



能化工业品事业部 天然橡胶年度报告

2024

ANNUAL REPORT

王来富



目录

橡胶：产业链轻装改善，主升浪发力上攻 2

摘要..... 2

1 市场概况..... 3

1.1 期货市场..... 3

1.2 现货市场..... 4

2 产业基本面——全球天胶供应 5

2.1ANRPC 天胶种植及开割面积 5

2.2ANRPC 天胶产量..... 7

2.3ANRPC 天胶出口..... 9

3 产业基本面——国内天胶供应 10

4 产业基本面——国内天胶需求11

4.1 国内轮胎产销 12

4.2 国内汽车产销 15

5 产业基本面——国内天胶库存 20

5.1 青岛地区库存 20

5.2 国内期货库存 20

6 总结与展望 21

联系方式.....23

分析师声明.....23

免责声明.....23

橡胶

产业链轻装改善 主升浪发力上攻

摘要

2020 年是胶市大熊市周期转换之年，2021 年是胶市摆脱熊市影响构建新一轮上行第一中枢之年，2022 年则是第一中枢构建结束转入大周期回调浪之年，而 2023 年却是期价继续演绎可能的新一轮牛市再度进入主升浪之年，可以说在 2021 年至 2022 年基本面在挑战中艰难改善之后，2023 年胶市迎来了新的生机。

对于 2024 年，胶市今年年末的骤降回升，凸显出市场对天胶产业链改善的认可，胶市回归三季度中期运行中枢之后，2024 年一季度行情或大概率进入割胶季减产演绎节奏。明年上半年，胶市状况或较为明朗，一方面美联储降息预期愈浓的大环境或将有利于原油等大宗商品价格走强，另一方面产业端供给将进入产区减停产季，而需求回暖态势料也将有所延续，尤其是在世界主要经济体疲于应对两场战争而对恢复稳定畅通贸易的呼声越来越高的背景下，国内轮胎业面临的贸易环境将有望继续改善，这将对轮胎出口需求继续构成支撑，由于年末总体天胶库存压力不大，明年上半年需求偏强而供给减弱的产业预期或将有助于进一步催升胶价。

1 市场概况

1.1 期货市场

图 1：文华橡胶加权



资料来源：文华财经

2023 年国内胶市总体呈现先弱后强态势，年初随着疫情放开效应发酵，胶市开始了自去年 11 月以来的第二波上攻，文华橡胶指数再上 13500 关口。

但之后随着市场发现对疫情放开效应过度乐观，国内橡胶消化能力不及预期，而国外仍处高产期进口到港预期仍偏强，国内橡胶库存也继续大幅累积，1 月末 2 月初期价开始掉头回跌，之后的一季度不断充斥经济回升不及预期、天胶进口大幅提量、终端汽车产销环比大幅缩量、美联储继续加息油价大幅下跌等利空消息，期价节节探低，并在 4 月再创大回调以来期价新低 11545 点。

随后的二季度，随着轮胎行业开工意外地持续维持高位运行，且国内车业也在新能源发力带动下出现企稳回升迹象，胶市期价开始了长达四个月的底部夯实企稳过程，在厄尔尼诺导致东南亚开割上量不顺且国内累库出现趋缓并阶段性表现回降支撑下，期价在 8 月中旬艰难站上年线。

8 月人民币开始意外大幅走跌，期价再次受到刺激从年线启动并快速拉升，随后在轮胎开工良好状态不减、轮胎出口旺盛、国内天胶库存持续回降、国内车业持续改善、商用车明显回量以及美联储暂停加息油价带动能化再度大幅回攻等

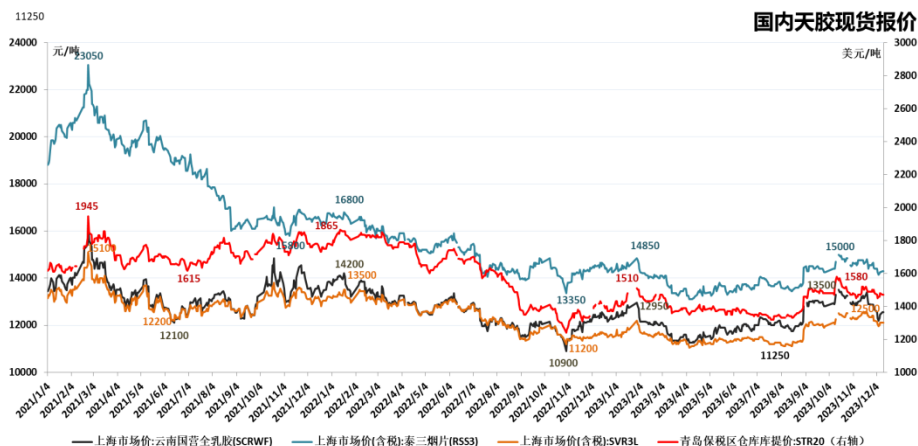
产业及宏观转好信息不断支撑下，期价在三季度中期至四季度初期迅速上攻，彻底走出持续近两年半的大周期调整浪，实现了节奏转换，期价几乎上攻至 15000 关口，并维持高位运行近两月。

然而 11 月下旬开始人民币转入非预期性大幅升值，国际油价也在需求不及预期拖累下再度大幅回落带跌能化，而前期天胶进口偏强迅速催升期货防跌套保需求，期价迅速被砸盘回落，一度回踏考验 13000 关口，但随着四季度轮胎及车业转好产业支撑加强，且国内库存继续回降，在巴以冲突愈演愈烈并导致红海航运危机促使油价再度企稳反弹带动国内能化企稳背景下，胶市期价再度企稳回升，并在年末再度强势回归三季度期价运行高位中枢。

1.2 现货市场

现货方面，2023 年现货胶价总体延续了 2022 年以来的筑底回升态势，上半年二次探低，随着停割季延续，产业基本面逐步好转，二季度中后期大回调筑底坚实之后开始出现阶段性向上表现，三季度中后期受到多重因素刺激，年度彻底转强走高，中长期运行中枢抬升，胶市或逐步脱离大周期调整浪制约。典型胶种方面，上海市场云南国营全乳由 3 月末年内最低时 11300 元/吨涨至 10 月中旬年内最高时 13500 元/吨，年末维持在 12500 元/吨一带运行；青岛市场 STR20 保税库提价年内由 7 月下旬年内最低时 1320 美元/吨涨至 10 月中旬年内最高时 1580 美元/吨，年末维持在 1450 美元/吨一带运行；上海市场 RSS3 由 4 月上旬年内最低时 13100 元/吨涨至 10 月中旬年内最高时 15000 元/吨，年末维持在 14200 元/吨一带运行。

图 2：国内现货报价



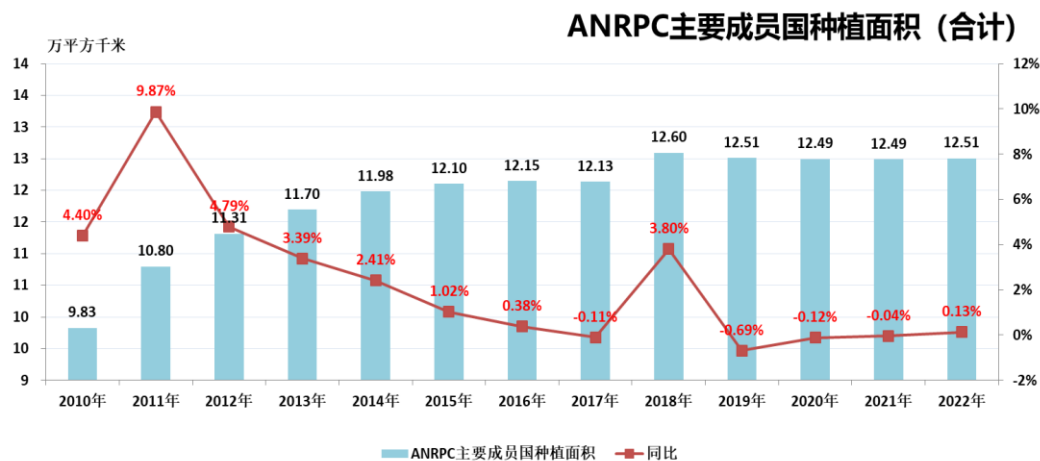
数据来源：Wind

2 产业基本面——全球天胶供应

2.1 ANRPC 天胶种植及开割面积

种植面积方面，根据 ANRPC 修正数据，2018 年以来，全球主产区天然橡胶总体种植面积基本结束了此前保持的明显增长态势，呈现出在 12 万平方千米以上少量增减运行态势，2019 年至 2022 年基本维持在 12.5 万平方千米水平，据初步统计，2023 年全球新增天胶种植面积约 6.5 万公顷，在不考虑翻种面积因素下，预计 2023 年全球主产区种植总面积约为 12.571 万平方千米，同比增加 0.52%。

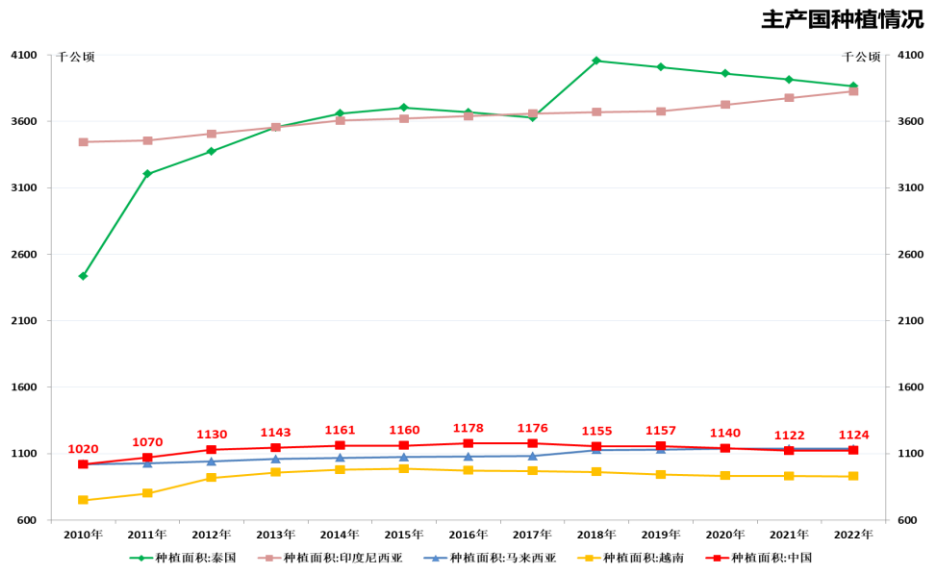
图 3：ANRPC 主要成员国种植面积（合计）



数据来源：Wind

主产国种植面积方面，2022 年四大产胶国种植面积除了印尼种植面积呈现增加之外，其余三国都呈现不同程度的减少，其中泰国种植面积降幅最大，相比 2021 年减少 5 万公顷，马来西亚和越南均小幅减少 1000 公顷，印尼增加 5 万公顷，国内种植面积 2022 年小幅增加 2000 公顷，恢复至 112.4 万公顷，但据初步统计数据显示的 2023 年全球新增 6.5 万公顷中中国占据 1 万公顷，2023 年预期增幅较大。

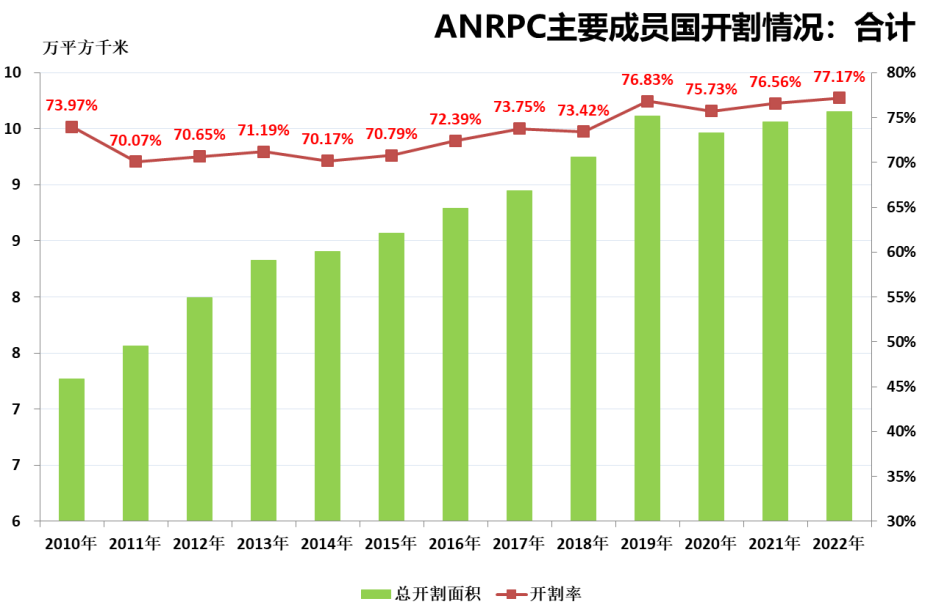
图 4：ANRPC 主产国种植面积



数据来源：Wind

开割面积方面，据 ANRPC 修正数据显示，成员国总体开割面积 2022 年延续增势，并连续三年保持正增长，受此影响，成员国总体开割率连续三年保持提升态势，2022 年达到 77.17%，2023 年由于主产国受厄尔尼诺影响较大，预计开割面积及开割率将有所下降。

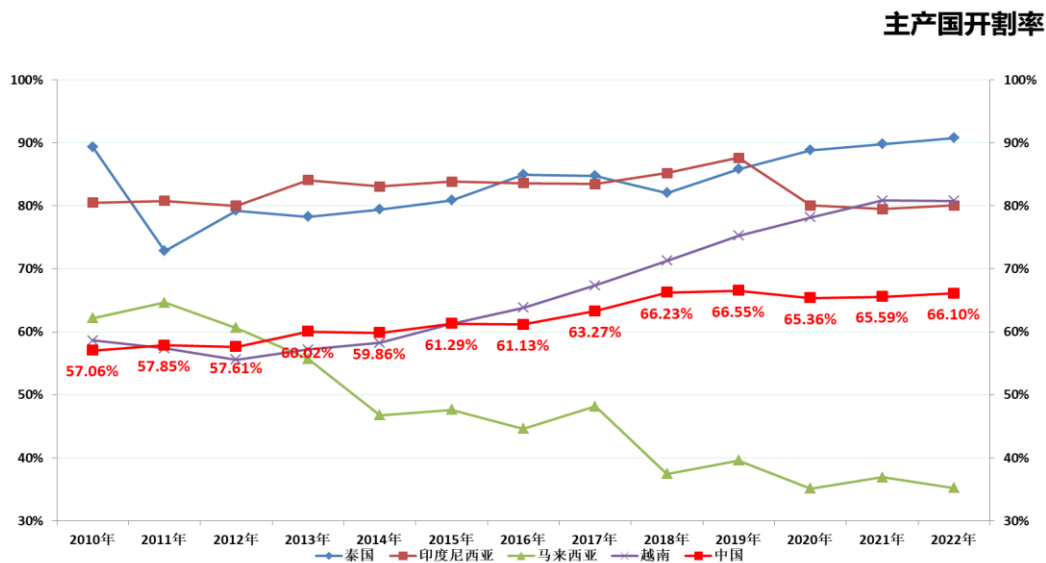
图 5：ANRPC 国家总开割面积



数据来源：Wind

主产国开割方面, 2022-2023 割胶季由于四大主产国种植面积增减有所分化, 主产国开割率也出现小幅分化, 泰国和印尼小幅增加, 马来西亚和越南有所下降。具体来看, 泰国开割率达到 90.78%, 印尼开割率达到 80.07%, 马来西亚开割率降至 35.21%, 越南开割率小幅降至 80.8%。国内方面, 2022-2023 割胶季开割面积恢复至 74.3 万公顷, 开割率恢复至 66.1%。

图 6: ANRPC 主产国开割率

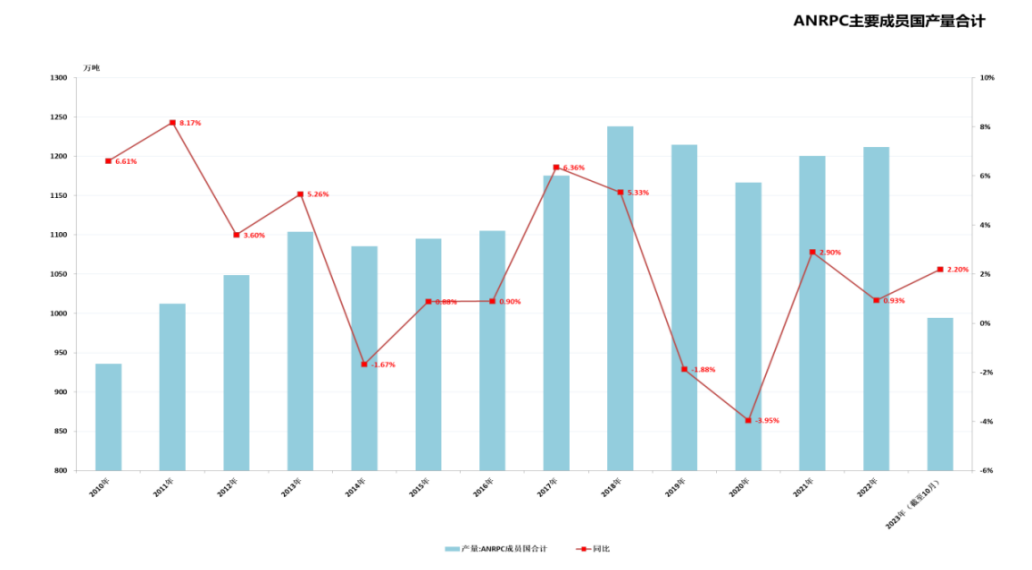


数据来源: Wind

2. 2ANRPC 天胶产量

产量方面, 2022 年 ANRPC 国家总体天胶产量延续了 2021 年以来的回增态势, 总产量达到 1211 万吨, 同比 2021 年的 1200 万吨, 增长 0.93%, 虽然总体产量依然没有达到 2018 年和 2019 年的巅峰水平, 但自 2020 年以来的回增幅度仍然明显, 2023 年虽然开割后产量恢复一度受阻, 但总体依然倾向于旺产, 截至 10 月, 主要成员国天胶产量达到 994 万吨, 同比去年大幅增加 2.2% 增长, 尤其 10 月当月产量达到了创纪录的 130.7 万吨, 预计 11 月及 12 月东南亚高产季月度总产量维持在 120 万吨以上为大概率事件, 全年产量有望赶超 2018 年 1238 万吨的历史最高水平。

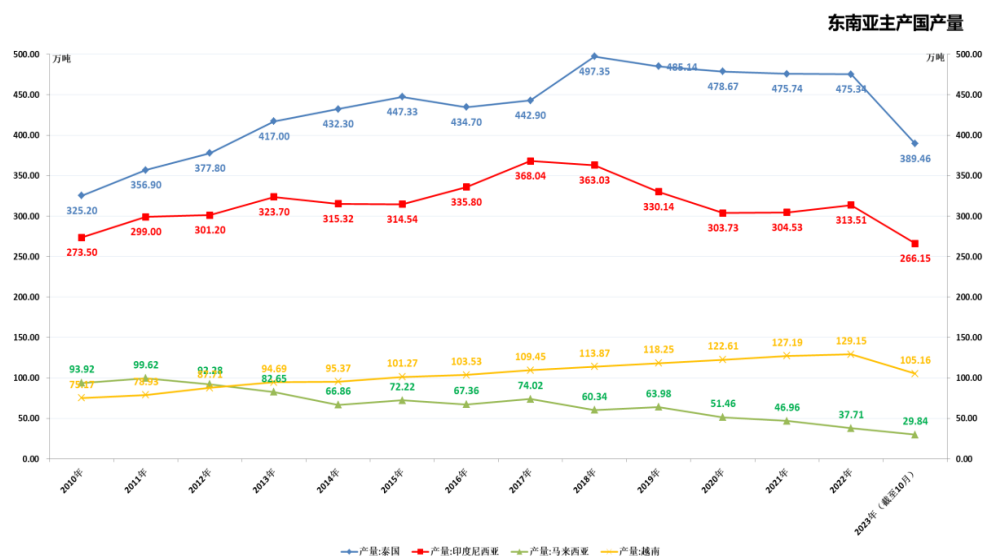
图 7: ANRPC 年度总产量



数据来源: Wind

主产国方面, 2022 年四大主产国基本延续了此前三年的总态势, 即泰国和印尼产量基本持稳, 越南产量稳步增加, 接近 130 万吨, 并成为第三大产胶国, 而马来西亚产量继续缩减, 尤其 2022 年量级已经降至 40 万吨以下, 相比 2011 年巅峰年份, 年产量下降 62.15%。2023 年截至 10 月, 上述总态势依然延续, 前 10 个月, 泰国累计产量达到 389.46 万吨, 同比增加 2.33%; 印尼累计产量达到 266.15 万吨, 相比增加 1.77%; 越南累计产量达到 105.16 万吨, 同比大幅增加 5.02%; 马来西亚累计产量降至 29.84 万吨, 同比大幅下降 6.31%。

图 8: ANRPC 主产国产量



数据来源: Wind

2. 3ANRPC 天胶出口

2022 年 ANRPC 主要成员国合计出口量延续 2021 年以来的回增态势，并大幅提升至 1054 万吨，继 2017 年之后再度创出历史新高，同比 2021 年也大幅增加 4.45%，但 2023 年增速势或将受到遏制，截至 2023 年前 10 个月，主产国合计累计出口 847.5 万吨，同比缩量 1.9%，尽管 11 月及 12 月是季节性出口大月，但估计 2023 年全年或依然难免同比缩量，全年出口量或将达到 1035 万吨左右，同比降幅或在 1.8% 左右。

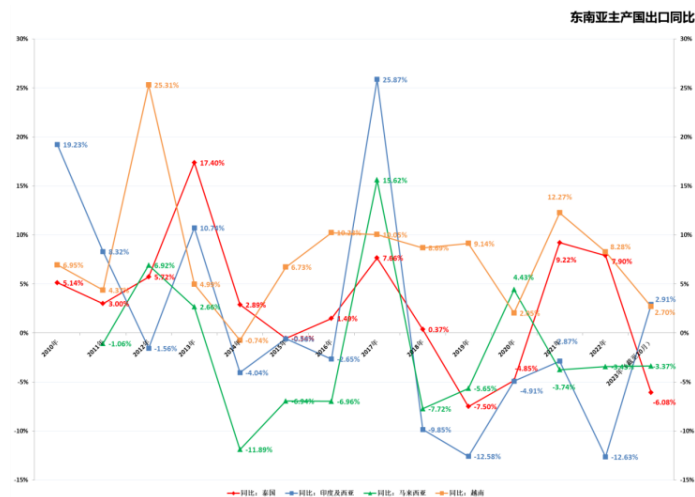
主产国方面来看，2023 年主产国全年出口缩量主要还是来自于泰国和马来西亚出口的下降，截至 2023 年 10 月，泰国累计出口 350.2 万吨，同比下降 6.08%，马来西亚累计出口 82.5 万吨，同比下降 3.37%，印尼和越南保持了稳步增加态势，前 10 个月累计出口分别增加 185.5 万吨和 156.5 万吨，同比增幅分别为 2.91% 和 2.7%。

图 9：ANRPC 主产国出口



数据来源：Wind

图 10：ANRPC 主产国出口同比

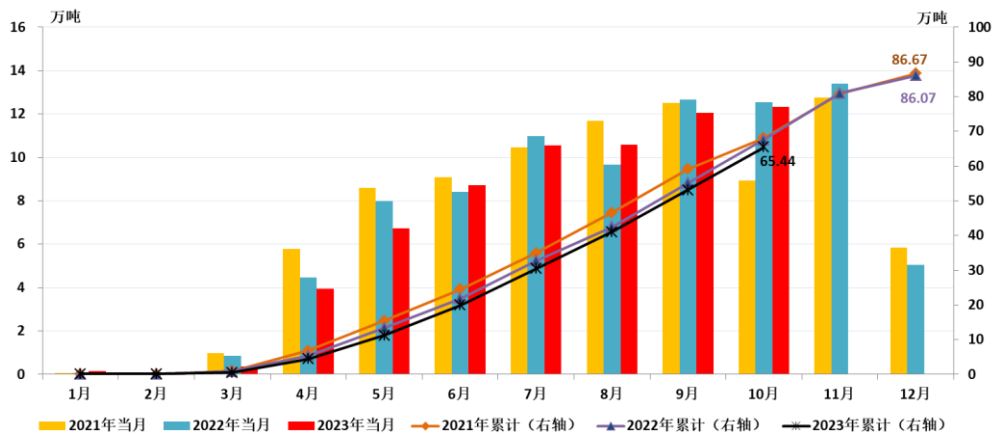


数据来源：Wind

3 产业基本面——国内天胶供应

2022 年，国内天胶总体种植面积达 112.4 万公顷，比 2021 年小幅增加 0.18 万公顷，开割面积达到 74.3 万公顷，比 2021 年增加 0.7 万公顷，预计 2023 年种植面积将增加 1 万公顷，开割面积也将有所增加，但开割率预计将继续向 67% 左右水平小幅抬升。2023 年前 10 个月国内累计产胶 65.44 万吨，相比去年同期的 67.63 万吨，下降 3.24%，由于 11 月至 12 月是我国产区减产期，考虑到最近两年年末两月合计产量均达到 18 万吨的情况，预计 2023 年全年产量或将达到 83.5 万吨左右，同比 2022 年的 86.1 万吨，或下降 3% 左右。

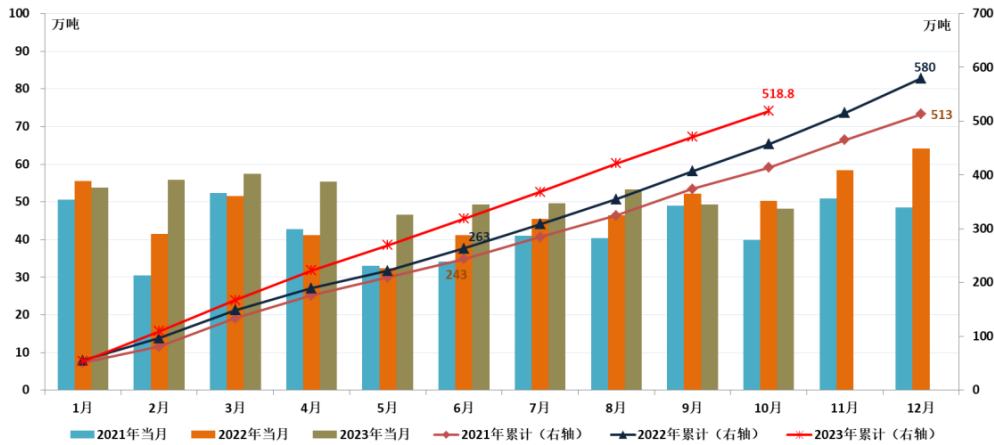
图 11：国内天胶生产



数据来源：Wind

进口方面，根据 ANRPC 统计，2022 年国内各天胶品种合计进口经过 2021 年的回降，再度回升来到 579.6 万吨，大幅超过 2020 年的过往高点 570 万吨，再创历史新高，同比 2021 年的 513 万吨，大增 13%。2023 年前 10 个月，国内累计天胶进口已达 518 万吨，同比 2022 年同期增加 457 万吨，大幅增加 13.35%，并且是过往年份中首次前 10 个月进口突破 500 万吨，根据往年年末两月的进口量预估，2023 年全年进口或将首超 600 万吨，达到 620 万吨以上，同比增幅或达 7% 左右。

图 12：国内天胶进口



数据来源：Wind

4 产业基本面——国内天胶需求

据 ANRPC 统计，2022 年国内天胶消费继 2021 年之后再度站上 600 万吨，达到 608 万吨，虽然比 2021 年的 611 万吨小幅下降 3 万吨，但考虑到 2022 年国内轮胎产业开工总体受挫的背景，情况已属不易。2023 年国内天胶产业链总体呈现改观，前 10 个月国内天胶消费量同比大增 12% 来到 556 万吨，考虑到过往三年年末两月平均消费天胶 107 万吨的情况，预计 2023 年全年天胶总消费量或大幅超过此前两年，可能达到 660 万吨以上，同比增幅或达 9% 以上。天胶下游需求中，轮胎是第一大户，构成了天胶需求的 70% 以上，轮胎行业的景气程度是天胶的需求端的决定性因素，而中国作为全球轮胎第一大生产国，尽管近几年经历了不小的产能外移，仍消费了全球最多的天胶，占比依然可以达到 50% 左右。

图 13：国内天胶消费

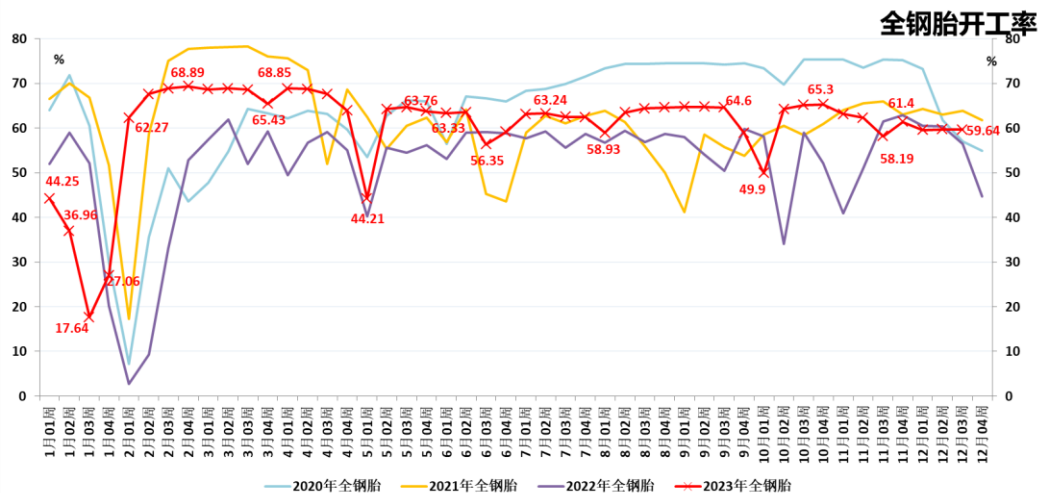


数据来源：Wind

4.1 国内轮胎产销

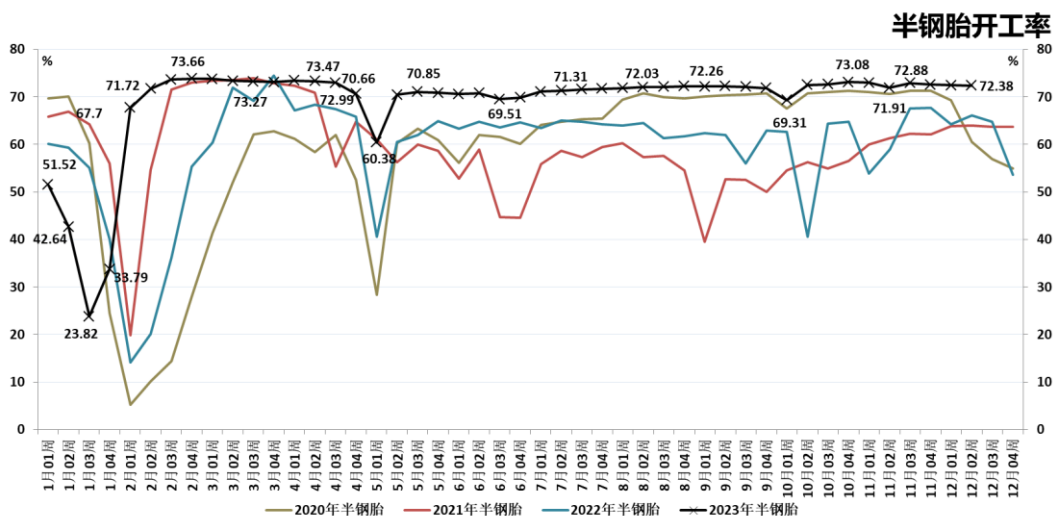
今年国内轮胎行业呈现全面回升态势，不仅轮胎产量同比回升明显，轮胎出口也呈现明显提升。行业开工方面，今年轮胎总体开工提升明显，尤其是半钢胎方面，不仅开工率明显高于过去三年，开工稳定性也明显提升，全钢胎方面开工也明显好于去年，与2021年水平相当，但稳定性更优于2021年。数据显示，排除节假日影响，今年全钢胎开工基本维持在58%-68%偏高水平，半钢胎开工则基本维持在71%-73%的更高水平。

图 14：轮胎行业开工状况（全钢胎）



数据来源：Wind

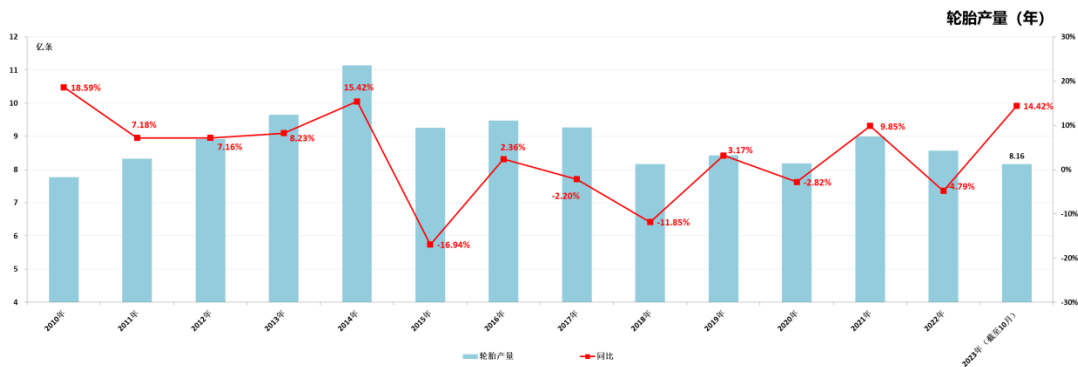
图 15：轮胎行业开工状况（半钢胎）



数据来源：Wind

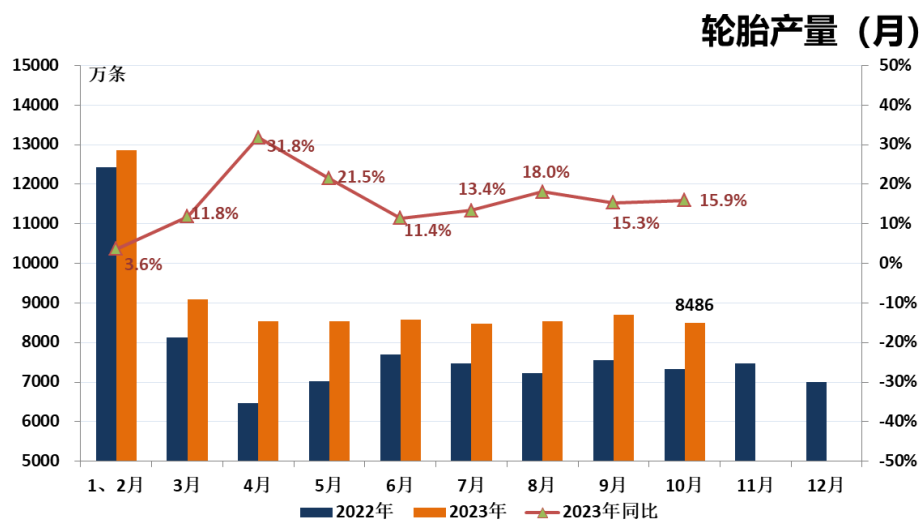
轮胎产量方面，自 2014 年轮胎产量达到创纪录的 11.14 亿条之后，国内轮胎产量基本呈现逐年震荡下降态势，2018 年来到 8.16 亿条，之后开始隔年震荡增量态势，在 2021 年国内需求偏强及轮胎出口强劲合力作用下，轮胎产量再度阶段性回升至 9 亿条附近，但 2022 年产量再度回落来到 8.56 亿条，今年随着轮胎业开工的大幅改善，轮胎产量再度展现大增态势，统计显示，今年轮胎月产量同比提升明显，月同比基本维持在 11% 以上，有的月份甚至超过 20% 达到 31.8%，3 月至 10 月月产量持续维持在 8400 万条以上，2023 年前 10 个月轮胎总产量累计达到 8.16 亿条，同比大增超 14%，考虑到年末两月稳定的开工率，及此前月均产量持续高于 8400 万条的情况，估计全年产量或将达到 9.8 亿条以上，同比增幅或超 14%。

图 16：国内轮胎产量（年）



数据来源：Wind

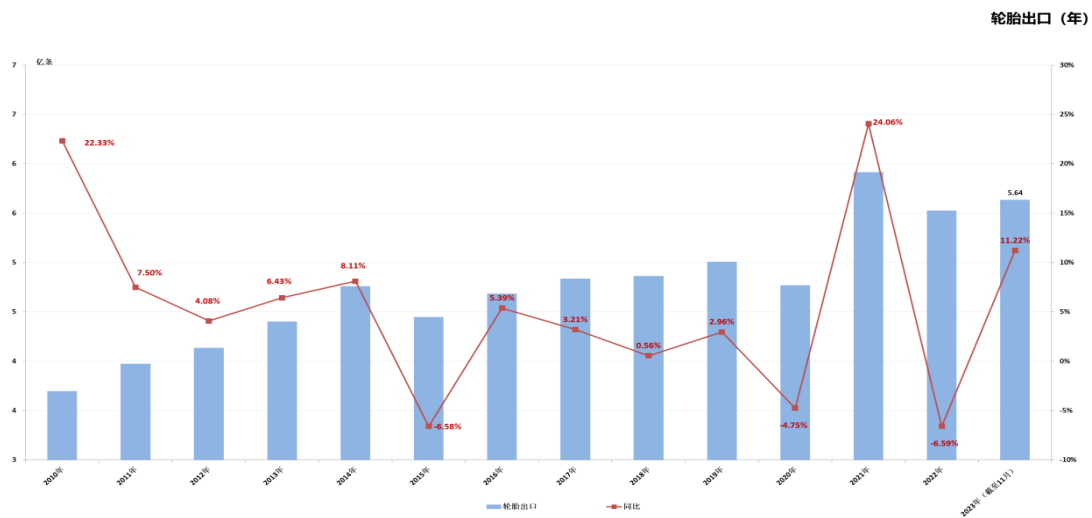
图 17：国内轮胎产量（月）



数据来源：Wind

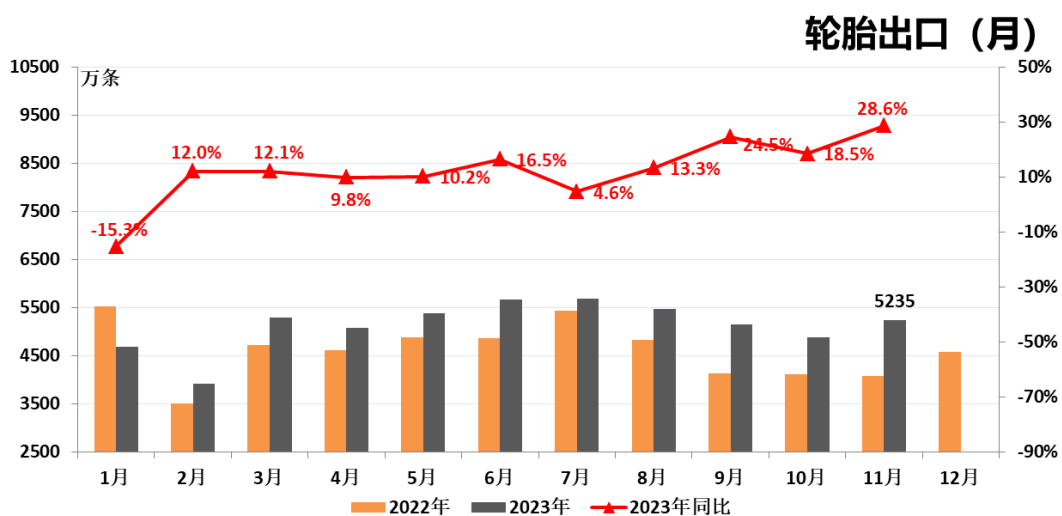
轮胎出口方面，2021 年轮胎出口一改 2020 年的全球疫情压制态势，呈现爆发式恢复状态，但 2022 年轮胎出口则再度受到国际贸易环境恶化压制，2023 年随着国家在贸易环境方面的努力，轮胎出口再度扛起轮胎需求大旗，呈现强势回升态势，数据显示，今年 2 月以来，国内轮胎出口持续维持同比正增长态势，且多数月份增长率达到 10% 以上，11 月出口同比增长甚至达到 28.6%，除了 1-2 月，全年月出口基本维持在 4800 万条以上，2023 年前 11 个月累计出口达到 5.64 亿条，超过去年全年出口水平，预计全年或将达到 6.1 亿条以上，同比增幅或将超过 10%。

图 18：轮胎出口（年）



数据来源：Wind

图 19：轮胎出口（月）

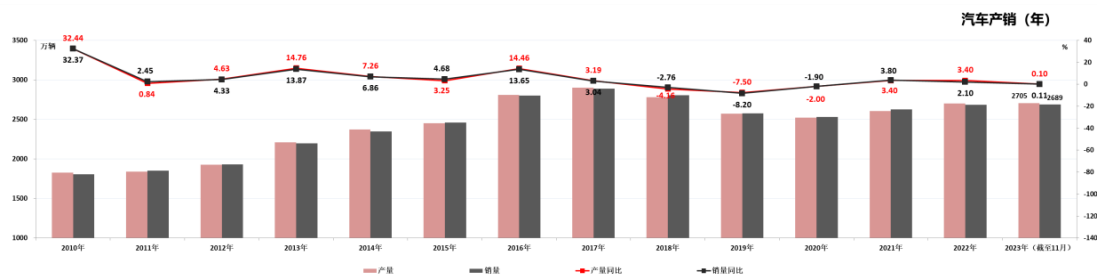


数据来源：Wind

4.2 国内汽车产销

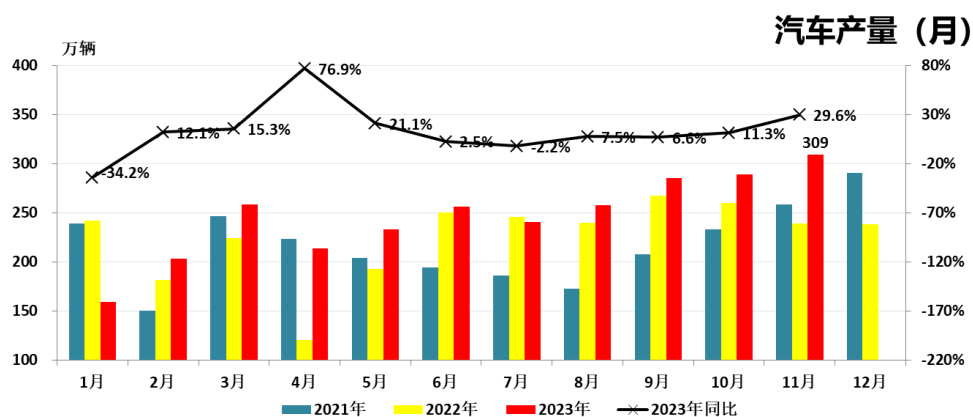
国内汽车产销自 2017 年筑顶回落以来，接连经历了三年的衰退，不仅有车业结构调整换挡因素，也有疫情扰动，更有国内外大经济环境弱化因素，但从 2021 年以来，在各项政策加持之下，车业终于开始了止跌态势，2021 年实现汽车产销同比增长 3.4% 和 3.8%，2022 年延续小幅回升态势，实现汽车产销同比增长 3.4% 和 2.1%，预计 2023 年在新能源车产销大增带动乘用车和商用车再度回归正常节奏联合发力之下，全年汽车产销有望再创历史新高，达到 3000 万辆左右，目前来看，2023 年前 11 个月，国内汽车产销分别已经达到 2705 万辆和 2689 万辆，分月份来看下半年车业发力明显，不仅同比增长率多数月份维持正向，月度产量也明显高于上半年月度表现。

图 20：国内汽车产销（年）



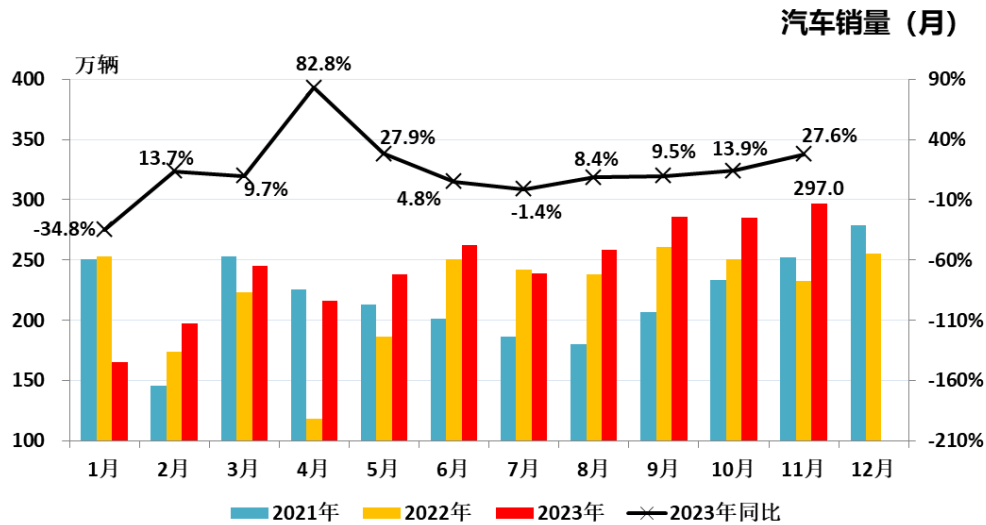
数据来源：Wind

图 21：国内汽车产量（月）



数据来源：Wind

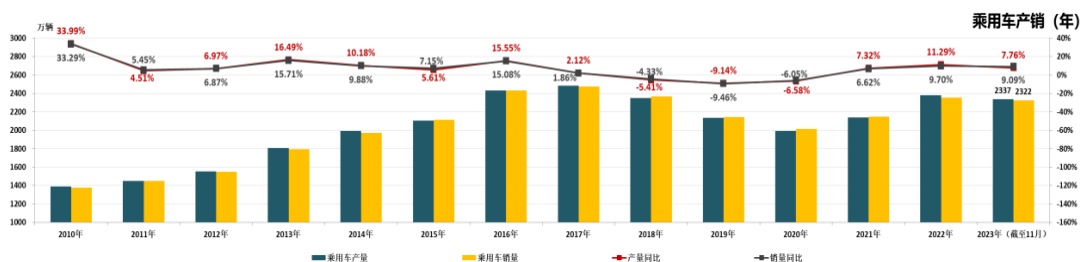
图 22：国内汽车销量（月）



数据来源：Wind

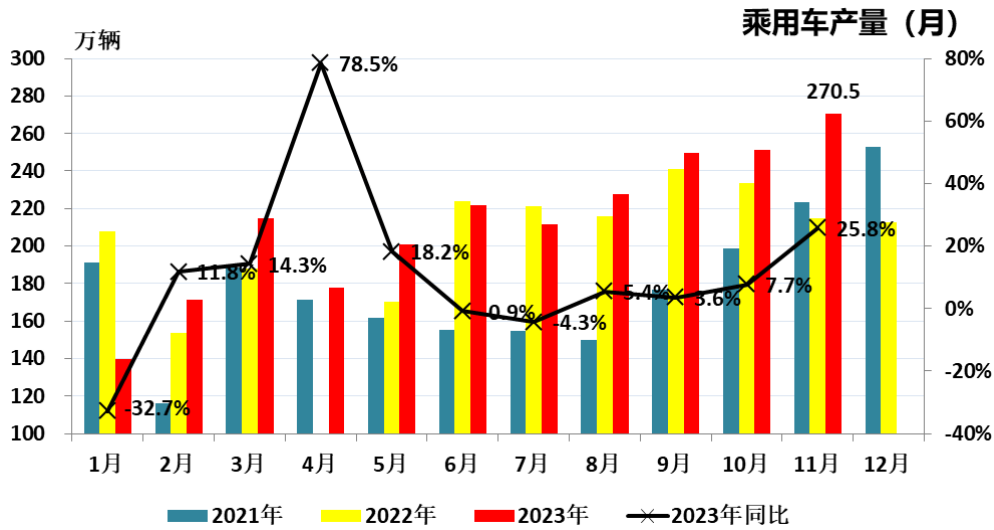
乘用车方面，过去几年乘用车产销的大幅下滑是导致汽车产销总体下滑的决定性因素，但近两年以来情况发生转变，乘用车在新能源电气化升级引领作用下开始发力，对车业稳定起到了决定性作用，数据显示，2021 年乘用车产销同比转正分别增长 7.32%和 6.62%，2022 年乘用车产销同比续增涨幅分别达到 11.29%和 9.70%，2023 年前 11 个月，乘用车产销已经分别实现了同比正增长 7.76%和 9.09%，且前 11 个月累计产销已经基本持平了 2022 年全年产销量，全年大增是大概率事件，预计全年产销或将达到 2600 万辆左右。乘用车表现强劲背后是新能源车产销的发力 and 带动，据统计，11 月，新能源汽车产销量分别完成 107.4 万辆和 102.6 万辆，首次实现双百里程碑，同比分别增长 39.2%和 30%，当月市场占有率升至 34.5%，前 11 个月，新能源汽车产销量分别完成 842.6 万辆和 830.4 万辆，同比分别增长 34.5%和 36.7%，累计市场占有率提升至 30.8%，预计全年产销或将达到 940 万辆左右，出口量达到 480 万辆左右。

图 23：国内乘用车产销（年）



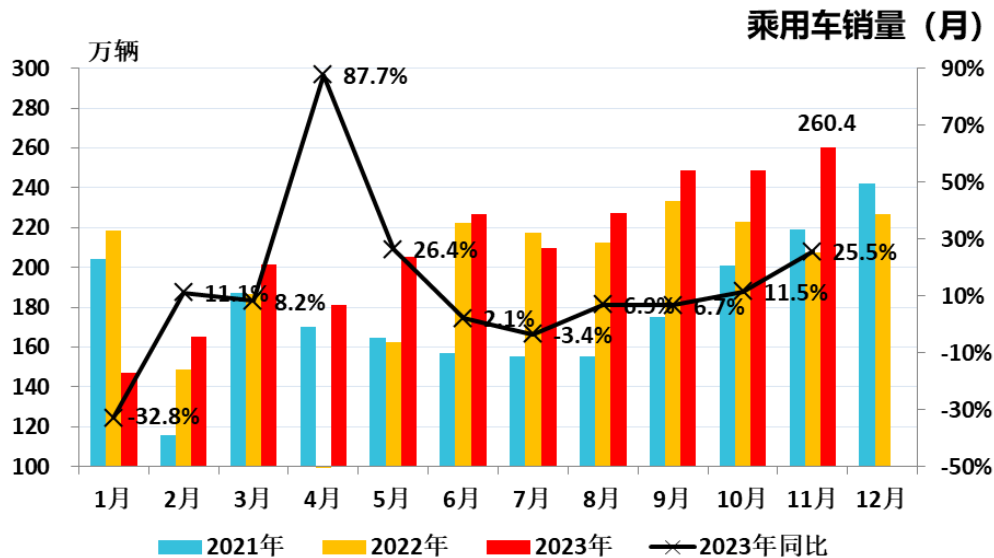
数据来源：Wind

图 24：国内乘用车产量（月）



数据来源：Wind

图 25：国内乘用车销量（月）

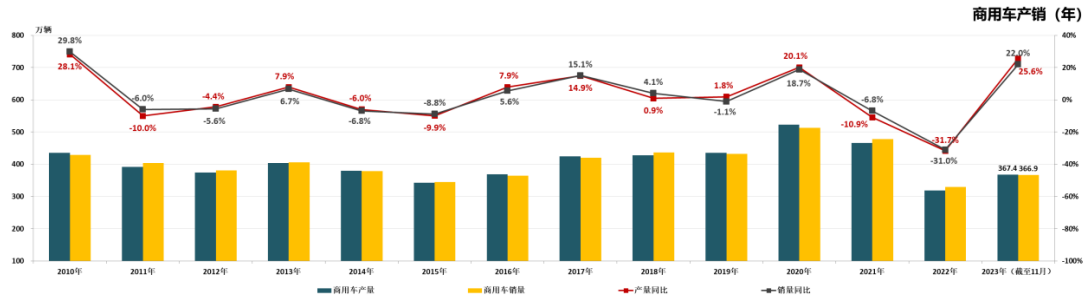


数据来源：Wind

商用车方面，曾经作为车业总体进入寒冬背景下支撑车业的支柱与旗帜，尤其在重型柴油车“国六”标准全国推行的三年时间段，重卡月度产销同比涨幅持续维持在 20%-280% 的高水平，盛况堪比 2016-2017 年的重卡产销高潮，为当时车业回落提供了坚强支撑，但政策红利效应从 2021 年 4 月份开始消退，重卡弱势一直延续至 2022 年，拖累商用车，反而成为了过去两年车业回升过程中的软

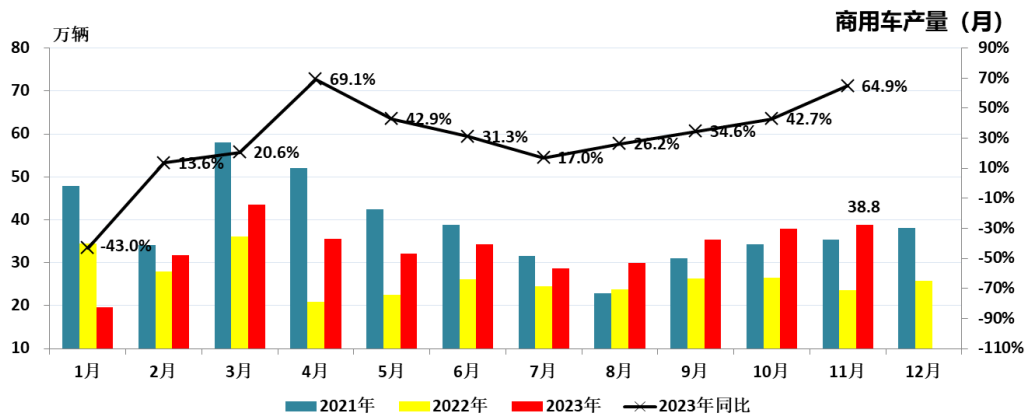
助，2022 年全年商用车产销分别仅有 318 万辆和 330 万辆，同比分别大降 31.75 和 31%。

图 26：国内商用车产销（年）



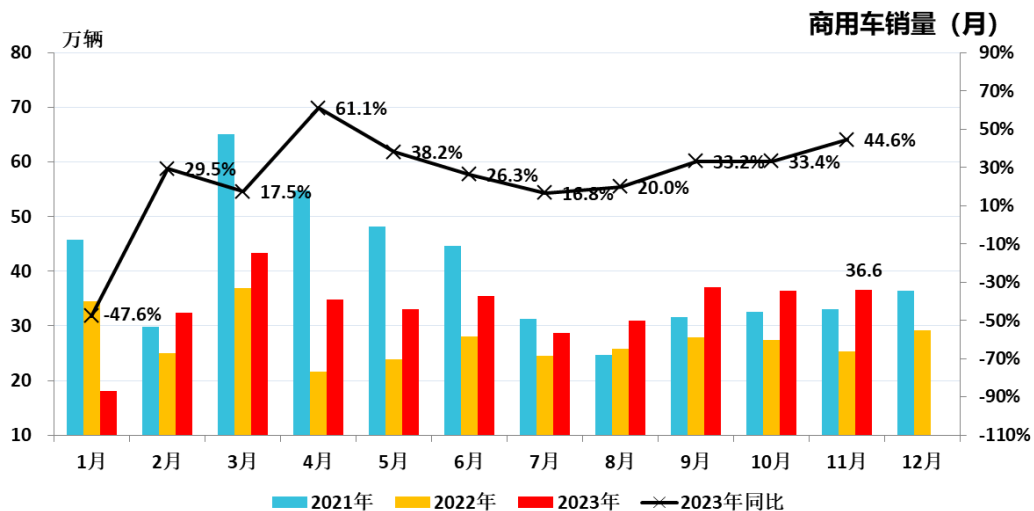
数据来源：Wind

图 27：国内商用车产量（月）



数据来源：Wind

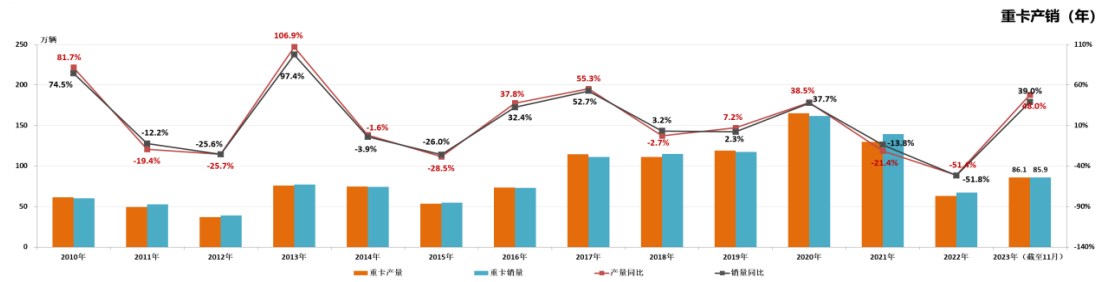
图 28：国内商用车销量（月）



数据来源：Wind

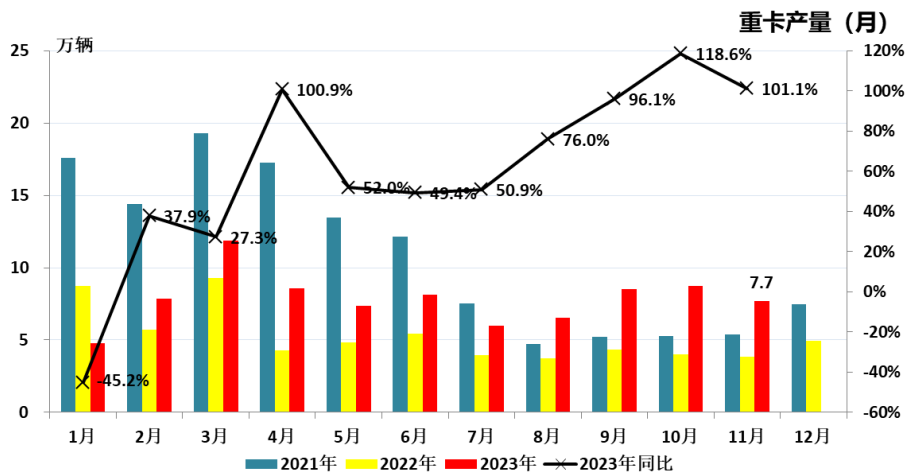
然而从今年2月开始，前期透支压力开始减弱，商用车及重卡产销回归产业正常节奏，配合乘用车发力大幅促进了车业的回升，数据显示，截止2023年11月，商用车累计产销分别完成367.1万辆和366.6万辆，同比分别增长25.6%和22%，其中，重卡累计产销分别完成86.1万辆和85.9万辆，同比分别增长48%和39%，增幅亮眼，尤其是四季度重卡月度产销几乎呈现倍增态势。

图 29：国内重卡产销（年）



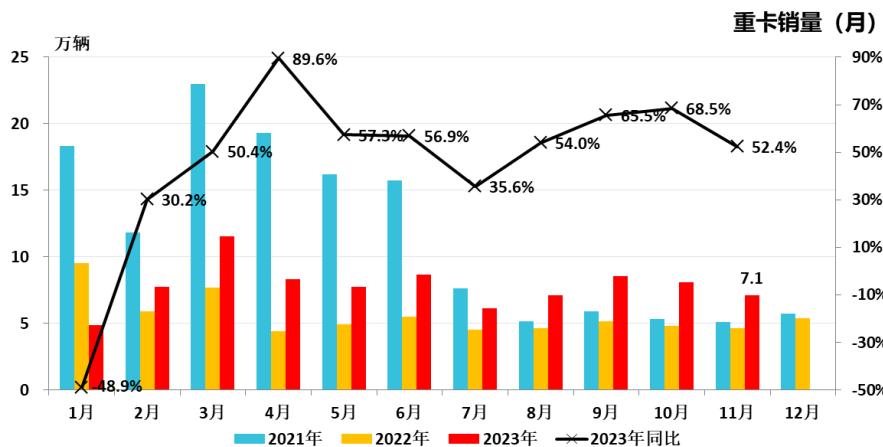
数据来源：Wind

图 30：国内重卡产量（月）



数据来源：Wind

图 31：国内重卡销量（月）



数据来源：Wind

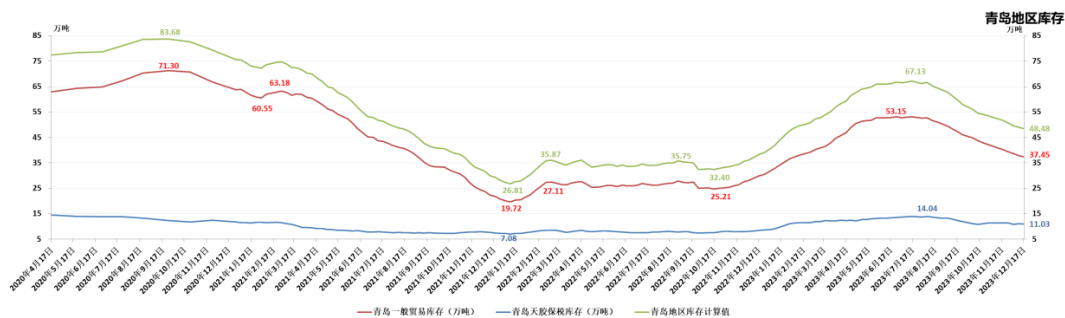
5 产业基本面——国内天胶库存

由于目前缺乏权威的天胶库存数据，以下只能参考市场资讯公司统计数据进行分析，但是由于相关资讯公司的数据样本稳定性和数据真实性等方面都有所欠缺，以下分析仅供参考。

5.1 青岛地区库存

库存方面，据相关资讯公司统计，青岛地区库存自去年 10 月再度进入累库周期之后，累库态势一直延续至今年 8 月中旬，相比上一个累库周期累库时间有所缩短，累计幅度也呈现弱化，青岛地区最高库存量来到 67.13 万吨左右（根据修正后的样本数据最高来到 93.2 万吨左右），其中一般贸易库存最高来到 53.15 万吨（根据修正后的样本数据最高来到 79.06 万吨左右），保税区库存最高来到 14.04 万吨（根据修正后的样本数据最高来到 14.25 万吨左右），相比上一累库周期地区库存高点 83.68 万吨，缩量明显，周期累库压力相对减轻。8 月下旬开始，新一轮降库周期开始并维持至年末，目前青岛地区库存降至 48.48 万吨，阶段性去库率 27.78%，其中，一般贸易库存降至 37.45 万吨，阶段性去库率 29.54%，保税区库存降至 11.03 万吨，阶段性去库率 21.44%。

图 32：青岛地区库存



数据来源：隆众资讯

5.2 国内期货库存

期货库存方面，近四年仓单全年表现趋于一致，最高仓单量并未出现阶梯式上增或下减，尤其今年的仓单表现相比过去两年还更弱一些，23.19 万吨的顶量

低于过去两年顶量水平，仓单集中注销之后的底量水平也仅比去年稍高，但低于前年，仓单总体表现平稳，年内仓单压力总体并不明显，符合国内产胶基本周期规律，明年预计总体仓单压力依然不大。

图 33：期货库存状况



数据来源：Wind

6 总结与展望

2020 年是胶市大熊市周期转换之年，2021 年是胶市摆脱熊市影响构建新一轮上行第一中枢之年，2022 年则是第一中枢构建结束转入大周期回调浪之年，而 2023 年却是期价继续演绎可能的新一轮牛市再度进入主升浪之年。可以说在 2021 年至 2022 年基本面在挑战中艰难改善之后，2023 年胶市迎来了新的生机，随着年内轮胎业及车业再度转入回升节奏，天胶产业链供需结构改善持续深化，虽然供给压力仍存，但需求端表现出强势的耗胶能力，库存年度累积压力大幅减轻，胶市期价弹性也显著提升。

对于明年，胶市今年年末的骤降回升，凸显出市场对天胶产业链改善的认可，胶市回归三季度中期运行中枢之后，2024 年一季度行情或大概率进入割胶季减产演绎节奏。明年上半年，胶市状况或较为明朗，一方面美联储降息预期愈浓的大环境或将有利于原油等大宗商品价格走强，另一方面产业端供给将进入产区减停产季，需求回暖态势料也将有所延续，尤其是在世界主要经济体疲于应对两场战争而对恢复稳定畅通贸易的呼声越来越高的背景下，国内轮胎业面临的贸易环境将有望继续改善，这将对轮胎出口需求继续构成支撑，由于年末总体天胶库存压力不大，明年上半年需求偏强而供给减弱的产业预期或将进一步有助于催升胶

价。

技术上，虽然 14500 左右在中期依然有较强的中枢上限压力，但期价总体向上格局已经再次被打开，如果宏观及产业链诸多利好预期能够顺利兑现，行情或将再获动力继续上攻 2020 年末至 2022 年初形成的牛市长期第一中枢上限 16000 整数关口。

对于下半年，具体还要看明年新的割胶季供给恢复情况，以及世界宏观局势和国内经济走向，由于近年国际时局突然进入动荡，局势得到平息或将不是短期即可达到的状态，只能希望各方矛盾压力的释放不要经历一个很长的时间过程。

联系方式

王来富

从业资格证号：F3023634

投资咨询资格证号：Z0013705

电话：(025)52278391

邮箱：wanglaifu@ftol.com.cn

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中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变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。