

# 自然赐予，原油时代

——2013 七盏明灯系列之美的明灯·化工

## 核心内容

大宗商品价格将回归基本面

2013 年全球经济将温和复苏，宏观性系统风险事件将显著减少，大宗商品需求也将迎来温和复苏，大宗商品的价格将更多由自身基本面所主导。

原油供应改善，甲醇供需矛盾仍存

2013 年非欧佩克成员国原油供应的改善将成为供需方面最大的变化，以中国印度为代表的新兴国家仍将是原油消费增加的主力军。甲醇受制于煤价的“寻底”过程，2013 年国内煤制甲醇的生产成本将会继续下降。国内经济的温和复苏及甲醇下游煤质烯烃，甲醇汽油推广力度的加大，将使得下游需求较 2012 有所改观，但供需过剩矛盾仍然严峻。

原油及甲醇价格重心将下移

在国内换届后经济及货币政策未发生较大转变及国内页岩气开采未取得实质性进展的前提下，我们认为 2013 年原油全年均价有望保持在 90-95 美元/桶，较 2012 年 95 美元/桶的均价略微下降。甲醇综合考虑成本及供需方面的因素，我们认为甲醇期货 2013 年全年的均价也会较 2012 年有所下降，但甲醇期货的活跃度随着西北、华南地区交割库的设立将显著增强。

\* : [dept\\_paqhyjs@pingan.com.cn](mailto:dept_paqhyjs@pingan.com.cn)

研究所 化工研究小组

\* : [dept\\_paqhtzzxb@pingan.com.cn](mailto:dept_paqhtzzxb@pingan.com.cn)

投资咨询部 整理/分发

! : 牟宏博

☎:86-755-82532648

\* : [mouhongbo698@pingan.com.cn](mailto:mouhongbo698@pingan.com.cn)

& : 期货从业资格:F0271813

& : 投资咨询资格:Z0002055

## 相关报告

1、震荡回升，三千可期——甲醇年中策略报告

2012.07.12

2、以逸待劳，后发先至——化工 2012 年度策略报告

2011.12.26

## 《2013之七盏明灯》系列序言

有闪电，声音，雷轰，从宝座中发出。又有七盏火灯在宝座前点着，这七灯就是神的七灵。<sup>1</sup>

掌管巨额资产的财富管理者正在对投资者发出警告，他们亦引用了圣经中的一句话：“七年饥荒。”(Seven lean years)。

“七”这个数字在圣经中一直受到青睐，对悲观者而言，看到的是衰退，而我们此时借用“七”的意象来构筑年度策略报告，却是力图从悲观中寻找曙光的指引。2012年，在全球经济二次探底的警醒声中，一方面，大宗工业品虽然掀起几轮反弹，但仅构成下跌中继；原油黄金虽然借助 LTR0、QE3 与地缘政治的刺激上冲，却再难以逾越前高；另一方面，美股、东南亚股市反而创出 2008 年反弹以来的新高，受益于天气炒作的豆类等农产品也走出一番新天地。今年资本市场的整体表现，恰与我们 2010 年以来所提出的全球商品“熊市三部曲”的判断吻合，即金属-原油黄金-农产品的轮动线路得到确认。展望 2013，市场或将延续此前的主线，“熊市三部曲”存在继续发酵的可能。

2012 年的中国期货市场，可谓一半是海水，一半是火焰。如今，年底临近，展望 2013 蛇年，行情的曲折逶迤程度或并不亚于龙年。在当前日益复杂的宏观趋势、政策变幻、市场动荡的背景下，继“2012 年之资本大弈局”系列后，平安期货研究所推出“2013 之七盏明灯”系列策略报告，紧扣当前“衰退与复苏”的市场主线，试图从多市场、多品种的角度深度剖释商品与股指期货的牛熊周期拐点。

在系列报告中，我们立足于全球经济及商品结构周期的大图景下，着力将宏观视野开拓致远，与之相辅相成的还有对产业的深入挖掘。既海涵各种核心驱动因素、政经背景，又审度回溯历史牛熊周期痕迹与事件变迁，一切，只为了让读者厘清金融市场脉络，感受混沌行情中的曙光与机遇。

明睹世间本质，真理环汝四周，诸物一目了然。2012，有长夜黑暗之处，密布险恶，也有白昼光明之处，勃勃兴旺。2013，我们聆听造物主赐予的声音，寻觅些微光明的启示，正如黑暗中看到的七盏明灯，或是点燃市场的希望。

<sup>1</sup> 《圣经·启示录 4 章 5 节》

---

## 摘 要

---

**大宗商品价格将回归基本面。**2013 年，中国经济延续触底后的回升态势；美国经济则在上半年来经历“财政悬崖”短期阵痛后，下半年也会有所反弹；而明年欧元区国家经济将稳定在低增速态势。全球经济将温和复苏，宏观系统性风险事件将显著减少，大宗商品的价格将更多由自身基本面所主导。

**美元及地缘政治对原油影响弱化。**我们预计 2013 年美元相对较为平稳，不会出现暴涨暴跌的现象，对于油价的影响力相对较小；政治因素看，伊朗地缘政治因素在 2012 年已基本得到消化，2013 年进一步推升油价的可能性也相对较小。

**页岩气短期对油价难以构成有效冲击。**页岩气开采对大宗商品长期价格产生利空影响。从长期来看，乙烯产量的提升将影响塑料及 PVC 的基本面，气煤比价的变化对国内煤制甲醇影响较大，页岩气还将减弱 PTA 的成本支撑，调整橡胶的供需结构。

**原油供应改善，需求抑制价格。**2013 年欧美经济的复苏进程依然较为缓慢，中国经济的增长也面临较大的挑战，加之页岩气、油页岩等非常规能源对原油需求的冲击，预计 2013 年原油需求增长将有所放缓。而非 OPEC 各国供应的持续改善将使得供给的增加量大于需求的增加量。因而我们预计 2012 年原油全年均价有望保持在 90-95 美元/桶，较 2012 年有所下降。

**甲醇重心下移，季节性规律仍存。**2013 年国内煤制甲醇的生产成本将会继续下降。国内经济的温和复苏及甲醇下游煤质烯烃，甲醇汽油推广力度的加大，将使得下游需求较 2012 有所改观，但供需过剩矛盾仍然严峻。价格运行方面，以往甲醇现货季节性的规律仍将适用。全年来看，一季度多有一波春节备货行情诱发的上涨，二季度多由宏观面主导走势，三季度由于生产装置的停工检修，下游消费的集中启动价格易形成年内高点，四季度由于淡季的到来价格多以下跌为主。

## 目 录

《2013 之七盏明灯》系列序言 .....	2
摘 要 .....	3
引子 原油时代来临 .....	5
原油供应改善，需求抑制价格 .....	6
一、原油高位震荡，BRENT 与 WTI 溢价仍存 .....	6
二、供应增长快于需求增长将抑制价格上行 .....	8
三、页岩气短期对油价难以构成有效冲击 .....	11
四、金融属性将降低，需求决定价格高度 .....	14
煤价拖累走势，关注新兴需求 .....	14
一、甲醇期货对甲醇行业影响深远 .....	14
二、煤价“寻底”将拖低甲醇价格运行重心 .....	16
三、产能过剩将极大程度制约甲醇上涨高度 .....	19
四、适当关注新兴需求对甲醇消费的拉动 .....	20
五、2013 年甲醇季节性规律仍然有效 .....	21
系统性风险减少，供需主导价格 .....	22
一、大宗商品价格将回归基本面 .....	22
二、原油供应改善，价格重心下移 .....	22
三、煤价“寻底”将拖低甲醇价格 .....	22
图 表 .....	23

## The Lamp of Beauty 美的明灯

序：美，发自内心的力量。原油是大自然的赐予，却给 2013 年的中国期货市场带来无数期待。从 11 年的橡胶到 12 年的甲醇，化工领域从来是群雄纷起，这一年，原油能否僭越称王？

---

## 引子 原油时代来临

---

2013 年，有“大宗商品之王”美称的原油将在国内期货市场上市，“国际平台、净价交易、保税交割”的设计特点，以及 2012 年 12 月 1 日新的《期货交易管理条例》的实施，为境外投资者进入国内期货市场扫清了障碍。原油期货的上市，将引燃国内外机构参与国内期货市场的热情，同时也会对国内目前已经上市的化工品期货产生深刻的影响。

美国页岩气的开采使得美国从以前的天然气进口国变为出口国，2012 年中国也拉开了页岩气开采的序幕工作，各片区页岩气的开采工作陆续进入了招标阶段。页岩气较原油、煤炭等传统能源巨大的成本优势将改变现有的能源格局，从长期来看，对国内期货市场上市的品种也将间接产生重要的影响。

甲醇期货上市一年来，期货市场的定价功能得到了充分的发挥，对现货行业的生产经营也产生了巨大的影响。2013 年随着甲醇汽油推广力度的加大、甲醇制烯烃装置的陆续投产，甲醇行业产能过剩的矛盾可能会相对减缓。

本篇报告正是基于以上的背景，通过对 2013 年原油供需情况的研究，得出了原油未来价格将高位震荡的观点，其中也穿插介绍了页岩气开采对不同化工品期货影响的内容；在甲醇篇部分，重点分析了甲醇上游煤炭价格的走势，以及下游甲醇汽油、甲醇制烯烃的情况。

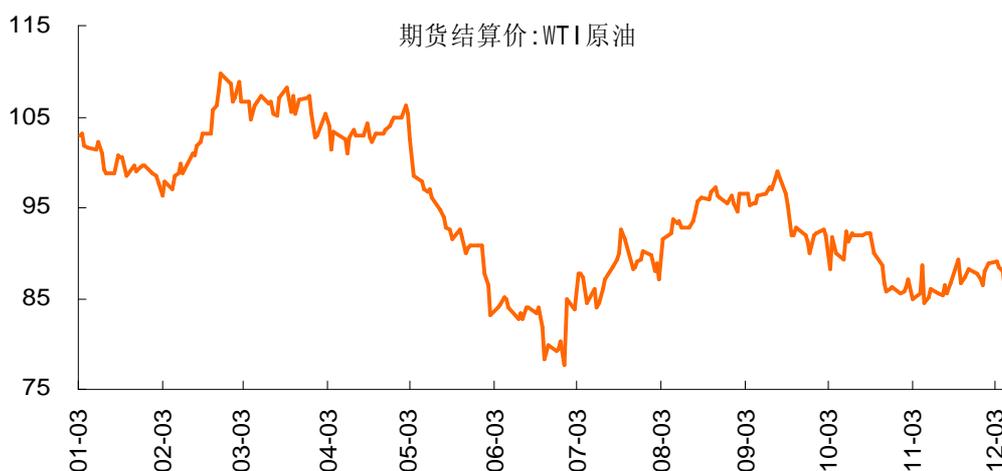
## 原油供应改善，需求抑制价格

### 一、原油高位震荡，BRENT 与 WTI 溢价仍存

#### 1、2012 年原油呈现出高位震荡的走势

正如我们去年年报中指出的那样，受制于基本面前松后紧供需关系的影响，2012 年 WTI 原油期货价格呈现出前低后高的走势。年初时伊朗问题持续发酵，欧盟将禁止购买伊朗原油，引发全球供应紧缺的担忧，油价持续 2011 年年底强势的格局，WTI 原油指数在 2012 年 3 月 1 日创出 110.69 的年内新高。随后欧债危机发酵、全球经济前景黯淡，原油价格持续下跌并在 2012 年 6 月 28 日创出了 78.77 的年内新低。而后在美联储量化宽松政策的作用下，油价恢复向上震荡。2012 年全年 WTI 原油均价维持在 95 美元/桶上下。

图2-1:2012年WTI原油价格呈现高位震荡



资料来源:wind、平安期货研究所

纵观全年，影响国际原油走势的主要因素有：

1、地缘政治。叙利亚、伊朗、以色列-巴勒斯坦等中东地区动荡是促使 2012 年年初原油价格上涨的最主要因素。

2、全球经济前景。美国、欧洲、中国等世界主要经济体的经济数据使人们对全球经济前景的预期发生变化，进而影响对未来石油需求的预期，从而影响国际原油价格。

3、美元汇率。美元计价的大宗商品必然受到美元汇率的强烈影响。美元汇率的背后，主要是美国、欧洲的经济政策和经济力量对比。

4、其他因素。北海的事故、罢工，墨西哥湾的飓风，美国的总统大选，这些都对原油的短期价格产生了较大影响。

## 2、BRENT 较 WTI 原油仍存较大溢价

从 2010 年四季度起，国际两大原油期货 WTI 和 BRENT 的走势开始分化。在此之前两大原油期货价格基本一致，并且 WTI 由于其低硫、轻质，油品质量较好，一直比 BRENT 略高。但是 2010 年四季度之后，BRENT 开始持续对 WTI 出现大规模的溢价，最高价差超过 25 美元。

布伦特溢价的出现，主要有以下两个原因：

一是美国国内的能源形势发生变化。近年美国国内的石油天然气产量持续增加，页岩气的大规模开采已经使美国的天然气价格大幅度的降低。而美国日益增加的石油产量，也使美国的原油对外依存度日益下降。WTI 所代表的美国轻质低硫原油，其价格在更多的反应美国的能源供需形势。

二是布伦特则代表了中东输往欧洲和东亚等地区的价格。中国购买中东地区的原油，以及中国国内中石油中石化等公司自产原油所挂靠的米纳斯、塔皮斯等原油价格，都与布伦特息息相关。因此，与“偏安一隅”的 WTI 相比，布伦特更多的反映了中东局势的混乱，（利比亚、叙利亚、伊朗），反映了以“中国需求”为代表的发展中国家日益增长的需求，因而持续对 WTI 发生溢价。

图2-2: BRENT较WTI原油仍存较大溢价



资料来源:wind、平安期货研究所

## 二、供应增长快于需求增长将抑制价格上行

### 1、供应：非欧佩克国家原油供应将出现大幅增长

不同于过去 10 年，供应端的持续改善将成为未来两年石油市场的最显著变化，而欧佩克相应的产量决策会决定市场的供需平衡，进而最终主导油价走向。

### 1) OPEC 供应

欧佩克原油产能的建设也预期在未来两年出现改善，其中主导供应增长的包括伊拉克，也包括核心成员国。其中，伊拉克预期在未来 2 年产能平均增长 50 万桶/天，至 420 万桶/天。而核心成员国的方面，沙特 Manifa 大油田预计将于 2013 年上半年上线，之后持续增长并接近 90 万桶/天的设计产能。

### 2) 非 OPEC 供应

我们预期非欧佩克供应在 2013 年将出现大幅增长，不仅因为北美产量的进一步上升，也因为更多样化的供应增长来源和 2012 年干扰因素消失带来的复产。2012 年，对于北美以外的非欧佩克国家的石油供应而言是多事之秋，虽然 2012 年非欧佩克国家供应整体实现了约 40 万桶/天的增长，但如果剔除北美接近 110 万桶/天的增长，北美外的非欧佩克国家石油供应实际上再次出现下滑，其中原因既有叙利亚，南苏丹，也门等地缘动荡导致的产量下降，也有像在巴西因环境和技术问题导致的停产或增产不达预期。我们预计 2013 年非 OPEC 原油将增长 85 万桶/天，达到 5400 万桶/天

图2-3:2013年原油供给量预测值

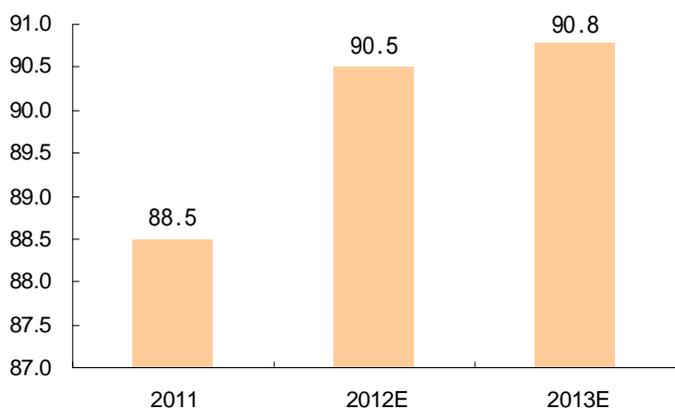
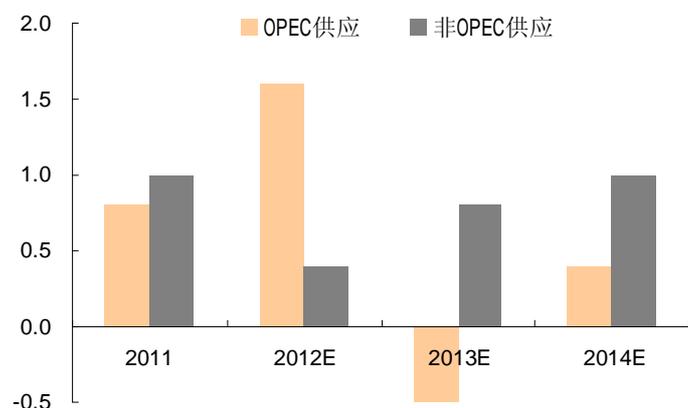


图2-4:非OPEC供应未来将持续增长（相对上一年）



资料来源:国际能源署、平安期货研究所

## 2、需求：以中国为代表的新兴市场将继续充当需求量增加的领头羊

原油的需求量与经济所处发展阶段密不可分。从 80 年代以来，除美国外，西方主要工业化国家的原油需求增长基本停滞，部分国家甚至通过发展替代能源、调整产业结构和实行技术进步而使国内原油消费量略有下降。但是，从 1990 年代中期开始，以金砖四国为代表的新兴经济体的原油消费量持续攀升，且从 2000 年以后，以沙特、伊朗为代表的产油国的原油消费量也不断增长。从总量上看，目前中国和印度的原油消费量还相对比较小。考虑到以中国、印度为代表的发展中国家将在未来十到二十年里完成城市化、工业化的重要进程，这些国家未来的原油需求将持续快速增长，消费总量增长的潜力很大。以中国为例，其在近 7 年全球原油的新增消费量中占到了 36%，远高于美国等发达国家。

图2-5:2010年中美印在全球石油消费量占比

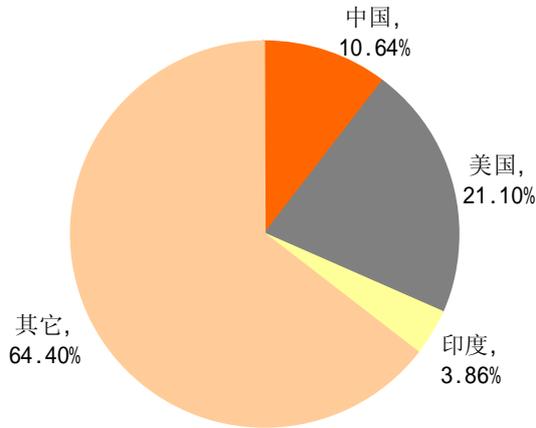
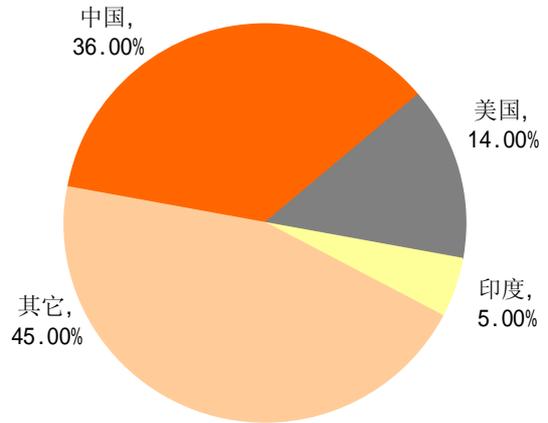


图2-6:近7年中美印在全球石油新增消费量中占比



资料来源:平安期货研究所

对于 2013 年原油需求的新增量,我们认为:非 OECD 国家需求的增长预期将成为全球石油需求增长的主要驱动力,其中以中国为代表的新兴市场将继续充当需求量增加的领头羊。我们预期 2013 年全球需求增长会在 2012 年的基础上有温和回升,大约年增长 99 万桶/天,其中非 OECD 需求增长预计可达 125 万桶/天,OECD 需求下滑仍未止步,为 26 万桶/天的下降。

图2-7:2013年原油需求量预测值

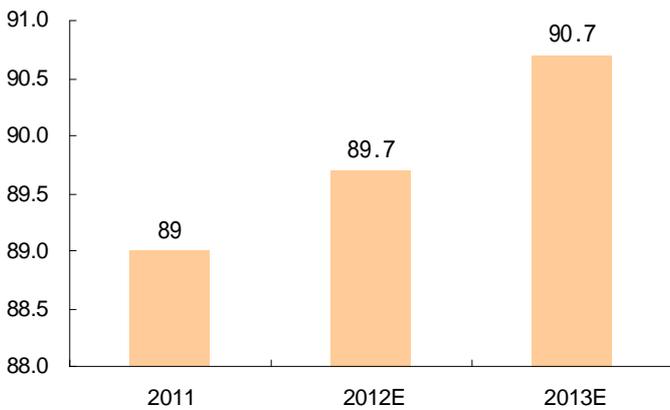
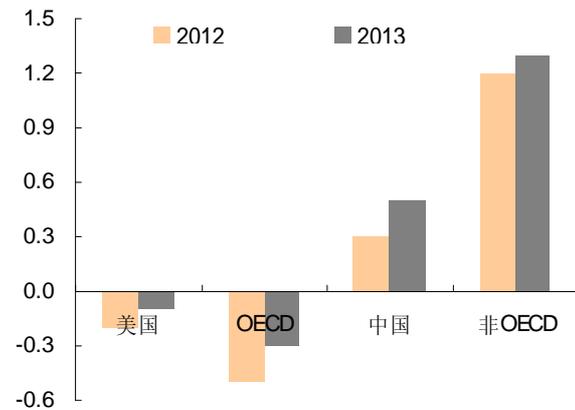


图2-8:不同国家未来原油需求年度增减值(相对上一年)



资料来源:国际能源署、平安期货研究所

### 1) OECD 需求

OECD 需求预期在 2013 年会继续下行。其中,OECD 需求在 2013 年预期同比减少 26 万桶/天,主要是因为 OECD 亚太需求 2012 年的繁荣增长在 2013 年将不会再来,而同期欧美需求又没有显著改善。具体来讲,由于日本地震后关闭了大部分核电站,为弥补出现的电力短缺,2012 年日本燃油发电需求大幅提升,也成为 OECD 国家需求的唯一亮点。但是随着 2013 年可能的日本核电重启,燃油发电需求预期减小,因此来自亚太的额外需求增量效应在明后两年将不复存在。同时,欧美需求并没有显著改善的迹象,美国经济预计在明年上半年会掣肘于财政悬崖,对需求负面冲击不可忽视,而欧元区的经济也仅仅是在货币放松与财政紧缩力度减小等支持性政策的影响下止住不断恶化的势头,需求也难有起色。

表 2-1:全球主要经济体 GDP 预测下调

国家 GDP	2010	2011	2012E	2013E
中国	10.40%	9.20%	8.10%	8.00%
美国	3.00%	1.70%	2.10%	1.60%
英国	2.10%	0.70%	0.50%	1.80%
德国	3.60%	3.10%	0.50%	1.60%
日本	4.40%	-0.70%	2.30%	1.00%
巴西	7.50%	2.70%	1.60%	3.20%
印度	8.50%	7.10%	5.70%	6.50%
俄罗斯	4.30%	4.30%	5.00%	4.00%
欧元区	1.80%	1.50%	-0.30%	0.90%
新兴市场	7.90%	6.40%	5.50%	6.10%
发达市场	2.80%	1.30%	1.30%	1.40%
全球	5.20%	3.90%	3.50%	3.80%

资料来源:平安期货研究所

## 2) 非 OECD 需求

在非 OECD 国家内,我们认为 2013 年原油需求增长点将集中在中国和中东两个地区。

首先,中国将是过去 10 年非 OECD 需求增长的主导者,并且在未来 2 年仍将继续充当领头羊的角色。2012 年中国油品需求增长相对乏力,中国油品需求的增长对于非 OECD 国家需求增长的贡献下滑至 23%,这既反映了经济转型,能源间替代导致的结构性因素,同时也体现了 2012 年中国经济增长放缓的周期性因素。随着支持性政策对经济增长拉动作用的逐渐显现,2013 年中国经济将出现回升。因此,中国油品需求也有望出现进一步回升,进而对非 OECD 国家的贡献也有望回升至历史平均水平以上。

其次,中东石油消费在过去几年一直保持快速增长,在未来两年对非 OECD 需求的影响也有望逐年增加,受益于中东人口的持续增长以及低廉的成品油价格。尤其是沙特,2012 年沙特需求增长达 16 万桶/天,对全球需求增长贡献位居第二位。随着汽车销量和工业生产持续增长,预计中东需求的快速增长将持续拉动非 OECD 需求增加。

## 3、供应端的显著改善成为 2013 年原油基本面的最大变化

综上,在 2013 年,我们预期石油市场最大的变化来自于供应端的显著改善。其中,增长点主要来自美国页岩油产量的持续提升,也包括加拿大,巴西,前苏联,中国和南苏丹等地区在 2013 年的增产和复产,这些都将大幅提高非欧佩克国家的石油供应。并且,欧佩克国家产能也有增长。而需求端,我们预计 2013 年需求仅有温和的小幅回升。由于全球供应增产潜力高于需求的回升,并且当前欧佩克剩余产能已经处于历史低位,因此,我们预测欧佩克需要减产,以平衡市场。否则,市场将会出现明显过剩,油价也将出现大幅回落。所以,欧佩克的行为会决定市场的供应平衡,进而最终主导油价走向。

表 2-2: 全球原油供需平衡表

mb/d	2012				2013E				2014E				2012	2013E	2014E	全年变化		
	1Q	2Q	3Q	4QE	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				2012	2013	2014
美国	18.7	19.0	19.2	18.8	18.5	18.9	19.1	18.8	18.5	18.9	19.2	19.0	18.9	18.8	18.9	-0.2	-0.1	0.1
OECD 需求	45.6	44.3	45.1	45.6	45.1	44.0	45.0	45.5	45.0	44.1	45.0	45.6	45.2	44.9	44.9	-0.5	-0.3	0.0
中国	10.1	10.2	10.5	10.7	10.6	10.7	10.9	11.2	11.0	11.2	11.4	11.7	10.4	10.9	11.3	0.3	0.5	0.4
非 OECD 需求	43.9	44.1	44.8	45.4	45.0	45.4	46.2	46.6	46.2	46.7	47.5	48.0	44.6	45.8	47.1	1.2	1.3	1.2
总需求	89.5	88.4	90.0	91.0	90.0	89.5	91.2	92.2	91.2	90.7	92.5	93.6	89.7	90.7	92.0	0.7	1.0	1.3
OECD 供应量	19.9	19.5	19.4	19.9	20.0	20.1	20.1	20.3	20.5	20.6	20.6	20.9	19.7	20.1	20.6	0.8	0.4	0.5
非 OECD 供应量	29.7	29.3	29.2	29.6	29.7	29.8	29.6	29.9	30.	30.2	30.1	30.3	29.4	29.7	30.2	-0.4	0.3	0.4
非 OPEC 供应量	53.3	52.8	52.7	53.8	53.5	54.0	53.9	54.6	5.5	55.0	55.0	55.6	53.1	54.0	55.0	0.4	0.8	1.0
OPEC 供应量	37.5	37.6	37.4	36.9	36.8	36.9	36.6	36.9	37.0	37.0	37.2	37.5	37.3	36.8	37.1	1.6	-0.5	0.4
总供应	90.7	90.4	90.1	90.7	90.3	90.8	90.5	91.5	91.4	91.9	92.1	93.1	90.5	90.8	92.2	2.0	0.3	1.4
库存变化	1.2	2.0	0.1	-0.3	0.2	1.3	-0.7	-0.7	0.2	1.2	-0.3	-0.4	0.8	0.1	0.2	1.3	-0.7	0.1

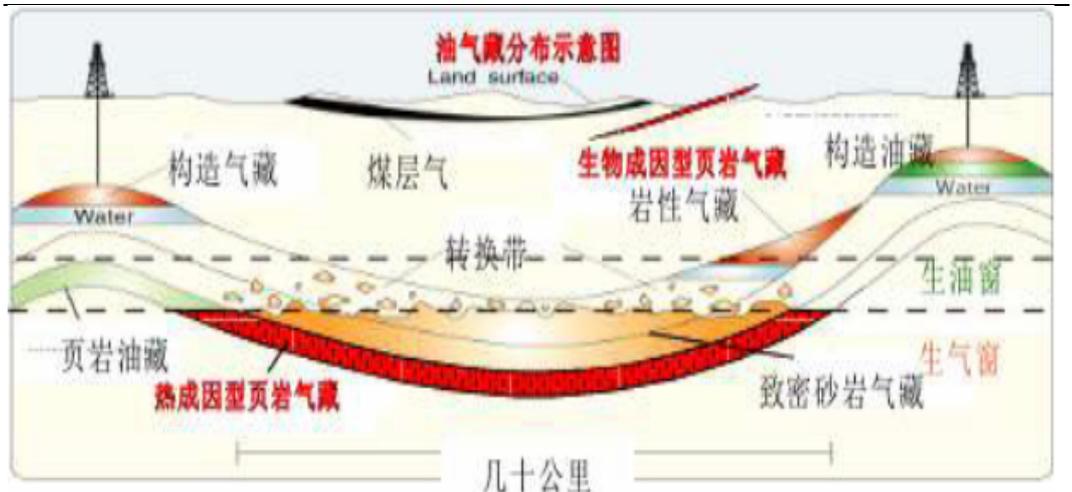
资料来源:国际能源署、平安期货研究所

### 三、页岩气短期对油价难以构成有效冲击

页岩气,是从页岩层中开采出来的天然气,赋存于富有机质泥页岩及其夹层中,以吸附或游离状态为主要存在方式的非常规天然气,成分以甲烷(CH<sub>4</sub>)为主,一般含量在85%以上,最高达到99.8%,另外还含有少量的乙烷(C<sub>2</sub>H<sub>6</sub>)、丙烷(C<sub>3</sub>H<sub>8</sub>)和丁烷(C<sub>4</sub>H<sub>10</sub>)等,是一种清洁、高效的能源资源。

美国能源信息署(EIA)2011年针对全球页岩气储量的评估显示,全球32个国家的页岩气技术可采资源量高达187万亿立方米,相比全球天然气约为453万亿立方米的技术可采资源量,页岩气的发现将极大地改善全球天然气的供应能力。中国和美国作为全球能源消费大国,页岩气储量巨大,其中美国页岩气的影响正在逐步扩大。如果未来得到全面开采,页岩气作为一种新能源,凭借其储量大、燃烧清洁、组分简单等多种优势,将冲击全球能源体系。

图2-9:油气藏分布示意图



资料来源:平安期货研究所

## 1、页岩气对化工行业影响

具体来说，页岩气对化工行业的影响集中在以下三个方面：

一是页岩气产量爆发、气价快速下跌，使以甲烷（天然气主要组分）为原料的碳-化工行业直接受益。过去十年间，随着水力压裂及水平钻井技术的突破，美国页岩气的产量增长了近 1500 亿立方米，页岩气占美国天然气总产量的比例从不足 2% 上升至 26%。与此同时，低成本页岩气的大量供给快速拉低了北美天然气价格，亨利枢纽价格自高点的 14 美元/Mmbtu 一度下跌至 2 美元/Mmbtu 以下。

二是油/气比价上升，导致页岩气开采重点从干气转为湿气，湿气中富含的天然气凝析液（NGL）导致北美乙烯裂解装置“乙烷化”进程加速，大幅提高成本竞争力。与常规天然气类似，页岩气可以分为干气和湿气两大类，干气的甲烷含量高，几乎不含液体副产物；而湿气中则富含 NGL 及页岩油等液体成分。而 NGL 的主要成分为乙烷（约 40%），可以替代石脑油等重质原料生产最基础的化工原料乙烯，并且拥有绝对的成本优势。乙烷供给的快速增加，将显著降低北美乙烯裂解装置的原料成本，提高其在全球范围内的竞争力，并刺激大规模的新增投资。而以乙烯为原料的乙烯法 PVC 等行业也将间接受益。

三是乙烷裂解生产的副产物减少，使 C3、C4 及芳烃的供需格局相对偏紧，并刺激新生产工艺的产业化进程提速。与石脑油裂解装置相比，乙烷裂解制乙烯装置虽然具有绝对的成本竞争力，但其 C3 以上的副产物减少。

## 2、页岩气对大宗商品产生利空影响影响

### 1) 影响塑料、PVC 基本面

页岩气通过提升乙烯产量，有可能改变塑料、PVC 传统生产工艺。传统塑料、PVC 生产工艺所需乙烯主要以原油和煤炭为原料，相比天然气—乙烯的生产工艺，原油和煤炭的成分复杂，乙烯生产工序较多。因此天然气生产乙烯的工艺优势非常明显。

目前全球天然气产量较少，若未来页岩气得到大量开采，低价天然气产量急剧增长，有可能引发天然气—乙烯工艺产能大面积扩张，导致乙烯产量同步大幅增加。届时，塑料、PVC 基本面也将发生重大改变，对其产品价格产生利空影响。

### 2) 转变甲醇上下游生产工艺

目前，甲醇上游生产原料是煤炭、天然气和焦炉气，下游主要用来生产甲醛、二甲醚和醋酸等一系列有机化工产品。

首先，页岩气的发现，将直接改变甲醇上游生产原料的格局。目前，欧美国家主要采用天然气为原料生产甲醇，该工艺具备投资低、无污染的优点，且无需过多考虑副产物销路。在很长一段时间内，煤炭是我国甲醇生产最重要的原料，而页岩气的出现将有可能完全改变这一现状。特别考虑到，中国是全球最大的页岩气储量国，一旦开采技术成熟，页岩气产量大幅增加，将冲击以煤炭为原料的甲醇生产工艺，产能缩减的可能性较大。而未来以天然气为原料的工艺产能扩张，将降低甲醇的生产成本。

其次，页岩气还将影响甲醇下游最主要的产品——甲醛。甲烷—甲醇—甲醛工艺相比甲烷—甲醛工艺，不仅在热力学上不合理，而且过程复杂，需要高压条件。而甲烷—甲醛工艺，仅需要在常压下完成，唯一的缺点就是对催化剂要求较高，国内外对其已进行了大量的研究工作，尽管都未取得较为满意的结果，但随时存在爆发的可能，将时刻影响甲醇的下游需求。

### 3) 减弱 PTA 等商品成本支撑

目前，PTA 主要以原油—石脑油—PX—PTA 为生产工艺，尽管苯与甲烷可在特定条件下生成 PX，但实现条件较为苛刻，经济性上不可行。因此页岩气主要通过对原油的利空影响，减弱对 PTA 的成本支撑。同样对于以煤炭为原料的焦炭、焦煤等，页岩气产量大幅增加的最大影响也无疑是减弱其成本支撑。

### 4) 调整橡胶供需结构

页岩气对天胶的影响，主要是合成橡胶替代作用将会变大。2011 年合成橡胶和天胶消费比高达 82%。如果后市页岩气产量大幅增加，将加剧乙烯供应量，而乙烯作为丁苯橡胶和顺丁橡胶最主要的生产原料，产量大幅增加将会降低合成橡胶的生产成本，从而有可能改变天胶的供需结构，对未来胶价产生利空影响。

## 四、金融属性将降低，需求决定价格高度

我们预计 2013 年美元指数相对较为平稳，不会出现暴涨暴跌的现象，对于油价的影响力相对较小；政治因素看，伊朗地缘政治因素在 2012 年已基本得到消化，2013 年进一步推升油价的可能性也相对较小。相比之下，供需因素对原油价格走势的影响相对较强。

从前面的分析得知，目前石油定价话语权更多地偏向于消费国，2013 年欧美经济的复苏进程依然较为缓慢，中国经济的增长也面临较大的挑战，加之页岩气、油页岩等非常规能源对原油需求的冲击，预计 2013 年原油需求增长将有所放缓。而非 OPEC 各国供应的持续改善将使得供给的增加量大于需求的增加量。因而原油在 2013 年不存在大幅上涨的基础。考虑到 OPEC 各国对原油价格的保护以及世界各国陆续出台的货币宽松政策，原油在 2013 年也不存在大幅下跌的风险。综上所述，我们对 2013 年原油维持高位震荡的观点，预计均价保持在 90-95 美元/桶，较 2012 年有所下降。

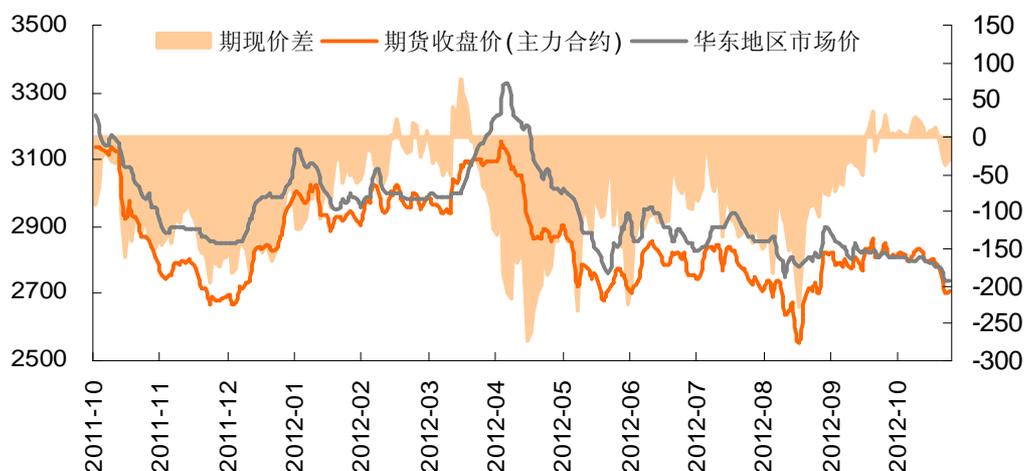
## 煤价拖累走势，关注新兴需求

### 一、 甲醇期货对甲醇行业影响深远

甲醇期货于 2011 年 10 月 28 日上市，目前已运行一年有余。在这一年中，期货的定价功能及避险功能得到了逐步发挥，期货的上市对现货行业的经营产生了深远的影响，可概括为如下八大特点：

1、**期货与现货走势趋同性良好。**期货主力合约与现华东地区市场价相关性高达 87%，与华南地区市场相关性为 69%。

图3-1:甲醇期货与现货走势保持较好的趋同性



资料来源:wind、平安期货研究所

2、**期货定价功能逐步显现。**甲醇期货上市前现货企业更多参照各地电子盘，目前在原料采购、安排生产计划、管理库存、销售定价等环节大都参照期货价格变化来进行调节。

3、**期货表现出较强投机性。**甲醇持仓量长期保持在 2 万手上下，而成交量受行情影响变化较大，少时一两万手，多时十万余手。最大持仓量及成交量发生在 2012 年 9 月 5 日：4.8 万手持仓，12.9 万手成交量。

4、**期价长期贴水于现货价格。**上市一年中 80%的时间期货都贴水于现货价格，主要是这一年来宏观系统性风险事件较多，且大宗商品整体已进入熊市周期。

5、**期价波动与焦炭具有联动性。**国内甲醇多由煤制而成，投资者很多时候参照焦炭走势来判断甲醇的成本变化。焦炭盘中跌停或出现大跌时，都会对甲醇走势产生较大向下引力。如 2012 年 7 月 20 日、8 月 14 日、8 月 29 日。

图3-2: 焦炭1301合约

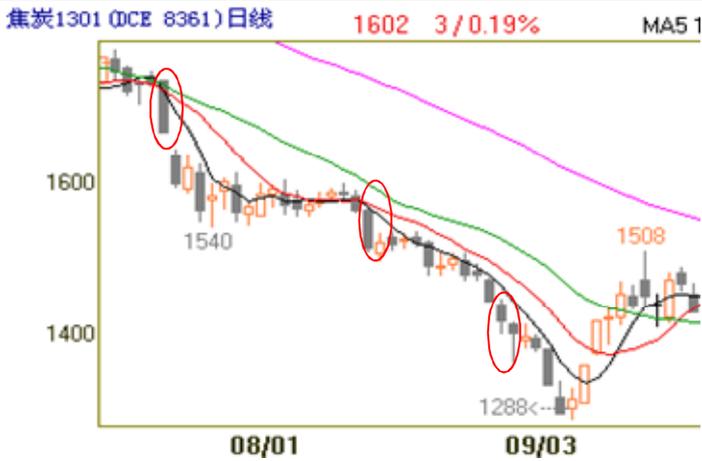


图3-3: 甲醇1301合约



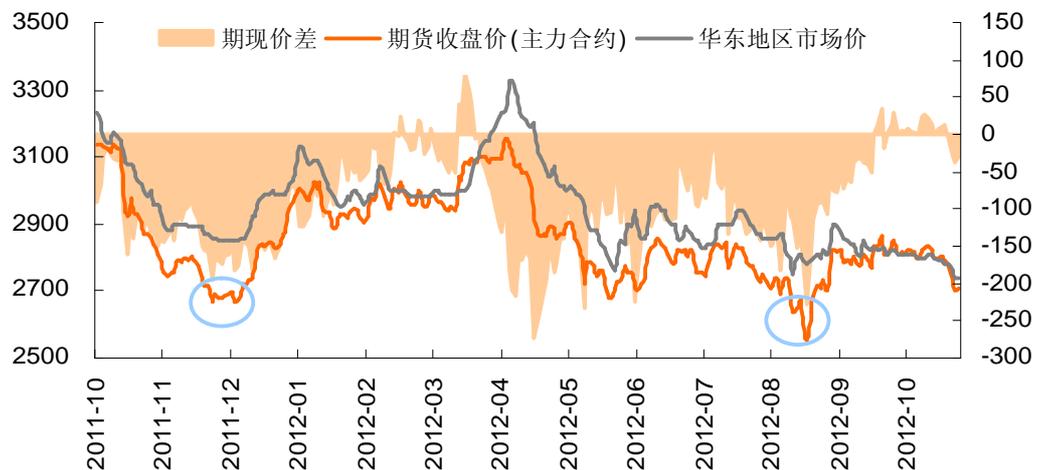
资料来源:wind、平安期货研究所

6、首次交割平稳运行。2012年3月14日甲醇迎来上市以来首次交割，甲醇3月合约持仓量为770手，配对交割共计仓单385张，甲醇首次交割涉及甲醇量为 $385 \times 50 = 19250$ 吨，交割量接近2万吨。交割结算价为2918元/吨，与江苏地区3月14日的现货市场价格2900-2920元/吨接近，说明期货价格向现货价格回归，期现两市结合紧密，首次交割平稳进行。

7、现货商对交割库呼声强烈。目前甲醇仅在华东设有交割库，由于甲醇单价较低，而运输费用在成本中占比较高，套保成本过高使得企业参与受限。卖方要承担仓储费、质检费、入库费等众多费用，一般在100-130元/吨左右。买方只需承担手续费及资金占用成本，一般为10元/吨。

8、出现过2次较好买入保值机会。分别是2011年12月及2012年9月初，基差超过了250元/吨。2011年12月份，主要受欧债危机利空影响，期货价格跌破2700，随后一路上涨至3100附近。2012年9月初，主要是资金操纵影响，期货价格跌破2550，随后一路涨至2800以上。

图3-4: 甲醇期货上市以来出现过2次较好买入保值机会



资料来源:wind、平安期货研究所

## 二、 煤价“寻底”将拖低甲醇价格运行重心

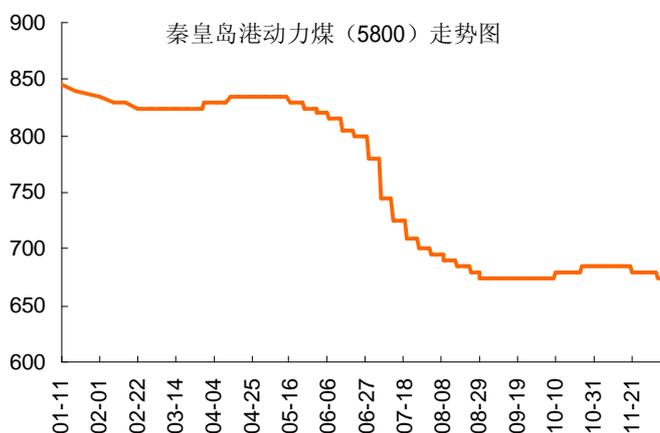
### 1. 2012 年国内外煤价大幅下跌

受下游需求总体不振，国际煤价下跌等因素影响，国内煤价持续 2011 年以来的下行趋势，4-8 月各煤种价格也出现了近乎断崖式的下跌。截至 11 月末，秦皇岛港 5500 大卡动力煤价格较年初下跌 21.1%，12 年均价较 11 年平均下跌 12.6%。从市场均价来看，动力煤、炼焦煤、无烟煤和喷吹煤较年初分别下跌 21.1%、24.1%、16.2%和 26.0%。年初以来，各煤种均价较 11 年全年均价分别下跌 12.7%、12.1%、7.9%和 7.1%。

国际煤价受到全球经济形势和下游需求低迷的影响，也出现了大幅下跌。澳大利亚 BJ 动力煤价格、澳大利亚昆士兰优质炼焦煤价格较年初分别下跌 28.50%和 32.87%。

图3-5: 国内动力煤价格自年初下跌幅度高达20% [2012]

图3-6: 澳大利亚动力煤价格下跌幅度大于国内 [2012]

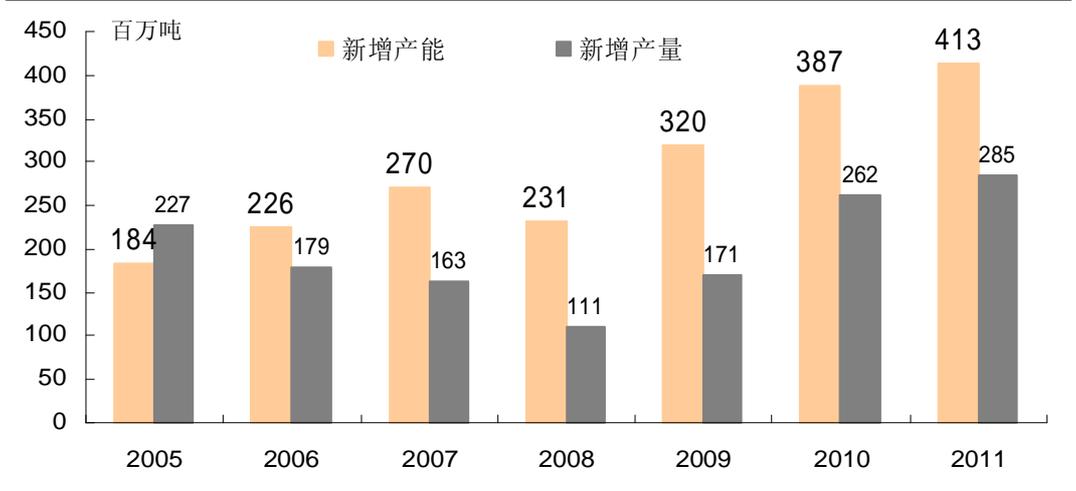


资料来源:wind、平安期货研究所

### 2、 2013 年煤炭行业需求增速放缓，供应渐趋宽松

国内煤炭产能已出现过剩倾向，随着在建项目及煤化工配套项目的投产，未来过剩将更加明显。统计局数据表明，“十一五”以来煤炭行业投资年均增长 27%，累计投资 1.74 万亿元，新增产能 18.5 亿吨（年均增加 3.1 亿吨），而同期煤炭产量仅增加 11.7 亿吨（年均增加 2 亿吨），消费量仅增加 11.1 亿吨（年均增加 1.9 亿吨）。即便假设未来产能仅年均增长 2 亿吨，2013-2015 年产能亦将增加 6 亿吨左右，而我们预计需求仅增加 4.5 亿吨（年均增加 1.5 亿吨），因此过剩问题将更加严重。随着新建的晋中南通道、张唐线、兰新第二双线，以及朔黄线、邯长线、西康线和宁西线扩能改造的完成，煤炭运输瓶颈将大幅缓解。我们预计 2015 年前后铁路瓶颈将大幅改善，导致更多的煤炭产能得以释放。因此，无论从产能还是运能来看，今后几年都有望年均增加近 2 亿吨，导致供应能力增长高于需求增长（年均增量 1.5 亿吨），宽松局面进一步显现。

图3-7:煤炭新增产能快速增长



资料来源:wind、平安期货研究所

中长期宏观经济减速、工业化和城镇化进程放缓、节能减排力度加大，煤炭消费增速将呈缓慢下降趋势。随中国结构转型和节能环保的推进，整体能源需求将减速。与此同时，投资相关行业如钢铁、建材、有色等产量增速和单位产品能耗将继续下降。“十二五”规划单位 GDP 能耗下降 16%，意味着能耗增速需较 GDP 增速低 4.3 个百分点。下游主要行业也有明确的节能目标，火电厂供电煤耗和水泥熟料综合能耗将分别年均下降 0.5%，吨钢综合能耗和合成氨综合能耗将分别年均下降 0.8%。

表 3-1: “十一五”节能主要依靠消费强度的下降，“十二五”则主要依靠消费增速和占比的下降

指标	单位	2005	2010	2015E	“十一五” CAGR	“十二五” CAGR
单位 GDP 能耗	吨标准煤/万元	1.28	1.03	0.87	-4.2%	-3.4%
火电供电煤耗	克标准煤/千瓦时	370	333	325	-2.1%	-0.5%
吨钢综合能耗	千克标准煤	688	605	580	-2.5%	-0.8%
水泥熟料综合能耗	千克标准煤	161	115	112	-6.5%	-0.5%
合成氨综合能耗	千克标准煤	1636	1402	1350	-3%	-0.8%

资料来源：国家发改委、平安期货研究所

### 3、煤价长期走低不利于甲醇价格上涨

我们预计 2013 年秦皇岛山西优混 5500 大卡总体相对平稳，波动范围在 615-700 元/吨，全年均价预计在 660 元/吨左右。煤炭价格的长期走低将不利于甲醇价格的上涨。

表 3-2: 煤炭价格预估

指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中国 GDP 同比增速 (%)	10.3%	9.2%	7.7%	8.1%	7.2%
秦皇岛 5500 现货价 (元/吨)	745	819	709	660	673
鄂尔多斯 5200 坑口现货价 (元/吨)	314	435	354	326	333
纽尔苏尔港动力煤现货价 (美元/吨)	99	121	96	89	91

资料来源：国家发改委、平安期货研究所

### 三、 产能过剩将极大程度制约甲醇上涨高度

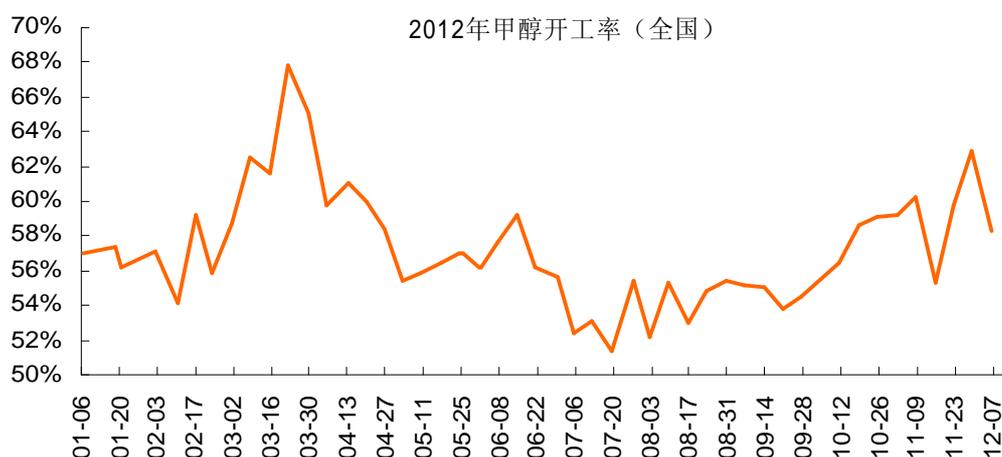
甲醇行业在 2006 年之后开始了大跃进式的发展，2010 年末产能规模达 4000 万吨，行业整体开工率不足 50%，尽管如此，仍有大量的煤制甲醇项目在建，未来形势更加严峻。甲醇行业“十二五”规划提出要严控甲醇总量，但今年也就是 2012 年（“十二五”第二年）产能增长的势头并没有被遏制住。按计划本年度国内甲醇新增产能在 1075 万吨，由于部分新建装置仍处于试运行阶段，尚未进入稳定的商业化运转，预计今年实际能投产的新、扩建装置产能总量约在 800-900 万吨，预计到 2012 年底，中国甲醇总产能将接近 5500 万吨（包含无效及产粗醇装置产能），产能增长率仍接近 20%。但我国甲醇新建企业布局和原料结构逐渐趋于合理。在新增产能中，大型甲醇装置多是以煤为原料，分布于西部资源地；中小型装置多是以焦炉气为原料的综合利用项目。中大型装置大多配套有下游产品，延伸了产业链。

表 3-3: 甲醇供需平衡表

	产能	产量	进口量	表观消费量	产能增长率	消费增长率	开工率
2006	1365	745.8	112.7	839.5	52.86%	26.01%	54.6%
2007	1697	1012.6	84.5	1040.8	24.32%	23.98%	59.7%
2008	2338	1109.9	143.4	1216.5	37.77%	16.88%	47.5%
2009	2717	1123	529	1650.4	14.6%	35.7%	41.3%
2010	3756.5	1575.3	519	2093	38.26%	26.8%	41.9%
2011	4654	2277	573	2850	23.9%	36.17%	48.9%
2012E	5500	2563	534	3097	18.2%	8.67%	46.7%

资料来源:百川资讯、平安期货研究所

图3-8:2012年甲醇开工率走势



资料来源:百川资讯、平安期货研究所

目前来看，甲醇行业存在的主要问题有三：一是产能严重过剩，2006 年基于醇醚燃料的美好前景及大规模的投资冲动，煤化工项目遍地开花，2008 年后原油价格大幅下跌，以原油为假想成本的煤化工陷入整体亏损地步。二是国外低成本甲醇的冲击，

中东地区甲醇成本仅 1000 元人民币，加上运费抵达中国港口不过 1500 元/吨，而国内煤头甲醇成本都在 2000 元以上。三是下游需求难以大规模启动。传统需求领域如甲醛、醋酸、乙二醇等需求较为稳定，但寄予厚望的醇醚燃料由于种种原因却难以大规模启动，需求疲软是甲醇行业低迷最主要的因素。

#### 四、适当关注新兴需求对甲醇消费的拉动

从具体下游消费领域来看，新应用甲醇制烯烃(MTO/P)仍为甲醇需求的增长亮点，随着国内甲醇制烯烃装置稳定运行或进一步提高开工负荷，今年 MTO/P 对甲醇需求量同比呈翻倍增长；同时，调油需求表现坚挺，今年 MTBE、甲醇调油对甲醇需求量同比增长 6-17 个百分点不等；另外，基建等终端需求在国内经济增长放缓拖累下表现持续疲软，三季度甲醛、醋酸、DMF、二甲醚对甲醇需求量同比分别出现 3-18 个百分点不等的跌幅。

##### 1、甲醇汽油对甲醇消费拉动潜力巨大

2009 年，国家标准委颁布了《车用甲醇汽油(M85)》和《车用燃料甲醇》两个国家标准。截至“十一五”末，全国共有 26 个省市出台了甲醇汽油地方标准，并开展了甲醇汽油推广试点工作。今年 3 月，工业和信息化部在两年调研和前期充分准备的基础上，宣布在两省一市(山西、上海、陕西)再次启动甲醇汽车试点工作。

对于消费终端来说，在性能得到保障的前提下，甲醇价格相比传统汽油价格优势明显。相同性能等级的 M15 甲醇汽油相比传统 93# 价格低 10% 以上。伴随着补贴措施的进一步出台，价格差距很有可能进一步拉大，对于消费者的吸引力也会大幅提升。

到 2015 年预计全国汽油销量将达到 9522 万吨/年，若全部采用 M15 甲醇汽油进行替代，则对于甲醇的需求量将高达 1428 万吨。如果在 M85 和 M100 条件成熟的情况下，甲醇的使用比例可能更高。

表 3-4: 甲醇汽油对甲醇需求拉动预测

年份	汽油消耗量(万吨/年)	替代比例(%)	甲醇新增需求(万吨)
2015	9522	15	1400

资料来源:国家甲醇网、平安期货研究所

##### 2、甲醇制烯烃项目如火如荼

国内甲醇制烯烃大型装置已正式投产和试车的有 4 套，分别是神华包头、神华宁煤、大唐多伦和中石化中原，特别是神华包头项目在 2010 年一次性试车成功后，运行状况良好。自 2011 年 1 月 1 日正式进入商业化运行以来，连续高负荷(装路负荷达到 95% 以上)安全稳定运行，各项技术指标均达到或接近设计值，产品质量合格，经济效益突出。

甲醇制烯烃项目成本优势明显。以目前大连化物所的 DMT0 为例，大约 3 吨的甲醇可制备 1 吨烯烃，而经过改造后 DMT0-II 技术已经可以将 1 吨烯烃需要甲醇的量降至 2.7 吨左右。计算甲醇制烯烃部分折旧及相关费用，得甲醇制烯烃的单耗及成本如下：

表 3-5: 甲醇制烯烃成本构成

指标	单位	数量
烯烃选择性	%	79
甲醇消耗 (DMTO)	t/t	2.96
甲醇消耗 (DMTO- II)	t/t	2.70
水耗	t/t	12.8
电耗	KWh/t	543
折旧及其他	元/t	1000

资料来源: 烯烃工业“十二五”发展规划、平安期货研究所

按烯烃价格 10000 元/吨进行比较, 考虑到技术进步等因素, 目前甲醇的市场价格可以基本保证外购甲醇制烯烃有盈利。如果考虑自产甲醇制备烯烃, 则生产成本将大大降低, 盈利范围将覆盖目前新疆、内蒙、青海甚至陕西部分地区, 相应的盈利能力也将优于同类型的石化项目。

表 3-6: 甲醇制烯烃生产成本 (元/吨)

甲醇价格 (含税价)	2000	2200	2400	2600	2800	3000	3200
烯烃成本 (DMTO)	9136	9885	10634	11384	12133	12882	13632
烯烃成本 (DMTO- II)	8477	9161	9844	10528	11212	11895	12579

资料来源: 烯烃工业“十二五”发展规划、平安期货研究所

若按烯烃: 甲醇为 1: 3 的技术来计算, 则 2015 年 20% 烯烃原料全由甲醇进行替代, 将提升甲醇需求超过 3000 万吨。由此可见, 若甲醇替代原油能得到有效的推广, 除了能带动超过 4000 万吨/年的甲醇新需求外, 还能大大节约原油的进口, 提升我国应对能源危机的能力。

表 3-7: 烯烃多元化率提升后拉动甲醇需求预测

	年份	产能 (万吨)	原料多元化率 (%)	甲醇新增需求 (万吨)
乙烯	2015	2700	>20	1620
丙烯	2015	2400	>20	1440
合计	2015	5100	>20	3060

资料来源: 烯烃工业“十二五”发展规划、平安期货研究所

## 五、 2013 年甲醇季节性规律仍然有效

2013 年受制于煤价的“寻底”过程, 甲醇的价格重心可能会有所下移。而随着经济的企稳回升, 相信 2013 年甲醇下游消费将温和复苏, 较 2012 年出现一定改观。煤制烯烃装置的投产, 甲醇汽油推广力度的加大, 可能会成为甲醇期货阶段性炒作的题材, 甲醇期货在 2013 年的活跃度可能会增强。

价格运行方面, 以往甲醇现货季节性的规律仍将适用。全年来看, 一季度多有一波春节备货行情诱发的上涨, 三季度由于生产装置的停工检修, 下游消费的集中启动价格易形成年内高点, 四季度由于淡季的到来价格多以下跌为主。

## 系统性风险减少，供需主导价格

### 一、大宗商品价格将回归基本面

2013年，中国经济将延续触底后的回升态势；美国经济则在上半年经历“财政悬崖”短时阵痛后，下半年也会有所反弹；而欧洲核心国家经济恢复增长将超过来自深处危机漩涡国家的负面影响，整体欧元区经济明年稳定在低增速态势。全球系统性风险事件将显著减少，大宗商品需求也将迎来温和复苏。大宗商品的价格将更多由自身基本面所主导。

### 二、原油供应改善，价格重心下移

我们预计2013年美元指数相对较为平稳，不会出现暴涨暴跌的现象，对于油价的影响力相对较小；政治因素看，伊朗地缘政治因素在2012年已基本得到消化，2013年进一步推升油价的可能性也相对较小。

2013年欧美经济的复苏进程依然较为缓慢，中国经济的增长也面临较大的挑战，加之页岩气、油页岩等非常规能源对原油需求的冲击，预计2013年原油需求增长将有所放缓。而非OPEC各国供应的持续改善将使得供给的增加量大于需求的增加量。因而我们认为2013年原油全年均价有望保持在90-95美元/桶，较2012年95美元/桶的均价略微下降。

### 三、煤价“寻底”将拖低甲醇价格

2013年受制于煤价的“寻底”过程，甲醇的价格重心可能会有所下移。而随着经济的企稳回升，相信2013年甲醇下游消费将温和复苏，较2012年出现一定改观。煤制烯烃装置的投产，甲醇汽油推广力度的加大，可能会成为甲醇期货阶段性炒作的题材，甲醇期货在2013年的活跃度可能会增强。价格运行方面，以往甲醇现货季节性的规律仍将适用。全年来看，一季度多有一波春节备货行情诱发的上涨，三季度由于生产装置的停工检修，下游消费的集中启动价格易形成年内高点，四季度由于淡季的到来价格多以下跌为主。

**风险提示：**国内换届后经济及货币政策发生较大转向影响大宗商品整体运行节奏、国内页岩气开采取得实质性进展改变现有能源消费结构。

## 图 表

图 2-1:2012 年 WTI 原油价格呈现高位震荡.....	6
图 2-2:BRENT 较 WTI 原油仍存较大溢价.....	7
图 2-3:2013 年原油供给量预测值.....	8
图 2-4:非 OPEC 供应未来将持续增长 (相对上一年) .....	8
图 2-5:2010 年中美印在全球石油消费量占比.....	9
图 2-6:近 7 年中美印在全球石油新增消费量中占比 .....	9
图 2-7:2013 年原油需求量预测值.....	9
图 2-8:不同国家未来原油需求年度增减值 (相对上一年) .....	9
图 2-9:油气藏分布示意图 .....	11
图 3-1:甲醇期货与现货走势保持较好的趋同性 .....	14
图 3-2: 焦炭 1301 合约 .....	15
图 3-3:甲醇 1301 合约 .....	15
图 3-4:甲醇期货上市以来出现过 2 次较好买入保值机会 .....	15
图 3-5: 国内动力煤价格自年初下跌幅度高达 20% [2012] .....	16
图 3-6 澳大利亚动力煤价格下跌幅度大于国内 [2012].....	16
图 3-7:煤炭新增产能快速增长 .....	17
图 3-8:2012 年甲醇开工率走势 .....	19
表 2-1:全球主要经济体 GDP 预测下调 .....	10
表 2-2: 全球原油供需平衡表 .....	11
表 3-1: “十二五”则主要依靠消费增速和占比的下降 .....	17
表 3-2: 煤炭价格预估 .....	17
表 3-3: 甲醇供需平衡表 .....	18
表 3-4: 甲醇汽油对甲醇需求拉动预测 .....	19
表 3-5: 甲醇制烯烃成本构成 .....	19
表 3-6: 甲醇制烯烃生产成本 (元/吨) .....	19
表 3-7: 烯烃多元化率提升后拉动甲醇需求预测 .....	20

## 平安期货研究所《2013 之七盏明灯》系列年度报告

序号	篇名	品种	计划出版时间
1	权力明灯·宏观篇·《时移世易，权力游戏》	宏观	2012-12-17
2	记忆明灯·钢材篇·《黑色记忆，承载迷虑》	钢材	2012-12-18
3	生命明灯·白糖篇·《熊市中继，博弈不止》	白糖	2012-12-19
4	顺从明灯·金属篇·《韬光养晦，顺势而游》	金属	2012-12-20
5	真理明灯·豆类篇·《盛景难再，唯“粕”可待》	豆类	2012-12-24
6	美的明灯·化工篇·《自然赐予，原油时代》	化工	2012-12-26
7	牺牲明灯·股指篇·《起飞之年，春晓时分》	股指	2012-12-28

资料来源：平安期货研究所 详情咨询：0755-82563929

## 平安期货研究所研究员简介:

**牟宏博:** 平安期货能源化工研究员。北京化工大学高分子材料学硕士毕业,先后在中国石油及大型咨询公司从事过化工产业方面研究工作,曾任职于中国国际期货研究中心能源化工研究员。目前主要从事能源化工类期货研究及投资咨询工作。

## 风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 免责条款:

此报告旨为发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安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判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安期货有限公司**

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>