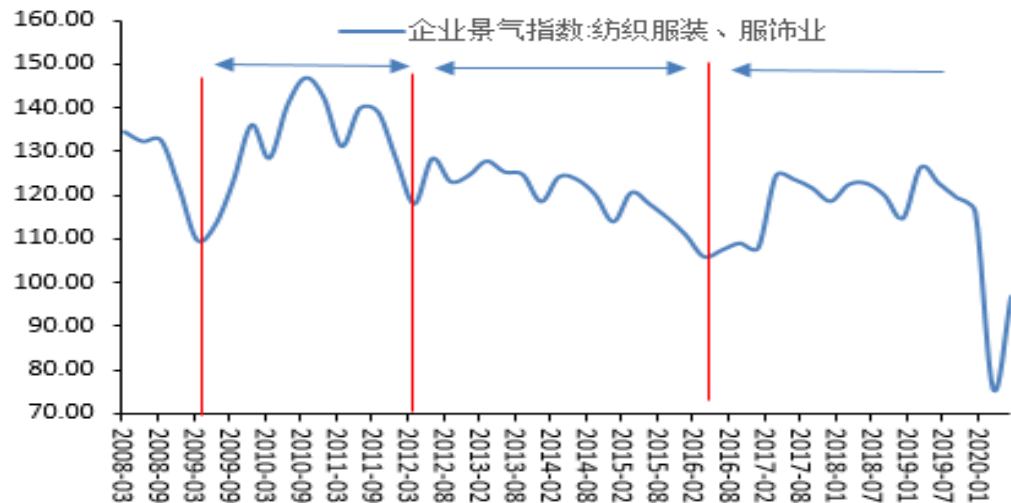
2.1.4. 纺服行业景气度探底回升

根据国家统计局公布的 2008-2020 年纺织服装、服饰业企业景气指数（该指数由订单景气指数、投资景气指数和用工景气指数三部分构成），其变化规律可以发现，此轮产业复苏周期始于 2016 年 Q2-Q3，周期的高点出现在 2017 年 Q1 以及 2019 年 Q1，按此前的规律一轮完整周期的跨度一般是 3-4 年。

受到疫情影响，二季度纺服行业景气度进入加速探底过程，但之后伴随着疫情的好

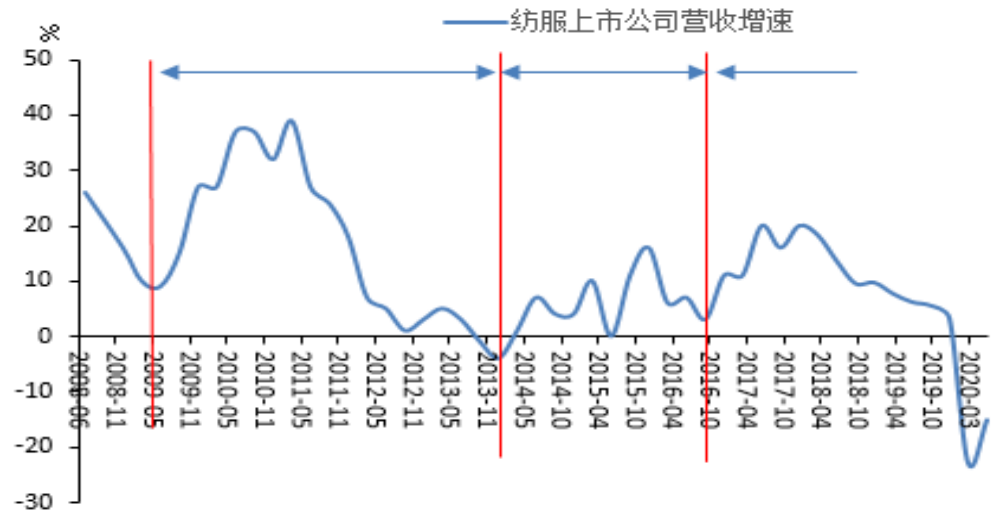
转，出现明显探底回升。从天风证券统计的国内纺服上市公司的营收情况来看，表现相对滞后一些，但趋势基本一致。至此，纺服行业很有可能开启新一轮复苏周期。

图 2.1.4： 2008-2020 年纺织服装、服饰业企业景气指数



资料来源：Wind 南华研究

图 2.1.5： 2008-2020 年国内纺服上市公司营收增速



资料来源：天风证券 南华研究

2.2. PET 及终端市场分析

2.2.1. 聚酯龙头企业加快扩张步伐

一季度受到国内疫情爆发的影响，终端织造环节纷纷推迟复工时间，使得聚酯企业生产经营压力增大。在这种局势下，业内对后市普遍持谨慎观望态势，聚酯新装置大面

积推迟投产计划，所以一季度聚酯新装置实际投产 3 套共计 110 万吨。进入 4 月下旬之后，伴随着欧美国家疫情的拐点出现，市场信心回升，此前推迟投放装置纷纷再度推进投产进度。特别是 5 月份后，聚酯新产能投放速度明显加快，6 月份更是面临密集投放，整个二季度聚酯新产能投放达到了 188 万吨，为年内高峰。进入三季度后，聚酯扩张规模有所放缓，截止 9 月 27 日新增产能 133 万吨。四季度还有几套聚酯大装置等待投产，投产的时间集中在 10 月份，10 月份刚好处于淡旺季转换结点，受制于需求的转弱，部分装置或推迟投放计划。

从具体厂家来看，传统聚酯行业巨头，化纤领域的恒逸、恒力、新凤鸣、盛虹，瓶片领域的逸盛和万凯，都在进行行业内的加速布局。特别是当前行业处于低迷期，这些龙头企业依靠资金优势，新产能不断投放，同时对同行进行并购重组，这使得未来整个产业结构将面临重大调整，产能集中度将不断提升，龙头企业的话语权与地位凸显。对于聚酯行业来说，龙头企业侧重于规模化发展，小型工厂将侧重于产品差异化发展，未来机遇与挑战并存。

表 2.2.1：2020 年聚酯新产能投产情况

类别	地址	厂名	投产时间	产能（万吨/年）
长丝	海宁	恒逸逸凯	2020 年 2 月中下旬	25
瓶片	重庆	万凯	2020 年 3 月 24 日	60
长丝	嘉兴	恒逸逸鹏三期	2020 年 3 月 30 日	25
瓶片	大连	大连逸盛	2020 年 4 月 6 日	35
短纤	江阴	华西化纤	原计划 2020 年 3 月	10
长丝	嘉兴	新凤鸣中益	2020 年 4 月 9 日	30
长丝	南通	恒力恒科	2020 年 5 月 10 日	10
短纤	扬州	富威尔	2020 年 5 月 10 日	5
长丝	宜兴	无锡华亚	2020 年 5 月 29 日	20
切片	盛泽	立新（扩容）	2020 年 5 月 22 日	3
短纤	福建	恒逸逸锦	2020 年 6 月 8 日	10
长丝	吴江	盛虹虹港	2020 年 6 月 10 日	25
长丝	福建	恒逸逸锦	2020 年 6 月上旬	15
瓶片	海南	海南逸盛	2020 年 6 月 11 日及 8 月初分 2 次投产	50
短纤	仪征	仪征化纤	2020 年 6 月 29 日及 8 月 16 日分 2 次投产	20
切片	长乐	福建百宏	2020 年 7 月 17 日	25
长丝	海宁	恒逸新材料	2020 年 7 月 21 日	25
工业丝	无锡	索利得	原计划 2020 年 6 月下旬	20
切片	安吉	安吉华逸	2020 年 8 月 8 日	3

长丝	南通	恒力恒科	2020 年 8 月 18 日先开 20 万吨切片	60
长丝	海宁	恒逸新材料	2020 年 9 月 6 日	25
短纤	湖北	绿宇	计划 2020 年 9 月底	6
长丝	桐乡	桐昆恒超	计划 2020 年 9 月	50
长丝	嘉兴	新凤鸣中益	推迟至 2020 年 10 月	30
工业丝	台州	浙江三维	原计划 2020 年 3 月，推 迟至 10 月	20
长丝	福建	恒逸逸锦	2020 年 10 月	25
瓶片	珠海	华润	2020 年底建成	50
合计				682

资料来源：CCFEI 南华研究

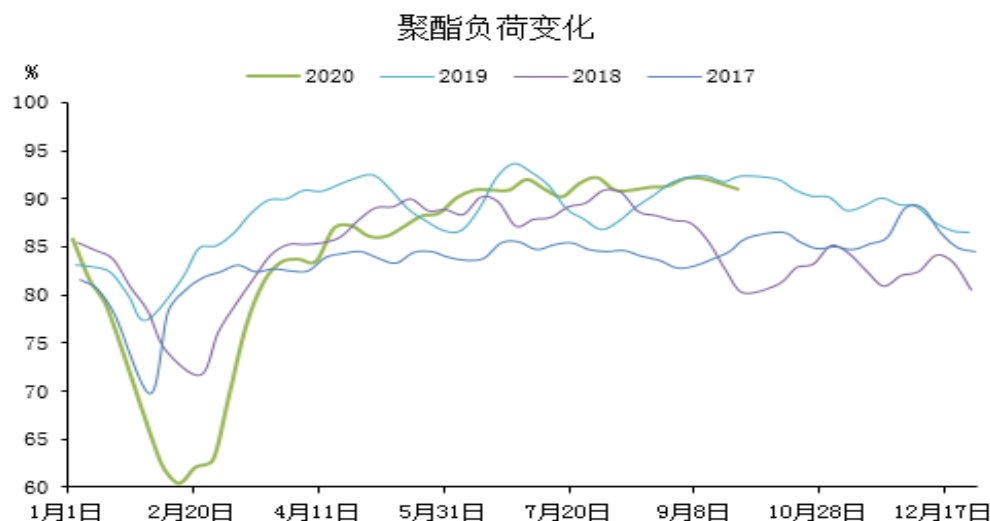
2.2.2. 聚酯环节存在隐忧

目前聚酯工厂对库存的调节能力在不断强化，面对不断堆积的成品库存，当原料价格下跌时，通过阶段性加大优惠促销力度激发下游备货积极性，同时也避免了原料价格大幅下跌带来的库存贬值问题；当原料价格上涨时，通过提价策略，充分利用下游买涨不买跌心理，激发投机性采购积极性，加快库存的向下转移，从而使平均库存水平保持在中性偏低区域，缓解生产经营压力。而今年清明、五一期间，聚酯工厂正是利用这种策略达到向下游转移库存的目的。但之后包括国际原油，以及上游原料 PTA 和 EG 上涨乏力，纺企心态偏谨慎，难以推动聚酯工厂持续性去库，这使得聚酯产销只能阶段性爆发，平均下来难以做平，除了涤纶短纤外，长丝 POY、FDY 和 DTY 均面临一定库存压力。

从聚酯各品种的现金流表现来看，短纤受到防疫用品需求的带动，今年盈利状况最佳，其次是瓶片和长丝 DTY，当然表现最差是长丝 POY 和 FDY，账面亏损时间较长。近期我们也观察到长丝 POY 和 FDY 已经连续亏损接近 2 个月了，在现金流和库存双重挤压下工厂生产经营压力增大。

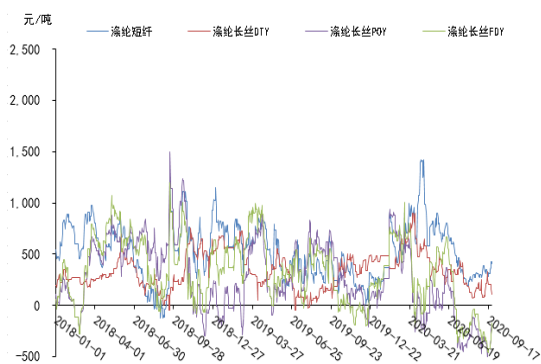
9 月中旬开始，虽仍处于传统旺季，但聚酯开始流露出减产检修意向。而逐步进入消费淡季的聚酯瓶片打响了第一枪，部分瓶片工厂开始有检修和转产切片动作，随后小部分长丝工厂也有所跟进，带动聚酯负荷高位小幅下滑。当前终端需求表现尚可，聚酯减产检修范围难以明显扩大，还将支撑聚酯负荷短时间偏高位运行。当然 10 月下旬开始才是考验聚酯的真正时候，届时需要重点关注终端需求还能不能为当前聚酯开工进行托底。按当前织造环节的高库存情况来看，四季度聚酯仍存较大减产的可能，但考虑到当前聚酯龙头企业的战略思维，大厂可能不会加入减产挺价队伍，四季度需要重点关注聚酯大厂的动态。

图 2.2.1： 2017-2020 年聚酯负荷变化情况



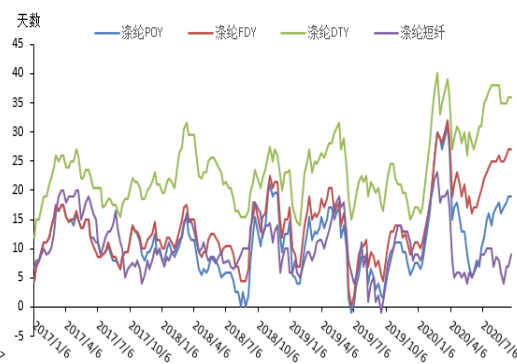
资料来源：CCFEI 南华研究

图 2.2.2： 聚酯产品现金流情况



资料来源：Wind 南华研究

图 2.2.3： 聚酯产品库存天数情况



资料来源：CCFEI 南华研究

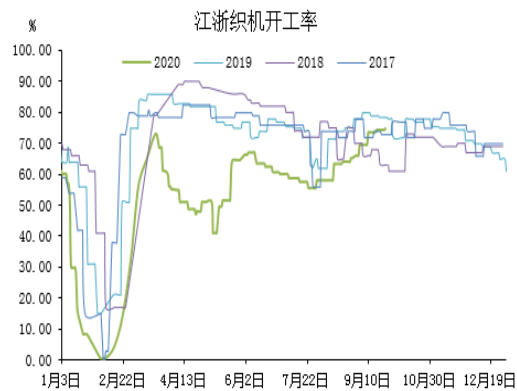
2.2.3. 织造环比改善，持续性存疑

4 月底伴随着欧美市场逐步解禁，5,6 月份外贸订单的确出现了小幅缓慢恢复的势头，主要体现在前期流失的订单小幅回流。当时内贸依然有夏季薄型面料需求的支撑，整体仍是内贸市场的反馈好于外贸。一直到 8 月份，进入传统旺季前夕，外贸订单开始明显好转。从当前市场了解到，正式进入 9 月份旺季后，订单数量进一步增加，纺织企业 9 月的接单情况较 8 月进一步改善，外贸需求主要来自用来做秋冬季节外套和羽绒服的一些面料以及圣诞节订单。从织造成品库存和开工率方面也可以明显看出，9 月份之后伴随着织机开工的持续上升，而坯布库存却在逐步降低。不过，织造企业对 10 月份以后的终端消费能力仍存在担忧，再加上近期人民币汇率持续升值，我国纺织品、服装出口企业微薄的利润也被蚕食，以及欧美地区疫情二次爆发的风险也在加剧，给四季度

外部需求蒙上了一层阴影。

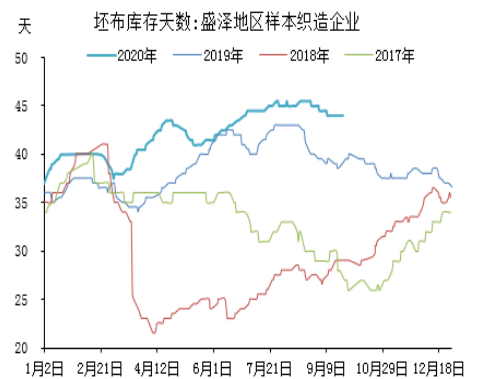
尽管近期内贸外需求都明显改善，但整体订单数较往年是偏低的。按目前织造最新订单情况，订单量在半个月到 1 个月之间，基本能维持到 10 月中下旬。之后虽然内需有双 11 和双 12 订单，外需仍有部分圣诞节订单，但整体订单跟进持续性面临不足，且外贸受抢单情况影响，提前在九月上旬下达了大量圣诞订单，需求前置较为明显，四季度纺织行情已经被透支了一部分。此外，目前织造行业整体库存仍处于近几年高位，接下来库存能否转化为资金也是存在很大疑问。加之今年企业普遍反映账期变长，企业现金流偏紧。若旺季结束后需求超预期下滑，不排除矛盾在织造环节爆发，自下而上带来产业链的负反馈，对 PTA 需求端带来冲击。

图 2.2.4：2017-2020 年江浙织机开工负荷



资料来源：Wind 南华研究

图 2.2.5：2017-2020 年织造企业坯布库存天数

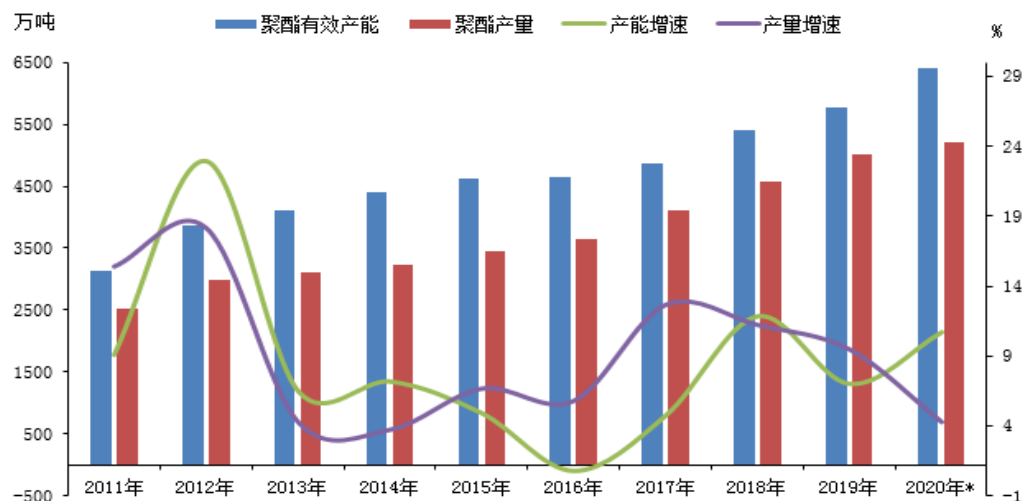


资料来源：Wind 南华研究

2.2.4. 全年聚酯产量增速预估 4.3%

今年 1-9 月份国内聚酯产量预计 3819 万吨，相比去年同期的 3699 万吨，增长了 3.24%，期间除了 2、3 月份受到国内疫情影响出现较大幅度下滑外，其它月份均处于正常水平。从过去几年聚酯月均负荷变化趋势来看，9 月或者 10 月份出现见顶回落的概率较大，如果预估 10 月、11 月、12 月聚酯平均负荷为 90%，89%，87%来算的话，聚酯产量接近 1400 万吨，全年聚酯产量增速预计 4.3%附近，低于年初 CCF 预计的 5.6%的增速，但明显高于 3 月份疫情爆发后 CCF 下修的 2.6%增速。总体来说，今年聚酯环节 4 月份之后的表现强于市场预期。

图 2.2.6： 2011-2020 年国内聚酯产能产量变化



资料来源：CCFEI 南华研究

2.3.PTA 市场分析

2.3.1.新产能推进投产，供应压力山大

2019 年四季度独山能源一期 220 万吨新装置投产之后，标志着 PTA 新一轮产能扩张拉开序幕。恒力速度全球领先，继四期 250 万吨装置 1 月份顺利投产后，五期项目便开始如火如荼的推进，2 月中旬五期 250 万吨 PTA 生产线便进入建设扫尾阶段，原计划 3 月份试生产，但后来因为种种原因推迟了投产计划，最终在 6 月底 7 月初正式投产。

恒力 5 期 250 万吨装置的延后投放，为二季度 PTA 行业带来难得可贵的空窗期。继恒力 5#之后，还有新凤鸣独山能源二期、福建百宏等新产能等待落地，其中逸盛新材料和虹港二期预计推迟至明年投放。在整个产业链需求较为低迷的背景下，PTA 新产能的高速扩张带来供应面的巨大压力，单纯四季度来看，PTA 供应过剩压力也将凸显。

表 2.3.1： 2020 年 PTA 新产能投放情况

公司名称	产能（万吨/吨）	计划投产时间	地点
恒力石化四期	250	2020 年 1 月	大连
中泰化学	120	2020 年 1 月	新疆
恒力石化五期	250	2020 年 7 月	大连
独山能源二期	220	计划 2020 年 10 月 8 日	嘉兴
宁波逸盛	330	推迟至 2020 年 Q1 分 2 次投产	宁波
福建百宏	250	2020 年 11 月底	泉州
虹港石化二期	250	推迟至 2020 年	连云港
2020 年合计	1660		

资料来源：CCFEI 南华研究

2.3.2. 加工费压缩成定局

国内 PTA 装置成本方面高低落差较大，新装置采用最新英威达 P8 和 BP 最新技术加工费现金流成本可低至 270 元/吨，而高的老装置可达 1000 元/吨以上。新装置在成本控制以及能源消耗方面不断降低，而老装置受限于当时技术影响，虽然建成后不断技改降本增效，但盈利水平与新装置仍不可同日而语，未来一批落后产能势必将被淘汰出局。按市场消息，天津石化 34 万吨装置今年 4 月 17 日停车至今计划淘汰；福建佳龙石化 60 万吨装置于 2019 年 8 月 3 日停车检修，期间与某公司谈代加工模式，但因 PX 供应不稳定等问题合作失败，后期未有明确重启计划，未来这种代加工工厂经营也较为困难。

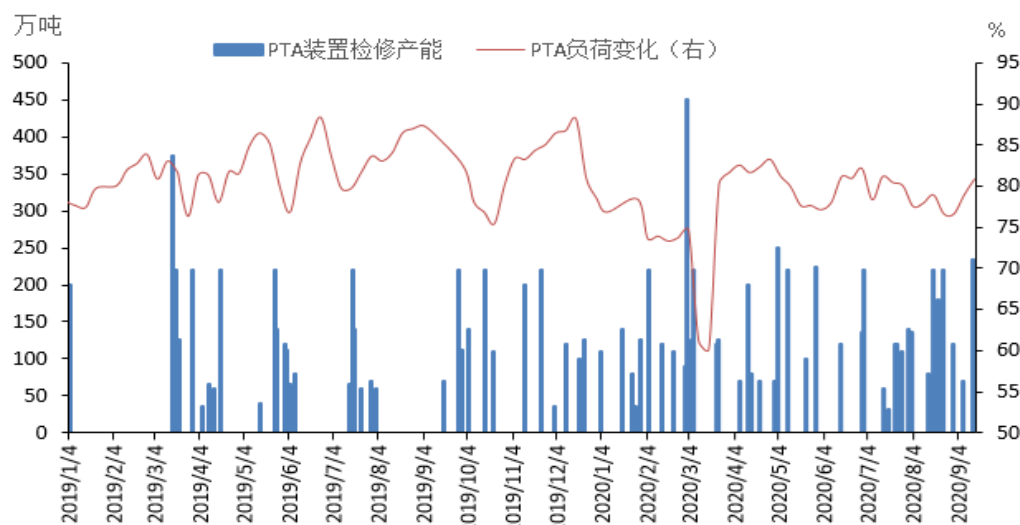
从 PTA 加工费的变化来看，二季度伴随着上游 PX 价格的快速下滑，PTA 现货加工费低位回升明显，从 2 月份的 300-400 元/吨水平，上升至 6 月初最高接近 900 元/吨附近，明显高于行业平均成本（570 元/吨）之上，短时间内生产利润的大幅回暖延缓落后产能出清速度，不利于产业淘汰升级。中长期随着产能扩张的进行，特别是成本较低的新装置大量投放，整个 PTA 行业的平均成本将进一步拉低。目前 PTA 加工费已经回落至 600 元/吨以下中性水平，其实当前 PTA 的加工费已包含了 PX 利润修复的预期，未来加工费还有进一步压缩空间。总体我们还是维持年初对 PTA 现货加工费区间的预判：300-800 元/吨附近，四季度加工费的低位可能落在 200-300 元/吨附近。当然加工费的压缩不一定是靠绝对价格下跌来实现，大概率通过上游 PX 利润修复来完成，继续做空 PTA 加工费策略胜率很大。

图 2.3.1： PTA 加工费变化趋势



资料来源：Wind 南华研究

图 2.3.2： 2019-2020 年 PTA 装置检修及意外涉及产能统计



资料来源：CCFEI 南华研究

2.3.3. 10 月检修集中，检修意愿偏强

PTA 装置一般每年需要检修一次，前期加工费的回升带来另一个重要影响是供应商检修积极性偏弱。面对 PTA 新产能的高速扩张，生产企业对未来 PTA 行业的发展达成一致，龙头加速布局，特别是非上下游一体化企业竞争力偏弱，未来生存压力较大。在这种环境下，上游成本端让利带来短时间内利润的回升，多数供应商抓住这个难得时间窗口，4-5 月份纷纷推迟检修计划开足马力进行生产。

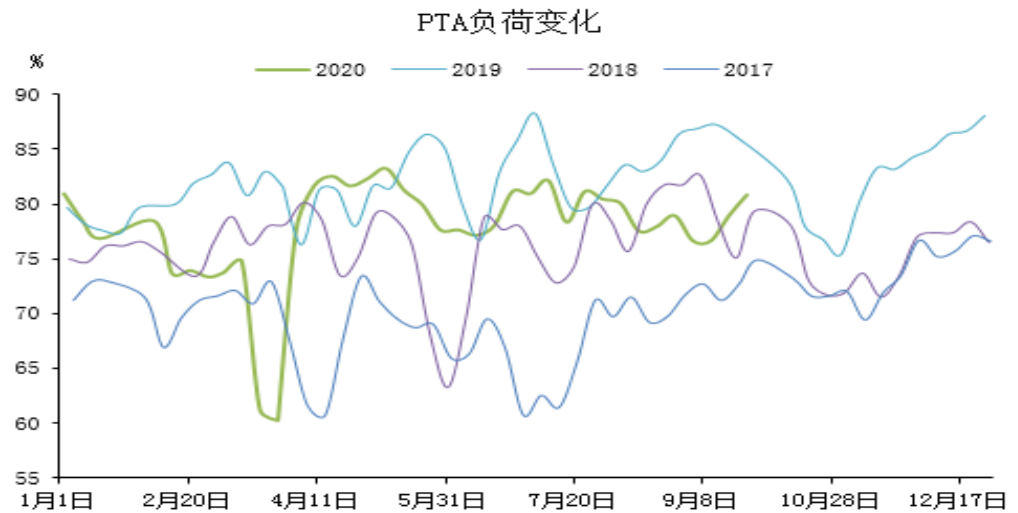
但进入 7 月以后，随着气温的升高，装置运行稳定性出现下降，特别是经历前长时间满负荷生产后，装置意外开始频发，加上 PTA 加工费出现回落，部分厂家顺势安排并落实检修，整体 8 月份检修产能偏多为 510 万吨（不包括意外短停和降负）。当市场对于 9 月份装置检修计划的落实抱以较大期待时，供应商又推迟了检修安排，主要还是赶在加工费压缩之前，吃最后一波红利。从目前跟踪情况来看，10 月装置检修较为集中，汉邦、中泰、能投、仪征、恒力均有检修计划，供应端将迎来阶段性收紧，不过新凤鸣 220 万吨新装置计划投产，或抵消一部分检修带来的产能损失量。业内普遍认为，新凤鸣 220 万吨装置正式投产后，PTA 加工费有望迎来进一步压缩，届时供应商检修意愿将增强。

表 2.3.2：10-11 月份国内 PTA 装置检修情况

企业名称	产能设计（万吨/年）	动态	检修损失量（万吨）
汉邦石化	220	9 月 30 日-10 月 30 日检修	19.8
中泰化学	120	10 月检修一个月	10.8
川化能投	100	10 月中旬检修 2 周	4.2
仪征化纤	65	10 月 12 日起检修 20 天	3.9
恒力石化	220	10-11 月份检修 2 周	9.24
亚东	75	11 月份检修 2 周	3.15

资料来源：CCFEI 南华研究

图 2.3.3：2017-2020 年 PTA 负荷变化情况



资料来源：CCFEI 南华研究

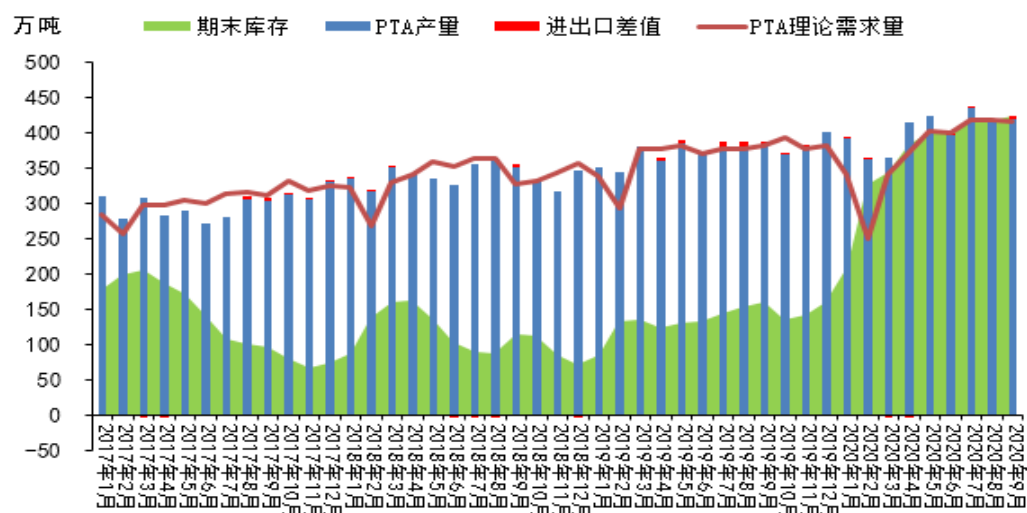
2.3.4. 高库存常态化，装置或减产

今年一季度 PTA 累库压力较大，整体幅度在 185.1 万吨，明显高于去年同期的 63.8 万吨。由于生产效益较好，4-5 月份 PTA 装置集中检修预期落空，供应维持相对高位，累库压力持续。进入 5 月份以后，随着下游聚酯需求的边际改善，PTA 累库压力逐步放缓，5 月份累库幅度降至 18.4 万，环比减少 19.8 万吨。6 月份受到部分装置计划外检修和短停的影响，PTA 进入阶段性去库通道，小幅去库 2.2 万吨，7 月份恒力 5 期装置投产，释放供应增量，重新累库 17.7 万吨，8 月份供应端装置检修偏多，供需较为平衡。9 月份装置检修预期落空，去库转为累库格局，预计累库幅度 6 万吨附近。10 月份 PTA 检修计划偏多，有望迎来阶段性去库，中长期产能扩张释放的增量将持续压制市场。

未来高库存常态化的背景下，对部分竞争力较差的装置来说，减产或停车检修将是唯一出路，如今年 2 月份当 PTA 加工费下滑至 400 元/吨水平时，装置降负频发带动 PTA 负荷出现一波下滑。除去几套停车时间较长尚无重启计划的装置（天津石化、佳龙石化、

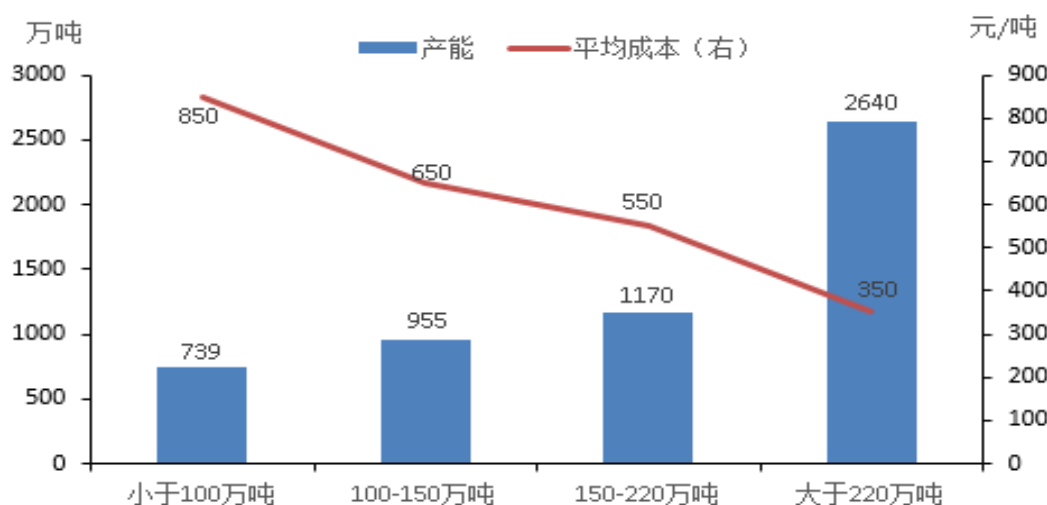
蓬威石化)，目前国内 PTA 有效产能 5299 万吨，CCF 统计的聚酯产能 6205 万吨，产能匹配相对平衡，当新凤鸣二期 220 万吨 PTA 装置投产后，PTA 产能过剩 214 万吨。至年底 PTA 有效产能预计升至 5769 万吨，假设聚酯产能增长至 6341 万吨，PTA 产能过剩为 348 万吨。如果聚酯负荷能维持在 85% 的平均负荷，与之相匹配的 PTA 平均负荷为 79.9%，这需要 220 万吨产能以下装置大面积降负加上 100 万吨产能的小装置停车才能实现，一般来说降负至 7 成是个门槛，70% 的开工企业基本上能承受。对于 PTA 来说，最大的考验在于明年一季度的季节性累库压力，叠加逸盛新材料的 330 万吨的新产能释放。

图 2.3.4：国内 PTA 供需情况



资料来源：CCF CCFEI 南华研究

图 2.3.5：国内 PTA 装置成本分布



资料来源：中石化 南华研究

2.4.乙二醇市场分析

2.4.1. 新装置投产稳步推进

2020 年国内乙二醇装置计划投产 689 万吨，其中兖矿荣信和恒力石化一期去年底试车成功于年初量产，浙石化和恒力石化二期项目也在 2 月试车投产，整个一季度国内乙二醇新增有效产能 295 万吨，略超预期。二季度国内乙二醇无新装置投产吗，迎来短暂空窗期。

三季度国内乙二醇新增产能 100 万吨，共计 3 套，其中煤化工方面，山西沃能 30 万吨/年的合成气制 MEG 新装置于 8 月中旬前后出料，9 月下旬顺利产出聚酯级乙二醇后开始提负运行；新疆天业 60 万吨/年合成气制 MEG 新装置的其中一条 20 万吨线于 8 月 24 日成功打通流程，9 月已产出合格品。相比煤化工而言，大炼化装置投产进度更为顺畅，中化泉州 50 万吨/年的 MEG 新装置乙烯环节顺利开车，乙二醇合格品有所出料，目前负荷在 5 成附近；中科炼化催化裂化装置于 8 月 24 日一次性投料成功，倒开车结束，正在乙烯裂解环节开车，预计月底有所产品产出。受到煤化工生产效益不佳的影响，煤制乙二醇项目推进速度缓慢一些，部分新产能也推迟了投产进度。新疆天业四期 60 万吨新装置先行投产仅 20 万吨；内蒙建元煤化工乙二醇项目 3 月份全面进入收尾阶段，原计划 2020 年 6 月份投产，现推迟至 10 月中旬；渭化彬县 30 万吨煤制乙二醇项目气化主装置已具备投料条件，计划年底投产。

海外新装置方面，马油 75 万吨新装置今年初成功投产，目前受到意外事件冲击处于停车状态，重启计划预计推迟至四季度；马来西亚 Petronas 公司计划投产产能 74 万吨/年的新乙二醇装置；美国南亚 75 万吨新装置暂无投产进度消息。

表 2.4.1：2020 年乙二醇实际投产情况

厂家	路线	产能（万吨/年）	地点	投产情况
兖矿荣信	煤制	40	内蒙古	2020 年初量产
恒力石化	石脑油制	90+90	大连	2020 年 Q1 量产
浙石化	石脑油制	75	舟山	2020 年 2 月投产
新疆天业四期	煤制	60	新疆	20 万吨 2020 年 8 月
山西沃能	煤制	30	山西	2020 年 8 月
中化泉州	石脑油制	50	泉州	2020 年 9 月
中石化中科炼化	石脑油制	50	湛江	2020 年 10 月
河南能源龙宇	煤制	20	河南	原计划 2020 年 8 月
建元煤化工	煤制	24	内蒙古	2020 年 10 月中旬
三宁化工	煤制	60	湖北	2020 年 11 月
神华榆林	煤制	40	陕西	2020 年 Q4
延长石油	煤制	10	陕西	2020 年 Q4
渭化彬县	煤制	30	陕西	2020 年底
广汇环保 1 期	煤制	20	新疆	2020 年底

阿美-马石油	乙烯制	75	马来西亚	2020 年初投产
台湾南亚	乙烯制	75	美国	2020 年
Petronas 公司	乙烯制	74	马来西亚	2020 年 Q4
2020 年合计		913		

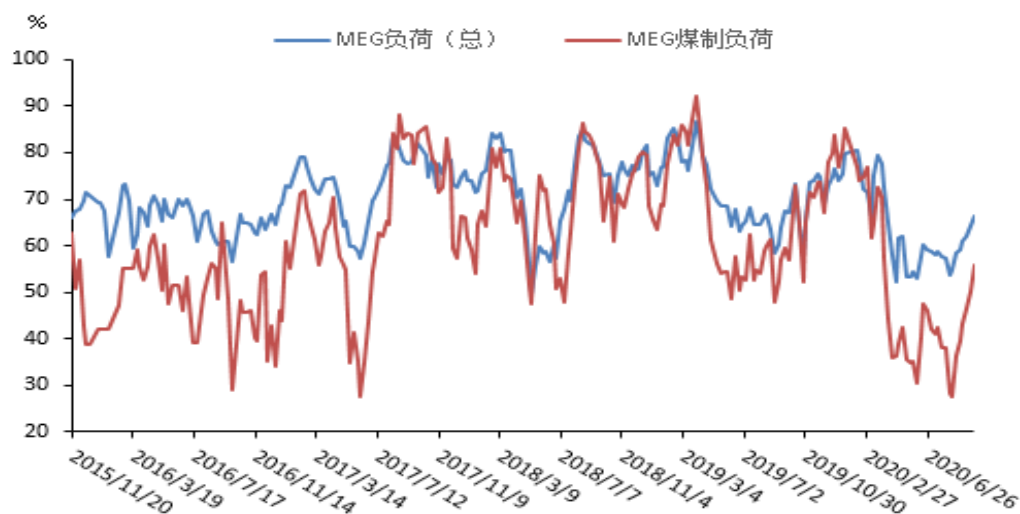
资料来源：CCFEI 南华研究

2.4.2.国内供应逐步回归，开工上行阻力增强

3-4 月份随着原油的大幅跳水,带动乙二醇价格深度回调,煤化工企业生产压力较大,4 月份煤制乙二醇装置开始顺势进入往年的密集检修期,期间煤制负荷大幅下滑带动国内整体开工负荷降至低位。一直到 6 月初,国内供应已压缩至阶段性最优状态,煤制装置减停产集中体现,且相传统装置 E0、PE 的切换已基本达到极致,当时国内开工率在 53%附近,煤制开工率也仅在 30%附近。

6 月上旬开始部分煤化工装置开始重启带动负荷低位回升,彼时市场还较为担忧供应回归问题,但随着乙二醇价格的再度回调,煤化工企业重启积极性减弱,煤制乙二醇开工负荷再次回探并创下新低。其后价格反弹带动效益好转,8 月初开始前期停车装置开始陆续恢复,负荷见底回升,截止 9 月底煤制 MEG 装置开工负荷在 56%附近。从煤化工现金流情况来看,当前乙二醇价格可以覆盖到大多数装置的成本(不考虑运输费用)。短期受到新产能释放压力,近期价格持续下跌,受到当前盈利状况转弱的制约,运行负荷存在瓶颈,按去年的情况看,煤制乙二醇负荷回升至 60%上下区域后存在压力。当然,重启积极性和效益密切相关,未来乙二醇价格若出现持续回升,利润好转仍将加快推动停车装置重启。

图 2.4.1: 2015-2020 年国内乙二醇开工负荷变化



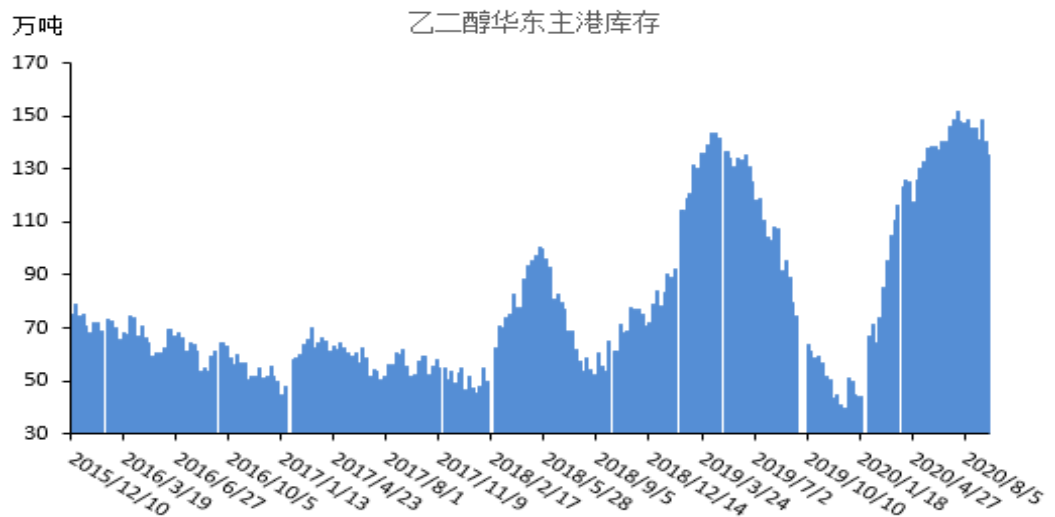
资料来源：CCF 南华研究

2.4.3. 潜在供应增量较多，天量库存难以实质性去化

一季度下游需求快速下滑，供应面未见明显收缩，华东主港乙二醇库存出现爆发式增长，3月底港口库存升至116.3万吨。4-5月份，随着国内产量的快速下滑，以及需求端的恢复，乙二醇累库压力逐步放缓，单月累库幅度从3月份的60.1万吨降至4月份的8.1万吨，之后去库和累库交替进行。从7月之后的供需情况看，基本处于宽平衡状态，9-10月份去库格局相对确定，9月去库预计4万吨附近，后续则需视新装置投产进度而定。由于长周期乙二醇潜在供应增量较多，尽管乙二醇从累库进入到去库阶段，但去库周期延续性仍不明显，业内估算本轮去库幅度至多20-30万吨的水平，天量库存难以实质性去化。

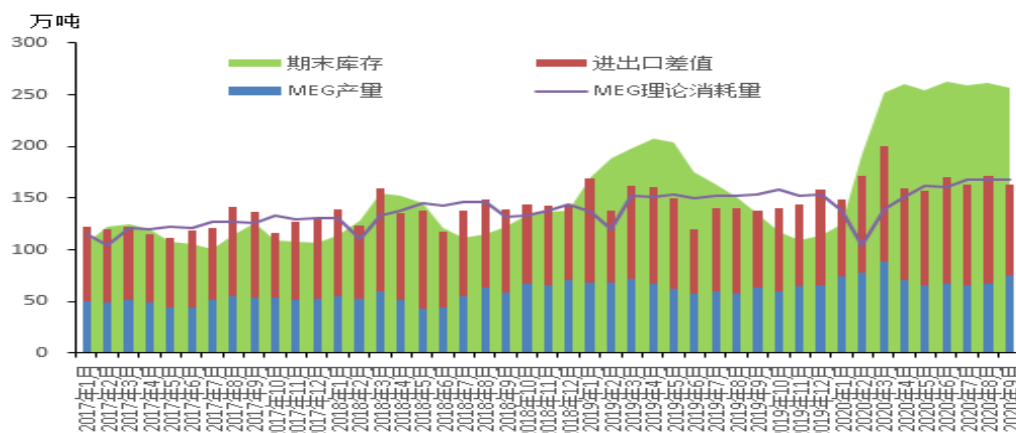
进口环节来看，海外装置检修偏多，台湾南亚1-4#装置正在轮检，韩国乐天大山2#计划10-11月份检修，沙特yanpet计划10月检修。还包括美国方面受到飓风影响，乐天70万吨、Sasol28万吨和indorama34万吨临时停车，目前仅有indorama装置重启，其余2套仍处于停车状态。此外欧洲地区需求恢复，但乙二醇供应未恢复，整体供需偏紧，9月份中国和欧洲乙二醇价格相差100美元/吨以上，亚欧两地套利窗口开启，也有贸易商寻求对欧洲出货。总体来看，美国装置意外关停、欧洲地区因需求提升供应紧张，加之海外装置检修，整体进口存在缩量预期，后续港口库存仍以下滑为主。

图 2.4.2：2015-2020 年国内乙二醇主港库存变化



资料来源：CCF 南华研究

图 2.4.3：2017-2020 年国内乙二醇供需情况



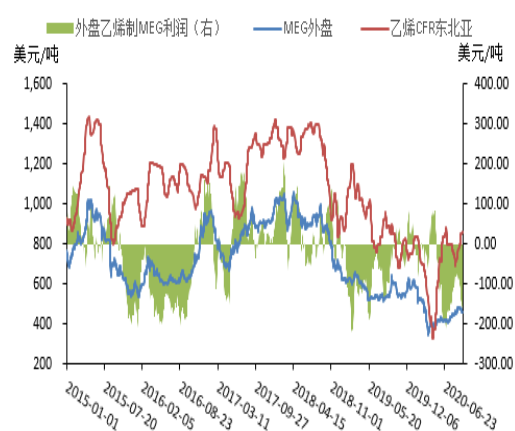
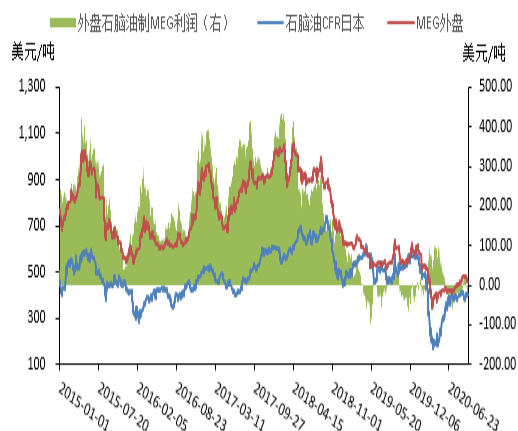
资料来源：CCF 南华研究

2.4.4. 乙二醇生产效益分析

3-4 月份原油深度回调带动成本端下沉，传统石脑油一体化装置现金流明显好转，生产积极性较高，从 6 月初开始油价继续攀升，但乙二醇价格徘徊不前，石脑油制乙二醇现金流由正转负，8 月底油价下滑而乙二醇价格上涨，现金流一度重回正值。而非一体化乙烯制乙二醇 4 月份盈利水平尚可，之后乙烯价格强势上涨，逐步陷入亏损并幅度加深，8 月份随着乙二醇行情反弹亏损一度明显收窄。甲醇 MTO 制乙二醇近期受到甲醇表现明显强于乙二醇的影响，亏损幅度逐步扩大。总体低油价对煤化工冲击最大，由于煤价波动相对有限，煤化工成本较为固定，现货价格升至 3800 元/吨以上，面临较强煤制成本线压制，价格高位承压明显。总体来看，乙二醇下方存油制成本支撑，上方面临煤化工成本压制，只能寄希望于油价的大幅上涨来打破僵局。

图 2.4.4：外盘石脑油制乙二醇利润

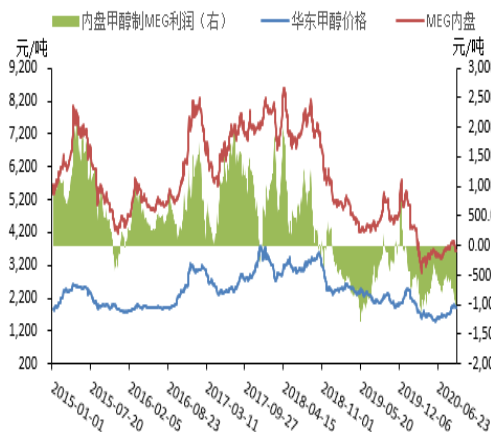
图 2.4.5：外采乙烯制乙二醇利润



资料来源：Wind 南华研究

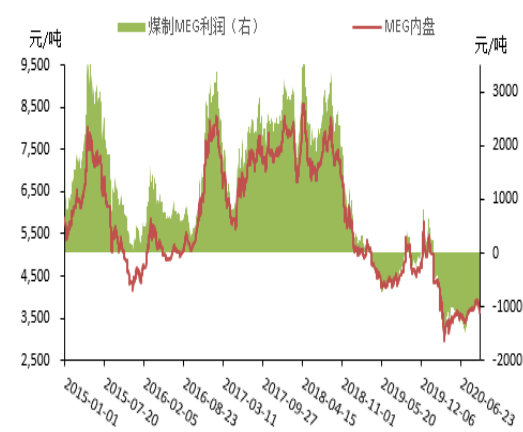
资料来源：Wind 南华研究

图 2.4.6：内盘甲醇制乙二醇利润



资料来源：Wind 南华研究

图 2.4.7：煤制乙二醇利润（华东煤价基准）



资料来源：Wind 南华研究

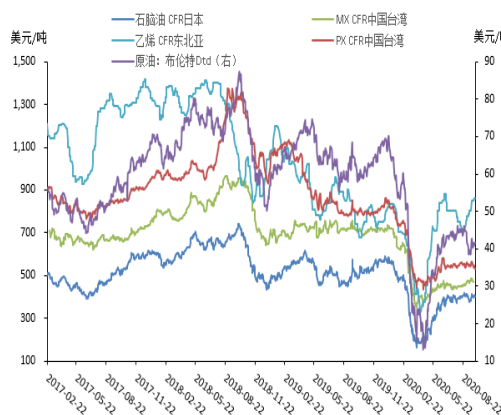
2.5.上游成本分析

2.5.1.油价波动影响化工品成本重心

今年上半年国际油价大幅波动，特别是 3、4 月份油价崩盘式下跌带动下游包括石脑油、烯烃和芳烃大幅下挫，直接利空化工品的成本端，特别是油头占比较大的品种。

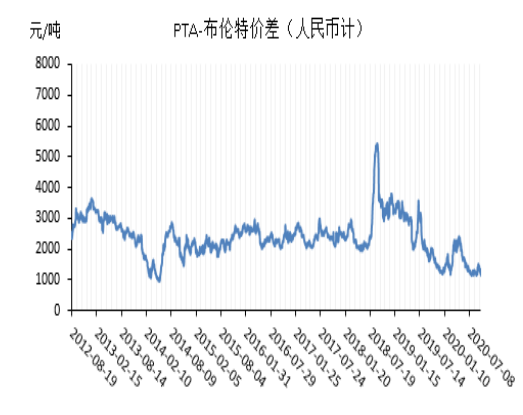
对于 PTA 的话，上游来源非常单一，按原油-石脑油-PX-PTA 这条产业链加工，所以受油价影响较大。尽管目前 PTA 现货加工费仍存一定程度上的高估，但布伦特原油到 PTA 现货的价差处于统计学上的历史底部，中长期油价带来成本端的波动对 PTA 价格的联动性在提升，但同时 PTA 受到自身供求关系的制约，也会阶段性和油价走势背离。

图 2.5.1：原油及下游价格走势



资料来源：Wind 南华研究

图 2.5.2：PTA-布伦特价差（人民币计）走势



资料来源：Wind 南华研究

2.5.2. 利润再分配，PX 加工差刷新下限

2019 年国内新增 PX 产能 760 万吨，这使得今年国内 PX 供应量始终处于高位，再加上浙石化 400 万吨两条 PX 新增产线年初量产，释放月产量 33 万吨左右，此外国内月均进口量维持在 110 万吨以上水平，整体供应压力较大，悲观情绪主导下，PX 价格易跌难涨成为常态化。同时 PX 与石脑油价差在 3 月下旬短暂回升至 300 美元/吨以上后，之后再度压缩，并击穿 2019 年四季度的低点 220 美元/吨后深度下滑，最低达到 124.6 美元/吨，不断刷新市场认知。PX 的加工差成本一般在 220-270 美元/吨，如此低的加工差，对于 PX 来说，不论是一体化，亦或是非一体化装置均呈现亏损运行状态。9 月份开始 PX 产能投放期再度开启，中长期 PX 行业将进入阵痛期，非一体化装置及产能较小并生产成本偏高的老旧装置将被历史淘汰。

表 2.5.1：2020 年 PX 产能投放情况

地区	工厂	产能（万吨/年）	预计投产时间
中国	浙江石化	400	2019 年底和 2020 年初
中国	东营威联	100	2020 年 9 月 15 日
中国	中化泉州	80	2020 年 10 月
沙特	阿美 JAZAN 炼厂	60	2020 年 12 月
韩国	韩国现代	18	2020 年扩能
2020 年		658	

资料来源：CCFEI 南华研究

图 2.5.3：PX-石脑油价差走势



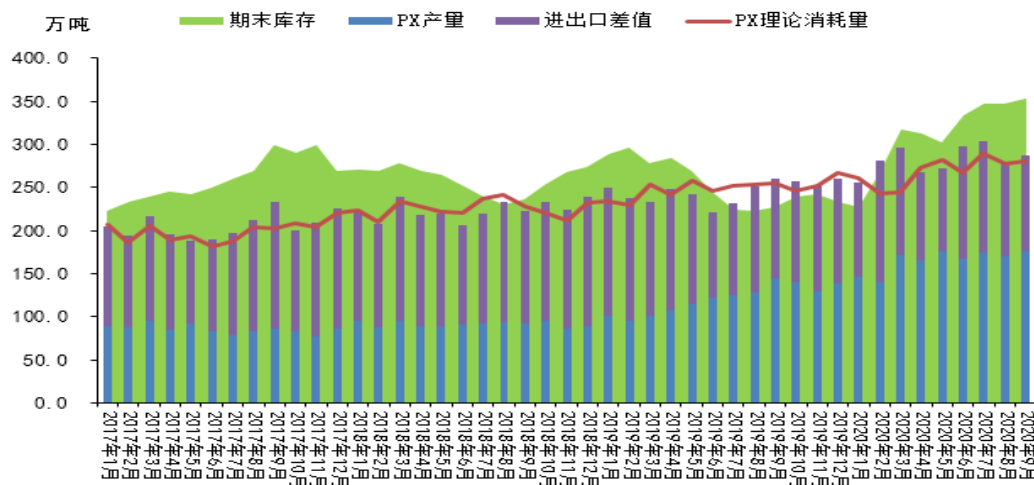
资料来源：Wind 南华研究

2.5.3. 需求增量出现，供需矛盾或缓和

年初浙石化 400 万吨新产能的投放，激化了整个 PX 市场的供需矛盾，社会理论库存升至历史最高水平，供需面的矛盾进一步加剧了 PX 市场的颓势。东营威联 100 万吨 PX 新装置已经投产，10 月份还有中化泉州 80 万吨项目在推进，供应端仍存增量压制，但四季度也有多套 PTA 装置计划投产，需求增量释放或带动供需矛盾缓和，库存高企的局面有望修复，叠加如此之低的加工差下，工厂运营压力巨大，工厂减产降负动作将增加，四季度 PX 利润将迎来修复，PX-石脑油价差回至 200 美金/吨区域仍有一定期待。

长期来说，国内 PX 企业一体化规模扩大，削减了进口货源的采购需求，国产货与进口货的竞争已经进入白热化阶段。面对持续收窄的盈利状况，日韩企业及部分中东地区凭借地理优势及成本优势向中国市场输出 PX 的能力，将逐步下滑，PX 实现国产化之路不可逆转。在这之前，PX 价格或长时间处于生产难以完全覆盖成本的局面，经历过阵痛期后，PX 行业才能凤凰涅槃，得到重生。

图 2.5.4：国内 PX 供需情况



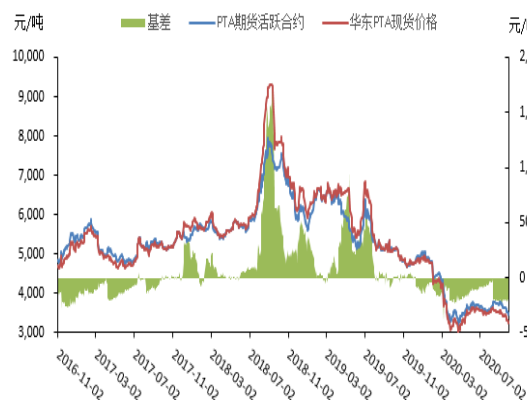
资料来源：CCF CCFEI 南华研究

第3章 价差结构及操作策略

3.1.1. 价差结构分析

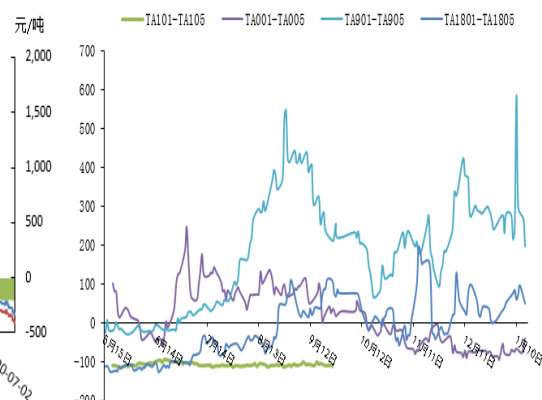
9 月份 PTA 仓单大量交割流入现货市场，现货市场流动性充裕，现货基差出现走弱，目前华东现货市场 10 月 10 日前货源报盘参考 2101 合约贴水 180 元/吨自提，新产能投放预期压制下，短期基差走强空间有限，10-11 月份更多的需要关注装置意外和检修情况，若如期兑现，基差或出现阶段性走强。对跨月价差结构来说，按照 0.5 元/吨/天的仓储费用和 6% 的资金利息来算，PTA 换月成本在 35 元/吨左右，由于 TA1,5 价差不涉及到仓单注销，若价差下跌至 [-130, -140] 区域正套头寸安全边际较高，但高库存压制下价差走强空间有限，若价差回升至 -100 上方可建立反套头寸。

图 3.1.1：2016-2020 年 PTA 基差变动



资料来源：Wind 南华研究

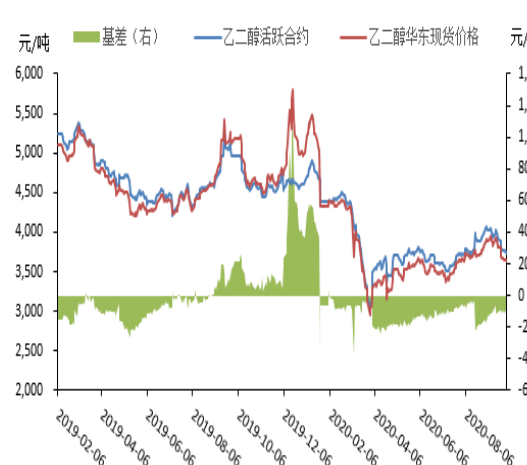
图 3.1.2：TA1,5 价差变化情况



资料来源：Wind 南华研究

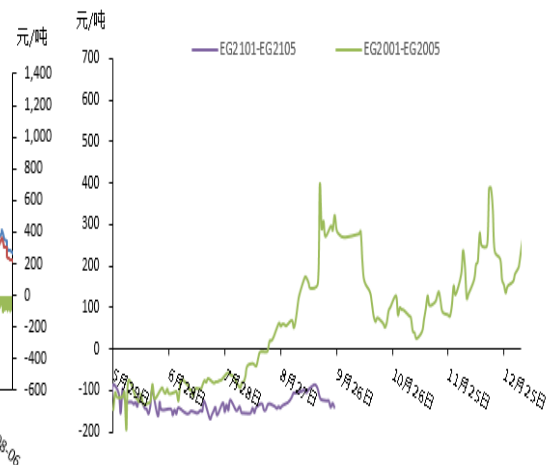
9 月份乙二醇亚欧市场套利窗口开启，部分亚洲贸易商寻求对欧洲地区出口，加之海外装置检修，引发现货较强缩紧预期，基差出现一波明显走强行情，短期去库格局下，基差仍有部分上涨空间，当然长期面临供应过剩压力，现货贴水仍是常态化。目前港口显性库存处于高位，难以进入实质性去库通道，EG1,5 价差上涨乏力，近期出现回调。乙二醇标准仓单每年的 3 月份最后 1 个交易日之前需要注销，特别是高库存下罐容有限，可能面临仓单无法重新注册的风险，我们认为等待去库周期接近尾声逢高建立反套头寸较佳。

图 3.1.3：2018-2020 年 EG 基差变动



资料来源：Wind 南华研究

图 3.1.4：EG 9,1 价差变化情况



资料来源：Wind 南华研究

3.1.2. 价格预测及操作建议

我们在此前的半年报中对下半年的价格区间进行了预测，PTA 价格的核心波动区域为 3400-4100 元/吨，EG 价格的核心波动区域为 3300-4100 元/吨，并认为若海外疫情

秋冬季二次爆发，价格将迎来二次探底。目前不管 PTA 和 EG 的走势基本符合此前预期，对于四季度行情，价格区间做一定修正，预计 PTA 价格的核心波动区域为 3200-3800 元/吨，EG 价格的核心波动区域为 3300-4000 元/吨。

经历二季度短暂的产能投放空窗期后，TA 和 EG 再度面临新产能扩张压力，而下游需求受到海外疫情冲击恢复相对缓慢，供需面承压明显，中长期对价格形成较强压制。当前时点处于秋冬季节，欧美地区疫情二次爆发风险加剧，需求端面临收缩风险，宏观情绪偏弱，叠加供需面压力，拖累 TA 和 EG 走势，价格二次探底。但市场最坏的阶段已经过去，加上绝对价格处于历史低位，我们认为前期低点附近仍存在较强支撑，继续做空性价比显然不高，逢低买入或是较好选择，当然未来价格的上涨更多还是依赖成本端的推动，对于 PTA 来说还包括上游 PX 利润的修复。相对于 EG 来说，PTA 供需面压力更大，四季度伴随着加工费的压缩，将迎来产能淘汰周期。对于中长期走势，我们维持原来判断，预计仍以底部宽幅震荡为主，难现趋势性上涨行情。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点