

弱预期低估值，PVC 谨慎偏弱

报告要点

基本面来看，PVC 价格重心仍可能走低，压力在于 1) 内需弹性不足，产能仍在释放，行业去库速率偏慢；2) 电石价格偏弱，烧碱波动空间收窄，氯碱综合成本小幅下移。不过，PVC 绝对价格偏低，国内刺激政策、市场情绪变化可能推动价格脉冲式反弹。

摘要

(一) 一季度回顾——弱现实延续，盘面价格走弱

2025 年一季度 PVC 在 5000-5350 元/吨区间震荡，价格重心缓慢下移，主要原因在于市场情绪降温，PVC 供需偏弱、成本重心下移。

(二) 二季度供需展望——需求弹性不足，PVC 产能仍在扩张

中观层面，关税风险可能使得二季度经济面临下行压力，但财政、货币政策储备充足或能实现有效对冲，关注政策力度。

需求层面，PVC 内需弹性仍难释放，粉料出口环比走弱，制品出口下行压力较大。国内视角，PVC 地产相关需求低迷，新开工、竣工仍下行；城市更新、城中村改造范围扩大，对 PVC 需求形成边际拉动。出口视角，Q1 外商为规避反倾销、BIS 政策而提前备货，PVC 出口放量。考虑印度财政偏紧，中国二季度 PVC 出口或透支。PVC 制品出口面临走弱风险，压力来自全球经济增长放缓、海外加征高额关税。

供应层面，产能加速扩张，检修季节性增加。一季度 PVC 产能投放 50 万吨，预计 5-6 月投产共 90 万，09 合约产能扩张压力相对较大。行业产能仍过剩，低利润压制供应弹性；4 月检修将增多，供应压力阶段缓解。

(三) 成本展望——电石偏弱&烧碱震荡，成本重心小幅下移

电石供增需弱，成本波动或不大，电石价格偏弱运行。警惕利润收缩至-600 元/吨左右，电石企业再次减产。若二季度 BDO 产能释放，电石过剩有望改善。

烧碱现货震荡为主，波动收窄。氧化铝投产环比减少，且存在减产风险；非铝需求由旺转淡，投机买涨不买跌，烧碱需求增长空间有限。二季度烧碱新增投产不多，但上游春季检修较少，供应偏过剩。不过，烧碱开工调整较为灵活，若亏损减产或者春检规模扩大，基本面压力将缓解。

能源化工组：

研究员：

杨晓宇

从业资格号：F03086737

投资咨询号：Z0020561

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

（四）总结——弱预期低估值，盘面谨慎偏弱

基本面来看，PVC 价格重心仍可能走低，压力在于 1) 内需弹性不足，产能仍在释放，行业去库速率偏慢；2) 电石价格偏弱，烧碱波动空间收窄，氯碱综合成本小幅下移。不过，PVC 绝对价格偏低，国内刺激政策、市场情绪变化可能推动价格脉冲式反弹。

风险因子：1) 政策博弈；2) 成本大幅波动；3) 需求超预期改善

目录

一、 2025 年一季度回顾——弱现实延续，盘面震荡运行.....	5
二、 二季度供需展望——需求弹性不足，PVC 产能仍在扩张.....	5
（一） 宏观中观——政策工具充足，国内地产待修复，基建增速提升	5
（二） 内需——需求仅边际改善，弹性难释放	7
（三） 净出口——粉料出口增速或回落，贸易战压制 PVC 制品销售	7
1. 印度需求不振、政策扰动，中国 PVC 粉料出口将环比走弱	8
2. 全球经济增速放缓，贸易战频发，PVC 制品出口承压	8
（四） 供应——产能加速扩张，检修季已来临	9
三、 二季度成本展望——电石偏弱&烧碱震荡，成本重心小幅下移	11
（一） 兰炭——煤价重心下移，兰炭价格跟随	11
（二） 电石——供需错配，利润再次承压	12
（三） 烧碱——供需弹性较大，现货震荡为主	13
四、 总结——弱预期低估值，PVC 谨慎偏弱	15

图表目录

图表 1： PVC 价格与基差 单位：元/吨	5
图表 2： PVC 总库存 单位：万吨	5
图表 3： 山东外购电石氯碱综合利润 单位：元/吨	5
图表 4： PVC 平均开工率 单位：%	5
图表 5： 地产新开工、施工与竣工 单位：%	6
图表 6： 房企资金来源 单位：%	6
图表 7： 新开工及投资增速 单位：%	6
图表 8： 新开工对竣工领先性 单位：%	6
图表 9： 70 个大中城市二手房价格指数	7
图表 10： 地方政府新增专项债发行进度	7
图表 11： 新开工、竣工与 PVC 表需累计同比 单位：%	7
图表 12： 下游开工 单位：%	7
图表 13： PVC 出口量（中国） 单位：万吨	8

图表 14: 印度 PVC 进口量 单位: 万吨	8
图表 15: 美国: 批发商: 木材及其他建材: 零售额、库存同比 单位: %	9
图表 16: PVC 地板出口量 单位: 万吨	9
图表 17: PVC 产能及对应增速 单位: %	9
图表 18: PVC 平均开工率 单位: %	9
图表 19: PVC 总库存 单位: 万吨	9
图表 20: PVC 社会库存 单位: 万吨	9
图表 21: 山东外购电石氯碱综合利润 单位: 元/吨	10
图表 22: 西北一体化氯碱综合利润 (自备电石) 单位: 元/吨	10
图表 23: 2025 年 PVC 规划投产 单位: 万吨	10
图表 24: 2025 年 PVC 供需平衡表 单位: 万吨	11
图表 25: 中国环渤海港口动力煤价格 单位: 元/吨	11
图表 26: 环渤海港口总库存 单位: 万吨	11
图表 27: 电石开工 单位: 万吨、%	12
图表 28: 电石利润 单位: 元/吨	12
图表 29: 2025 年电石规划投产 单位: 万吨	12
图表 30: 2025 年 BDO 规划投产 单位: 万吨	12
图表 31: 烧碱开工率 单位: %	13
图表 32: 晋豫氧化铝利润 单位: 元/吨	13
图表 33: 江浙印染开机 单位: %	13
图表 34: 外卖液氯&烧碱企业利润 单位: 元/吨	13
图表 35: 2025 年烧碱规划投产 单位: 万吨	14
图表 36: 国内氧化铝投产进度表 (万吨)	14

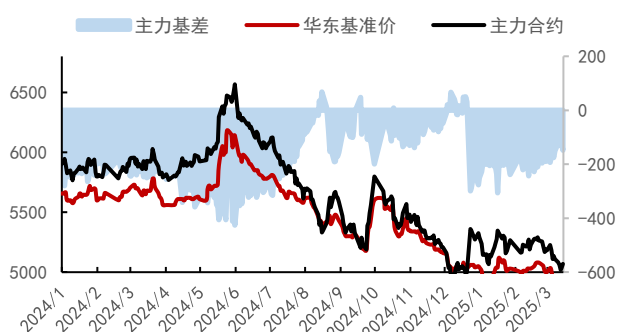
一、2025 年一季度回顾——弱现实延续，盘面震荡运行

2025 年一季度 PVC 在 5000-5350 元/吨区间震荡，价格重心缓慢下移。

1-2 月 PVC 价格在 5200 元/吨附近波动，上行支撑为乐观政策预期，下行压力来自 PVC 春节期间累库以及氯碱综合成本重心下移。

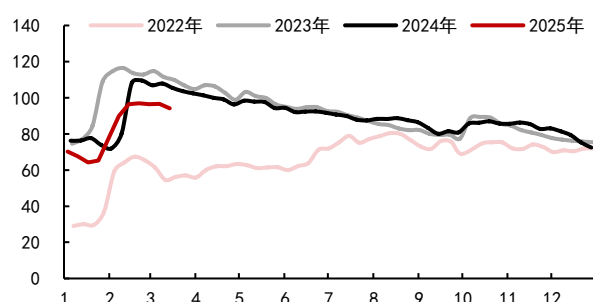
截止 3 月中下旬，盘面价格由 5300 元/吨跌至 5000 元/吨，主要原因在于市场情绪降温、PVC 旺季需求不佳，具体表现为 1) 两会结束，国内政策落地，市场预期兑现；2) 美国就业数据大幅走弱，经济前景预期悲观；3) PVC 高库存去化缓慢，氯碱综合成本下移至 5200 元/吨。

图表1：PVC 价格与基差 单位：元/吨



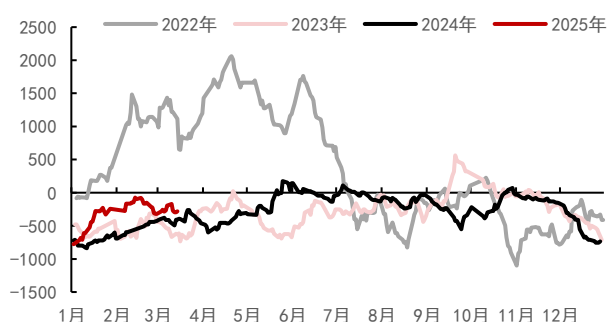
资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表2：PVC 总库存 单位：万吨



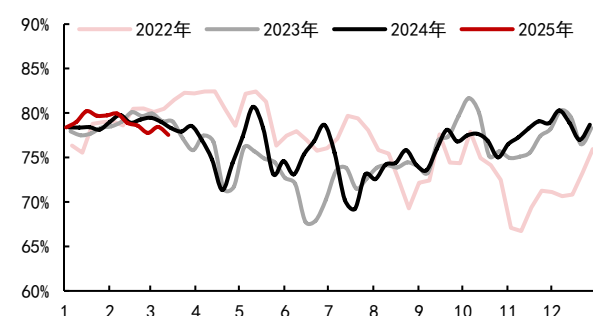
资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表3：山东外购电石氯碱综合利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表4：PVC 平均开工率 单位：%



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

二、二季度供需展望——需求弹性不足，PVC 产能仍在扩张

（一）宏观中观——政策工具充足，国内地产待修复，基建增速提升

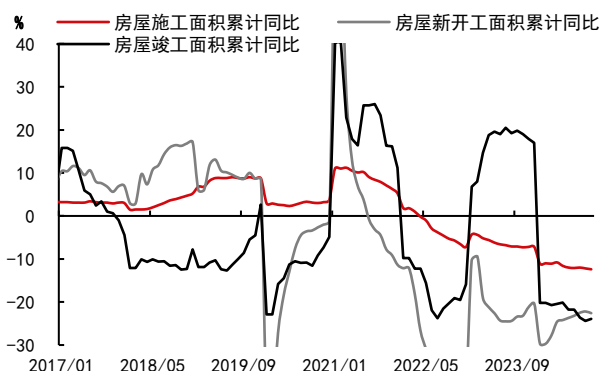
关税风险可能使得二季度经济面临下行压力，但财政、货币政策储备充足或能有效对冲。2024 年

四季度以来，财政政策体现出加强逆周期调节并利用中央财政扩张有效化解地方债务风险的决心。2025 年财政用于稳增长、扩投资、促消费、化债务、保民生的各项工具规模均有不同程度扩大，为我国经济注入内在稳定性。在扩内需的政策定调之下，降息、再贷款等货币政策亦可期。

地产方面，地产量价企稳前，预计政策将持续推进。市场传导链条为，政策发力推动二手房成交放量，进而促使二手房成交价企稳，最终带动新房市场改善。从二手房房价表现来看，2025 年 1 月一线城市二手房住宅均价止跌回稳，二线、三线无明显改善。不过，3 月房地产市场再次降温，70 城二手房住宅均价环比下滑 0.42%，反映出居民对房价的悲观预期尚未扭转，地产走出周期底部的时间偏长。遵循修复居民资产负债表、止跌回稳的思路，未来地产政策或更加积极有为。从新房市场来看，1-2 月新开工、竣工面积同比增速分别为-29.6%、-15.6%。拿地少、房企开工意愿较弱，将持续制约新开工修复。竣工仍受新开工指引，延续下滑态势，建材相关需求难以释放。

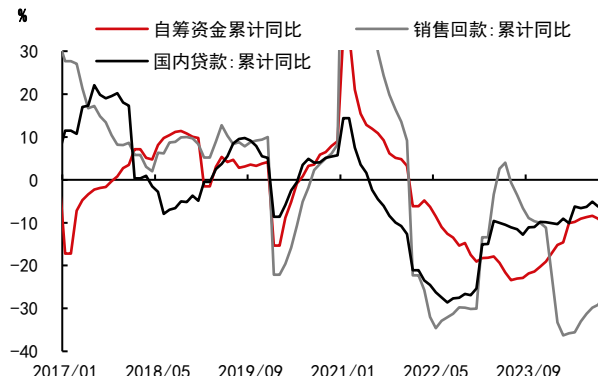
基建方面，财政政策持续加码为基建提供了有力的资金保障。2025 年财政赤字率升至 4%，专项债扩容至 4.4 万亿元，叠加 1.3 万亿元超长期特别国债，资金规模创历史新高。作为“3 年 6 万亿”政策的一部分，2025 年继续发行 2 万亿元特殊再融资债，2024 年的 2 万亿集中在 2024 年 11-12 月发行，因此上半年地方政府的化债资金更为宽裕，基建项目落地效率有望提升。

图表5：地产新开工、施工与竣工 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表6：房企资金来源 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表7：新开工及投资增速 单位：%



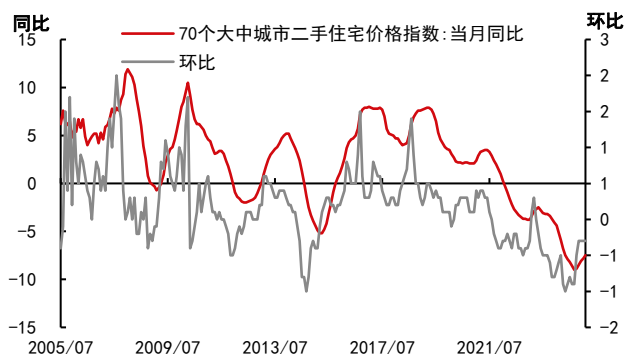
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：新开工对竣工领先性 单位：%



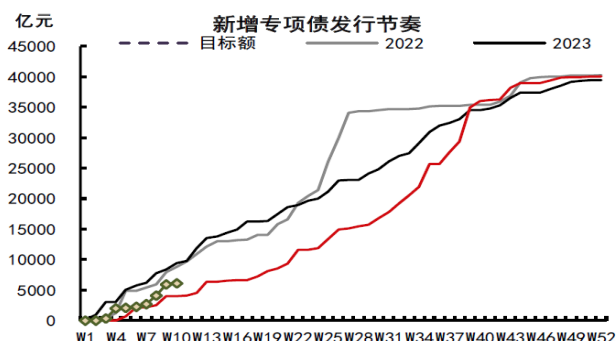
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表9：70 个大中城市二手房价格指数



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表10：地方政府新增专项债发行进度



资料来源：Wind 中信期货研究所

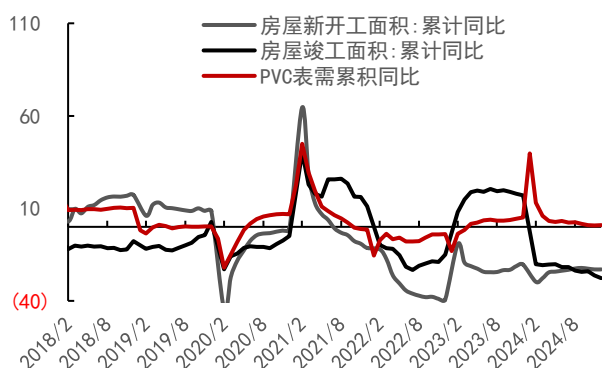
（二）内需——需求仅边际改善，弹性难释放

一季度 PVC 内需表现无亮点，主要是国内地产修复进程缓慢、基建对 PVC 需求带动有限、居民消费动能不足。

展望二季度，PVC 内需弹性仍难释放，上述中观压制依然存在。PVC 地产相关需求低迷，一是受去库存、土地市场提质缩量等因素影响，新开工处于收缩调整期；二是根据新开工指引，竣工仍处于下行周期。2025 年化债资金充裕减轻了地方政府的负担，基建继续向民生领域倾斜，城市更新、城中村改造范围扩大，对 PVC 需求形成边际拉动。

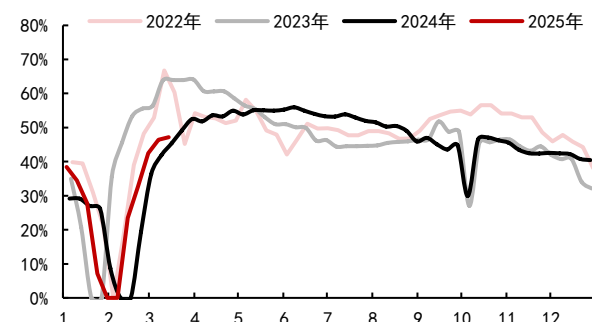
微观层面，下游成品与原料库存同比仍偏高，预计二季度仍处于主动去库阶段。若下半年，中央财政发力有效缓解地方政府债务压力、房价和股市的修复带来的财富效应对消费支撑逐步显现，企业、居民部门的预期改善，PVC 可能进入被动去库。

图表11：新开工、竣工与 PVC 表需累计同比 单位：%



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表12：下游开工 单位：%



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

（三）净出口——粉料出口增速或回落，贸易战压制 PVC 制品销售

1. 印度需求不振、政策扰动，中国 PVC 粉料出口将环比走弱

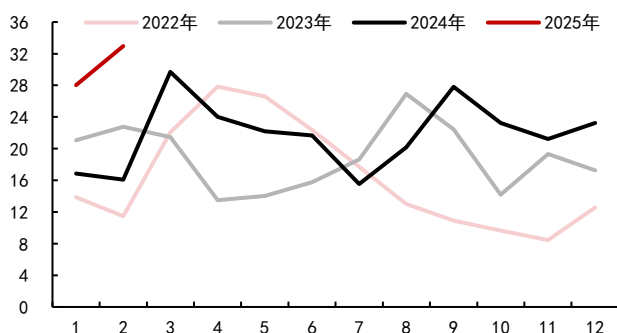
2025 年 1-2 月中国 PVC 粉出口 61 万吨，同比+85%。据了解，出口放量并非是海外需求爆发，而是外商为规避反倾销、BIS 政策去提前备货。从总量来看，外需增长放缓、一季度中国 PVC 出口前置，二季度中国 PVC 出口增速或回落至 5%以内。

印度需求弹性、贸易政策对中国 PVC 出口有显著影响，具体分析如下。

2025 年印度 PVC 进口增长空间可能不足，主要原因是印度财政赤字缩减。自 2024 年以来，印度政府的财政政策较为克制，2025/2026 财年财政赤字目标为 GDP 的 4.4%，低于 2024/2025 财年的 4.8%。

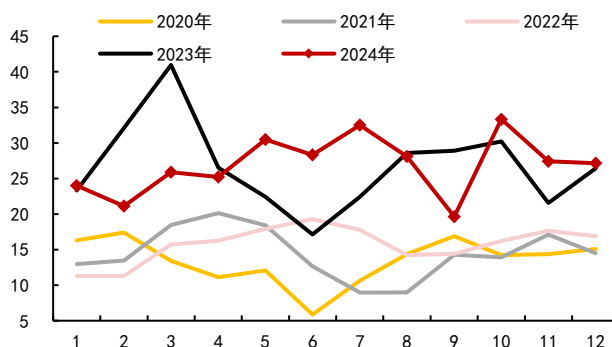
印度 BIS 认证、反倾销将扰动中国 PVC 出口节奏。反倾销方面，2025 年 3 月 25 号反倾销终审即将落地，关注中国税率是否具有优势。2024 年 11 月印度反倾销初步落地，中国关税暂定 82-167 美元/吨，高于大部分日本（54-147 美元/吨）、韩国（0-161 美元/吨）、台湾（25-163 美元/吨）和泰国（54-184 美元/吨）PVC 出口企业。若中国反倾销税率仍高于其他区域，中国 PVC 面临失去低价出口优势的风险。BIS 认证方面，中国暂未有企业获得 BIS 认证，全球获得认证的工厂仅 9 家。考虑 2026 年印度信实 150 万产能投产之前印度 PVC 仍面临巨大供应缺口，原定 2025 年 6 月 24 号的 BIS 生效时间有可能再次推迟。

图表13：PVC 出口量（中国） 单位：万吨



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表14：印度 PVC 进口量 单位：万吨



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

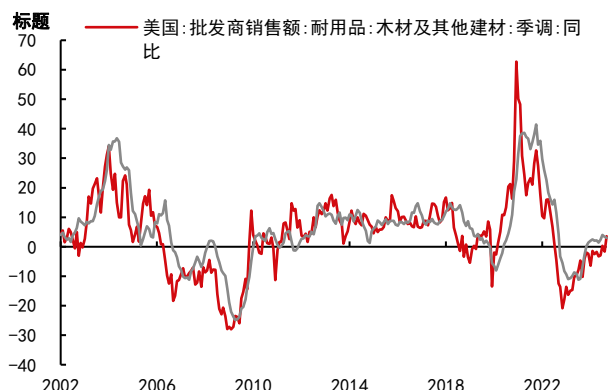
2. 全球经济增速放缓，贸易战频发，PVC 制品出口承压

PVC 地板出口面临走弱风险，压力来自全球经济增速放缓、海外加征高额关税。

美国主动补库周期结束，一方面 1 月美国批发商木材及其他建材库存同比+3.02%，已连续 2 个月下滑。另一方面，美国制造业 PMI 在荣枯线上下波动，经济表现疲软。中国外需的基本面支撑减弱，PVC 相关制品的出口增速将下滑。

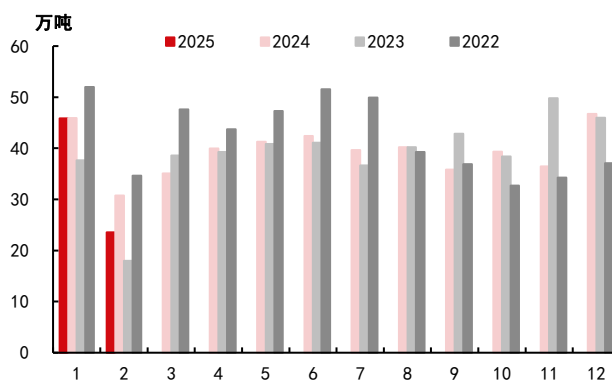
贸易摩擦不断，PVC 制品出口再受拖累。以 PVC 铺地制品为例，2023 年中国对美国的 PVC 地板出口份额为 43%，2024 年该份额下滑至 31%，预计 2025 年出口量延续下滑。2025 年 3 月 3 日，特朗普签署行政命令，自 2 月 4 日对华加征 10%关税后，3 月 4 日对华追加额外 10%的关税。此外，特朗普宣称将在 4 月 2 日征收广泛的对等关税，并针对特定行业征收额外关税（未透露行业明细）。在关税影响下，中国出口美国的 PVC 制品量将进一步下降。

图表15：美国：批发商：木材及其他建材：零售额、库存同比 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表16：PVC 地板出口量 单位：万吨



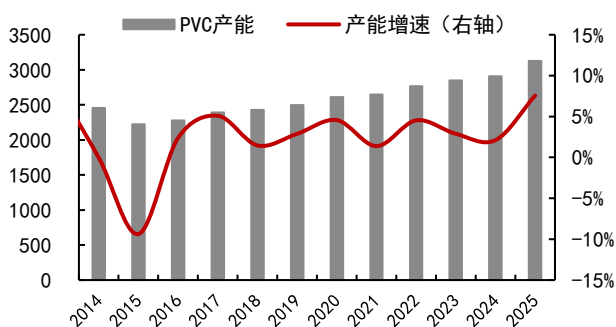
资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

（四）供应——产能加速扩张，检修季已来临

2025 年规划投产的产能共计 240 万吨，产能增速 7.8%。新浦 PVC 产能分别在 2024 年 12 月、2025 年 2 月投放 25 万吨，其他装置预计 5-6 月投产共 90 万，09 合约产能扩张压力相对较大。

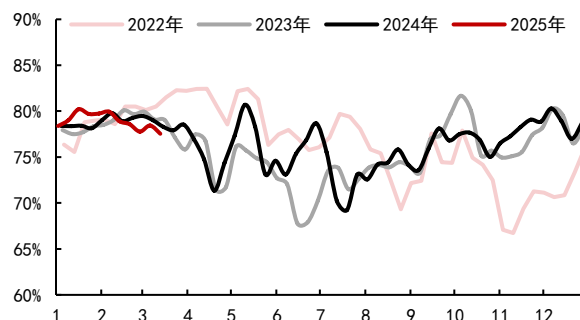
行业产能仍过剩，低利润压制供应弹性；4 月检修将增多，供应压力阶段缓解。从存量装置运行来看，近年山东氯碱综合利润[-800, 0]元/吨，长期处于偏低水平；西北一体化装置利润[0, 700]元/吨，也是近几年低位区间。低利润压制 PVC 的供应弹性，山东、河南边际装置低负荷运行，产能清出过程偏慢。从检修来看，2-3 月检修较少；4 月季节性检修达到高峰，产量环比下滑；5-6 月检修相对较少，加之新装置投产，PVC 产量再次回升。

图表17：PVC 产能及对应增速 单位：%



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

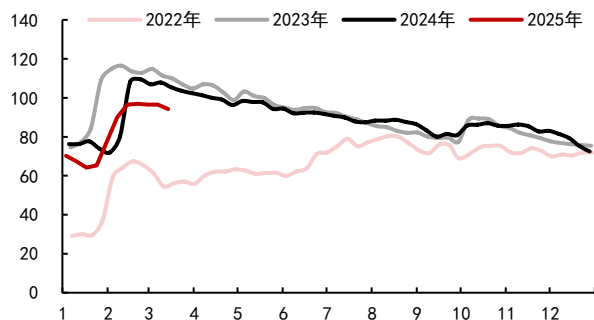
图表18：PVC 平均开工率 单位：%



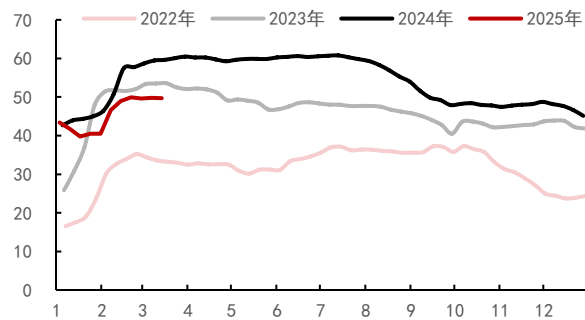
资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表19：PVC 总库存 单位：万吨

图表20：PVC 社会库存 单位：万吨

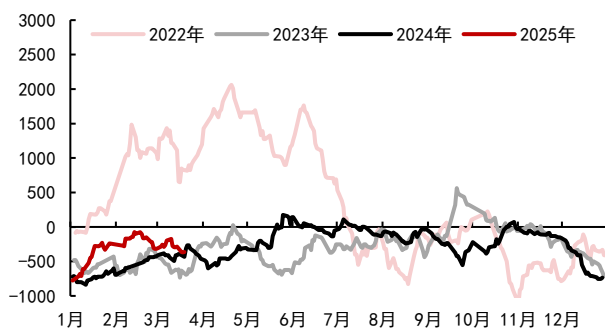


资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所



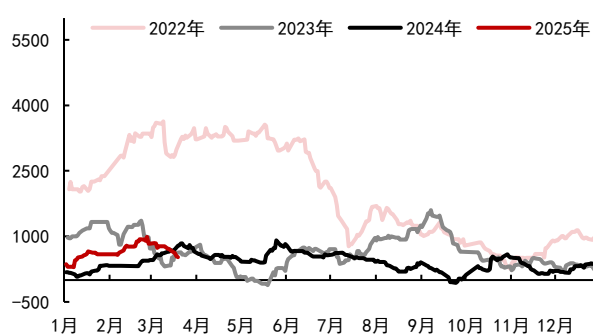
资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表21：山东外购电石氯碱综合利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表22：西北一体化氯碱综合利润（自备电石） 单位：元/吨



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表23：2025 年 PVC 规划投产 单位：万吨

区域	企业名称	工艺	产能	投产进度
陕西	陕西金泰二期	电石法	30	一期已投，二期待投
江苏	新浦化学	乙烯法	50	2024 年 12 月-2025 年 2 月
山东	青岛海湾	乙烯法	20	2025Q2
福建	福建万华二期	乙烯法	40	2025Q2
浙江	嘉化能源	乙烯法	30	2025Q2
天津	天津大沽二期	乙烯法	40	2025Q3
甘肃	甘肃耀望	电石法（无汞）	30	2025 年
总计			240	

资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

图表24：2025 年 PVC 供需平衡表 单位：万吨

	一季度	二季度	三季度	四季度	全年	增速
国内产量	597	579	572	600	2349	3%
进口	6	6	5	5	22	-39%
出口	63	68	64	68	262	15%
净进口	(56)	(62)	(58)	(63)	(240)	25%
全部供应	541	517	514	537	2109	0.5%
表观需求	515	528	522	549	2113	0.9%
库存变化	26	-11	-9	-12	-4	

资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

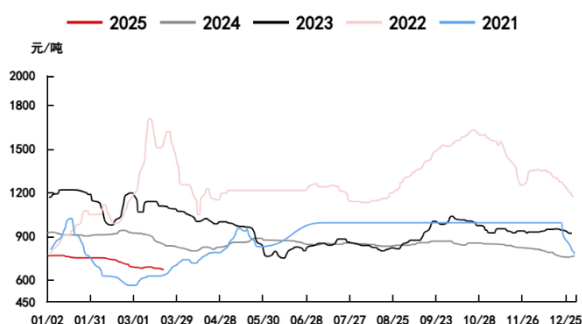
三、二季度成本展望——电石偏弱&烧碱震荡，成本重心小幅下移

（一）兰炭——煤价重心下移，兰炭跟随磨底

自 2024 年底以来，长协要求松绑和冬季需求预期落空，1-2 月煤价出现加速下行。截至 3 月 24 日，环渤海港口 5500 大卡动力煤价格已经较年初下跌 94 元/吨，跌幅达 12%。

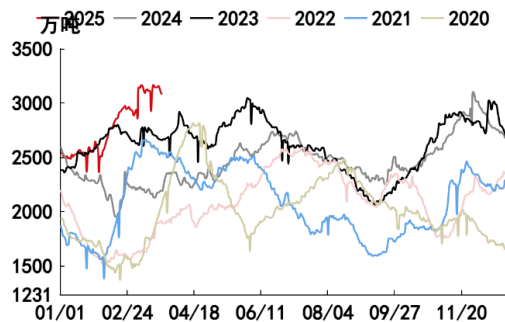
从当前的高库存和未来 1-2 月弱需求的角度看，煤价尚未走完筑底阶段。相比于等待需求改善，产业链的平衡更需要从上游入手，或减少进口需求、或控制生产节奏、或提高洗选标准，因此二季度需关注供应调节的可能性。此外，需密切关注下游去库进展，若进入夏季之前下游能有效去库，则旺季煤炭仍有反弹概率，反之则反弹空间承压。兰炭市场过剩，以跟随煤价波动为主。

图表25：中国环渤海港口动力煤价格 单位：元/吨



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表26：环渤海港口总库存 单位：万吨



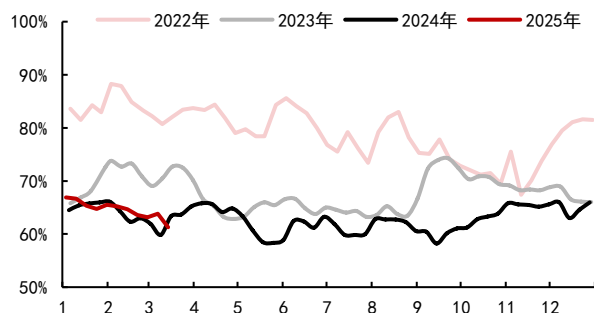
资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

（二）电石——供需错配，利润再次承压

2-3 月兰炭价格偏弱，而电石价格上行，电石利润由-600 元/吨修复至-100 元/吨。主要原因在于，1）陕西电力成本较高，部分企业出现停产或降负荷的情况；2）电石企业的短期检修增多；3）3 月内蒙部分企业计划性用电额度有限，电石开工难以实现大幅度提升。

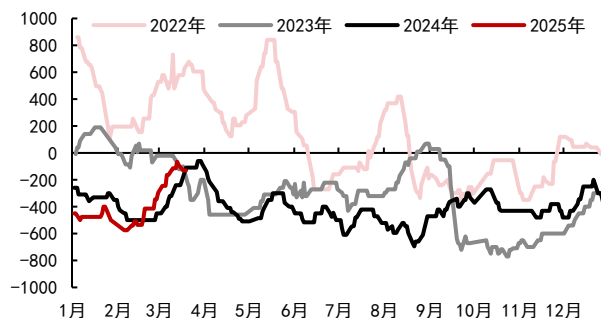
二季度电石供需错配，成本波动或不大，电石价格偏弱运行。内蒙限电影响将减弱，乌海地区前期处于检修状态的装置陆续恢复生产，加之高利润促使企业积极开工，电石供应呈增长的趋势。3 月 PVC 检修以乙烯法为主，4 月电石法 PVC 装置检修增多，电石供需或错配，利润将再次收缩。警惕利润收缩至-600 元/吨左右，电石企业再次减产。从新增投产来看，电石投产兑现较慢，若二季度 BDO 产能释放，电石过剩有望改善。

图表27：电石开工 单位：万吨、%



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表28：电石利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表29：2025 年电石规划投产 单位：万吨

区域	企业名称	产能	投产进度
陕西	甘肃鸿丰	15.0	2025 年
内蒙	内蒙东源	16.0	2025 年
内蒙	内蒙三联	32.4	2025 年
吉林	双辽天威	30.0	2025 年
内蒙	乌海广锦	48.4	2025H2
总和		141.8	

资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

图表30：2025 年 BDO 规划投产 单位：万吨

区域	企业名称	产能	投产进度
----	------	----	------

新疆	美克五期	10.0	2025Q2
湖北	华鲁恒升	20.0	2025Q2
陕西	山西同德	24.0	2025Q2
内蒙	乌海广锦	30.0	2025Q3
新疆	中泰金晖一期	31.2	2025 年
总和		115.2	

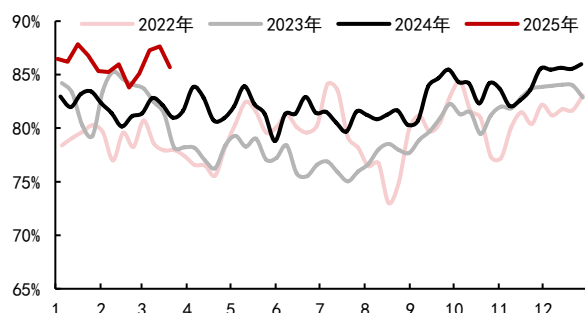
资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

（三）烧碱——供需弹性较大，现货震荡为主

Q1 烧碱现货价格先扬后抑，带动 PVC 氯碱综合成本先低后高。

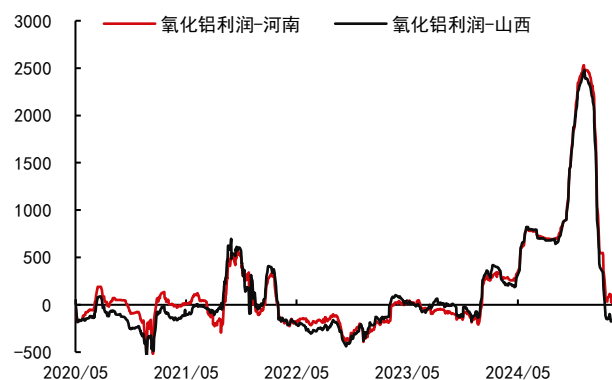
烧碱以震荡为主，波动空间将收窄，对 PVC 综合成本影响降低。供应层面，二季度烧碱新增投产不多，存量装置开工弹性较大；若上游春季检修较少，烧碱偏过剩。需求层面，海内外氧化铝投产规模环比下降，且边际装置存在减产风险，烧碱需求弹性受压制；非铝下游 3-4 月旺季表现一般，5-6 月将转入淡季。由此可见，高开工下，烧碱有一定过剩压力；若上游减产/检修或者下游补库等利多出现，烧碱现货存在阶段反弹，反之，现货仍将围绕成本定价。

图表31：烧碱开工率 单位：%



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

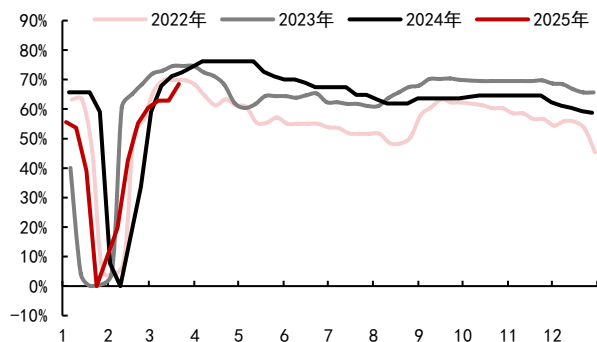
图表32：晋豫氧化铝利润 单位：元/吨



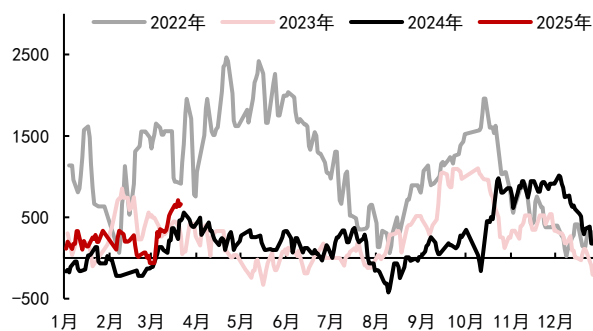
资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表33：江浙印染开机 单位：%

图表34：外卖液氯&烧碱企业利润 单位：元/吨



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所



资料来源：Wind 隆众 卓创 中信期货研究所

图表35：2025 年烧碱规划投产 单位：万吨

区域	企业	产能	时间
山东*	青岛海湾	20	2025 年 5-6 月
浙江	浙江嘉化	11	2025 年 5-6 月
湖北	葛化华祥	20	2025Q2
天津*	天津渤化	30	2025Q3
重庆	嘉利合	30	2025Q4
贵州	贵州金泊	10	2025Q4
河北*	河北吉诚	15	2025Q4
河北*	河北临港	15	2025Q4
甘肃	甘肃耀望	30	2025 年
贵州	贵州江山	30	2025 年
四川	四川鑫盛源	5	2025 年
重庆	映天辉氯碱	20	2025 年
江西	九二盐业	6	2025 年
总计		242	

资料来源：Wind 隆众 中信期货研究所

图表36：国内氧化铝投产进度表（万吨）

	25. 01	25. 02	25. 03	25. 04	25. 05	25. 06	25. 07	25. 08	25. 09	25. 10	25. 11	25. 12	合计
山东魏桥	100		-150	100	置换产能退出时间不定			100					150
华昇二期	100			100									200
创源新材	100												100
文丰新材				160			160				160		480
九龙万博										100			100
广投临港							100						100
鲁北海生												50	50
合计	300	0	-150	360	0	0	260	100	0	100	160	50	1180

资料来源：SMM 阿拉丁 中信期货研究所

四、总结——弱预期低估值，PVC 谨慎偏弱

基本面来看，PVC 价格重心仍可能走低，压力在于 1) 内需弹性不足，产能仍在释放，行业去库速率偏慢；2) 电石价格偏弱，烧碱波动空间收窄，氯碱综合成本小幅下移。不过，PVC 绝对价格偏低，国内刺激政策、市场情绪变化可能推动价格脉冲式反弹。

风险因子：1) 政策博弈；2) 成本大幅波动；3) 需求超预期改善

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。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中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>