

# 山东沥青调研启示：供应收紧明显，需求季节性微弱改善

发布日期：2024年4月11日

研究品种：沥青BU

研究员：董丹丹

期货从业资格号：F03095464

期货投资咨询号：Z0017387

联系方式：18616602602

助理研究员：马慧珊

期货从业资格号：F03130811

操作参考：沥青基本面供需均有改善，叠加裂解利润处于历史低位水平，可考虑轻仓布局做多沥青裂解价差。

风险提示：原油价格大幅变动，沥青需求恢复不及预期，委内瑞拉制裁政策影响，库存去化缓慢。

期货交易咨询业务资格：证监许可〔2011〕1461号

## ➤ 供应端：低利润下，炼厂沥青产量同环比均有下滑；

通过走访四家独立炼厂以及两家山东贸易量较大的沥青现货贸易企业，我们了解到，当下炼厂的综合成本基本已经处于亏损的边缘，而部分装置流程较简单的炼厂则已处于亏损状态；其中炼厂产量基本维持在6-7成附近，仅为最低开工，并且在原油高位下，生产意愿较低，并且基本维持转产渣油的计划。委内瑞拉原油或稀释沥青高位下，生产沥青没有性价比。

## ➤ 需求端：上半年大规模项目启动较难，但已告别阶段性低点；

1. 资金限制较多，且回款难，终端拿货多谨慎观望
2. 大项目新建较少，仅旧项目收尾
3. 高速公路需求可保证，但占比20%较少，而主力需求的省道乡道项目同比减少较多
4. 核心贸易商出货量较去年明显减少，但季节性好转有显现

## ➤ 库存端：对市场普遍缺乏信心的情况下，炼厂的原料原油库存、成品库存都维持低位。

企业非常担心沥青较高的社会库存。传统3-4月是需求小旺季，当前的需求低迷导致社会库存高位，如果需求持续不振，当进入5-6月的淡季时，沥青的压力就会更大。

## ➤ 沥青原料高位下，独立炼厂纷纷降低沥青产量，但主营提升负荷下，沥青供应能否继续收缩？

独立炼厂开工率仅在30%附近，根据对于山东四家炼厂的调研，独立炼厂对于利润的敏感度极高，并且当原料价格高企的情况下，主动提升负荷意愿很低；因此独立炼厂的沥青产量预计将延续较少的态势。

主营炼厂虽然因其炼厂产品结构以及生产目标刚性等原因，仍有提升意愿，但实际提升空间较为有限，其次，马瑞原油的整体性价比偏低，主营炼厂沥青收率预计不高，通过计算，主营炼厂继续提升负荷的空间月度水平在10-20万吨附近。

综合来看，沥青供应量预计同比偏弱，提升空间有限。

## ➤ 库存高位下，后续需求能否带动沥青去库？

目前通过山东调研的需求情况来看，短期需求预计平稳回升，但仍不算乐观。目前库存累库的幅度仍处于历史高位水平，而短期需求虽有回升仍较为疲弱，因此预计上半年沥青需求恢复情况有限，去库仅少量。

下半年预计需求状态从季节性上看，也优于上半年，因此长期角度看，对于下半年沥青需求仍保有一定期待。

## ➤ 行情展望

沥青地方炼厂利润出现明显亏损，产量预计同环比减少。结合原料端存在偏紧预期，供应端偏多看待。需求来看，近期北方天气好转带动部分低价货源需求，整体需求端略有改善，节前小幅去库。

风险点主要源于美国对于委内瑞拉制裁的态度，当下因消息面美方暂时大委内瑞拉大选之前延缓制裁，但仍需警惕美方政策变化。

## ➤ 策略推荐

月间套利：库存高位下，预计现货表现较不如期货，建议反套操作。

短期（4月份）：受美国暂时取消对于委内瑞拉的制裁提振，结合短期的去库以及供应收缩，沥青基本面有所好转，叠加利润低位下，可考虑做多沥青裂解价差。

中期（5月份）：库存水平预计去化有限，而供应收缩预期打满后，若利润有所回升，一方面沥青裂解价差止盈离场，再结合山东调研的需求情况分析，上半年需求较难大幅度启动下，沥青价格和裂解将转向偏空看待。

## ➤ 调研企业A：开工晚、大项目少且结款率低

- **企业简介：**贸易公司，2004年开始从事石油沥青业务，主营炼厂和地方炼厂都有良好合作，中石化十佳客户，去年贸易量近70万吨。客户群体约60%是终端，40%是贸易。有自备运输车辆可以充分满足货物配送需求。
- **需求端：**今年开工比往年要晚，需求比去年同期减少，终端的销售滞后，大项目开工比较少，修补维护才刚开始2024年大家都在观望原料的情况，因为去年结款只有10-50%，大家的心态比较谨慎。一部分去年的项目在等款的拨付，另外一部分项目确实已经立项，但暂时没有大面积开始，比较理想要在4-5月份开工。今年都是的项目基本属于已经预备完成的项目，12省的暂缓对于今年的影响不是特别明显。
- **供应端与炼厂利润：**供应端跟去年同比比较弱。主营炼厂排产增加，原油有涨幅，沥青价格却比较稳定，有的炼厂在减产，没有配额的厂家在停产的状态。开工积极性不高，单套常减压的沥青生产厂目前开工每吨亏损数百块钱，生产汽柴油的厂家会好一些，但勉强维持。关于地炼的开工问题，一方面看看沥青原油的价格，另外还需要看税收，看政策，对于买马瑞油做原料的炼厂，是否开工亦影响到地方政府税收，政府对于原料端政策调整，也可能影响到炼厂的开工积极性。
- **库存：**主营炼厂建库比较少，因此当月产基本必须当月销售，有时库存压力较大必须压价。从这个角度看，未来汽柴油利润较好，主营开工提升，叠加华东地区库存较多，若需求没有及时回归，亦不排除主营炼厂后续出现优惠政策。

## ➤ 调研企业B：下游对高价货源抵触较大

- **企业简介：**企业拥有20年左右的经营历史并以石油沥青为主要贸易，为中石化以及其他地方炼厂的一级代理商。贸易量去年在70-80万吨以上，拥有自己的物流运输车辆以及装卸机械。
- **需求端：**贸易量上环比有好转，但是属于季节性转好，跟2022年和2023年比没有明显好转。针对当下炼厂以及贸易商的价格调整节奏，明显感觉到的是下游对于高价货源的抵触较大，绝对价格上3700元至3800元/吨存在比较大的阻力，而低价货源成交较好，反映出刚需需求存在，但仍较为脆弱。目前的终端消费给出的反馈消费需要等到9月份，或者5-6月份才能有所好转。根据今年的情况来看，终端本身资金受限，去年留到今年来干的工程比较少，旧的项目处于收尾阶段。
- **供应端与炼厂利润：**从当下排产情况来看，地方炼厂基本维持产销平衡，对于下个月沥青的产量认为，山东和河北增量不大，但主营排产比较多。主要还是比较关注当下稀释沥青原料较贵的问题，比较关注后续无配额炼厂低利润下排产是否落空。
- **库存：**终端的库存都不高，不敢大规模补货。而冬储库存很大，拉了很多低价货源，暂未集中出售，因此目前上方压力也比较大。

## ➤ 调研企业C：下游对高价货源抵触较大

- **企业简介：**该企业国家认可保留的地方炼油企业，是东营市重点培植骨干企业，集团现拥有300万吨/年常减压装置，以及一系列二次加工装置，企业的主产品就是成品油。
- **原油采购及点价：**俄乌冲突前后，中国山东地炼的原油采购有较大的变化。俄乌冲突改变了全球的物流因素。俄乌冲突前，山东地炼与中东国家石油公司以及大型贸易商采油较多。俄乌冲突后，因为俄油及伊朗油价格更有优势，地炼更倾向于采购低成本原油。美国对俄油制裁在2023年12月力度加强，对企业的采购造成了一些流程繁琐的困扰。俄乌冲突前后，原油采购的付款模式也发生了很大改变。此前是信用证为主。此后以现款或保证金为主。当前卖方稍显弱势，甚至允许原油运至炼厂，被加工后生产出成品油再付款原油费用。因此可以说企业的原油库存水平很低，因不占用资金。
- **成品油需求看法：**2024年1-3月成品油销售同比下降非常明显，利润、销量都有很大的下滑。2023年的柴油价格高点是2-3月。山东炼厂开工很低，就是效益低迷的主要原因。该企业开工率七成，去年同期是满负荷。柴油价格一直起不来，对整个炼厂利润拖累比较严重。汽油价格同比差不多。
- **山东地炼的产能扩张：**国家对炼厂产能整体有控制。山东地区不会再有新增产能了。2024年有一套裕龙石化装置，该炼厂可能会在6月底前后开车。开车前两个月商务部会对其专门下达一批进口配额。裕龙石化二期工程较为遥远，因填海尚未开始。

## ➤ 调研企业D：综合利润亏损，沥青开工低位

- **企业简介：**东营大型地方炼厂，主要生产国六柴油、国六汽油、石脑油、沥青（70#、90#）、石油苯、液化石油气、白油、工业硫酸、石油焦等石油产品，其中常减压装置220万吨，拥有石油配额220万吨，沥青产能190万吨。
- **原油采购以及点价：**炼厂适用油品种类较多，更倾向于采购低价格的原油来进行生产，其中选用油种包括俄罗斯乌拉尔，ESPO以及伊朗油等，另外还会根据生产需求调节加入俄罗斯M100以及委内瑞拉原油等，其中由于沥青生产的需要委内瑞拉原油占比约在60%附近。目前并未采取点价，而是以月均价的方式进行结算。
- **供应端与炼厂利润：**目前开工率7成，整体炼厂综合利润处于亏损状态，并且柴油需求萎缩比较明显，也导致加工利润出现明显收缩。当下沥青的月度产量在8万吨附近，考虑到需要给下游稳定供货，并未完全转产渣油。沥青正常产量是当前的两倍。当下国内柴油以及汽油表现并不强势，而石油沥青加工利润也压缩到低位水平。布伦特80美元/桶以上的价格对于生产利润施压明显，后续在原油高位下，提升开工意愿很低，预计柴油利润若有阶段性转好，才可能有提升负荷的意愿。
- **裕龙石化近况：**目前较为关注裕龙岛的整体施工进度，根据行业市场消息预计裕龙岛项目可能最早于6月份打通循环，7月份出产品，届时成品油炼能提升或将对于汽柴利润形成进一步的打压。裕龙石化汽柴油总共的收率可以做到14%到40%之间波动，根据化工和成品油的利润情况进行调整。化工亏损时，炼厂就可以将生产化工的原料石脑油外售。
- **沥青需求看法：**目前需求持环比改善但同比不如去年，当下沥青终端拿货情况并不乐观，根据样本下游收集信息，1-3月出货量同比减少近5成。
- **库存：**原油原料库存处于低位水平，成品油库存约处于常规水平，大约在15天左右。沥青炼厂库存维持低位，基本产销平衡。

## ➤ 调研企业E：利润微薄，4月底存在排产沥青计划

- **企业简介：**公司主要工艺装置有350万吨/年常减压装置，120万吨/年改性沥青装置，可使用进口原油300万吨/年。主要产品有车用汽油、车用柴油、道路沥青、MTBE、石油焦、苯、甲苯、二甲苯、抽余油、芳烃、异构化油等。
- **原油原料：**倾向于使用密度在90-91左右的原油进料，其中以俄罗斯重质油，中东以及非洲等原油，原油的油种选择目的在于平衡全厂产品的收益。另外在需要转产沥青时，多进口马瑞为原料。该企业从2023年11月就未采购马瑞油，现在只有聊聊几家炼厂买马瑞和稀释沥青，这些炼厂也是掺炼。只炼马瑞也是亏损的，掺炼会好一些。
- **供应与利润情况：**当前汽柴油产量6000-7000吨/日，沥青当前无产量，预计4月中旬至4月底计划排产沥青以满足冬储合约。炼厂开工负荷约在6至7成，炼厂虽然综合略有盈利，但微薄利润情况下，整体开工积极性并不高。该企业的柴油收率年均有35%左右，汽油收率大概在20%左右。成品油收率首先看的是利润，然后根据利润选择原料-原油，再生产端收率变化。该企业提到，山东地区对沥青利润比较敏感的炼厂，均已停车。这些炼厂都以沥青为主产品，也生产部分石油焦。
- **库存水平：**成品油库存以及沥青库存水平均处于较低位置，估计在7天左右。本地炼厂的汽柴油库存压力均不大。

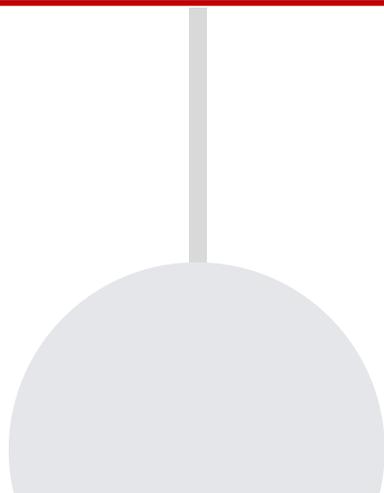
## ➤ 调研企业F：利润微薄，4月底存在排产沥青计划

- **企业简介：**公司主要工艺装置有350万吨/年常减压装置，120万吨/年改性沥青装置，可使用进口原油300万吨/年。主要产品有车用汽油、车用柴油、道路沥青、MTBE、石油焦、苯、甲苯、二甲苯、抽余油、芳烃、异构化油等。
- **原油原料：**倾向于使用密度在90-91左右的原油进料，其中以俄罗斯重质油，中东以及非洲等原油，原油的油种选择目的在于平衡全厂产品的收益。另外在需要转产沥青时，多进口马瑞为原料。该企业从2023年11月就未采购马瑞油，现在只有聊聊几家炼厂买马瑞和稀释沥青，这些炼厂也是掺炼。只炼马瑞也是亏损的，掺炼会好一些。
- **供应与利润情况：**当前汽柴油产量6000-7000吨/日，沥青当前无产量，预计4月中旬至4月底计划排产沥青以满足冬储合约。炼厂开工负荷约在6至7成，炼厂虽然综合略有盈利，但微薄利润情况下，整体开工积极性并不高。该企业的柴油收率年均有35%左右，汽油收率大概在20%左右。成品油收率首先看的是利润，然后根据利润选择原料-原油，再生产端收率变化。该企业提到，山东地区对沥青利润比较敏感的炼厂，均已停车。这些炼厂都以沥青为主产品，也生产部分石油焦。
- **库存：**成品油库存以及沥青库存水平均处于较低位置，估计在7天左右。本地炼厂的汽柴油库存压力均不大。
- **沥青需求的看法：**目前感受到高速公路的施工表现比较正常，但省道和乡道项目同比去年减少较多，甚至较少听闻开工。因为高速公路的资金是比较宽裕的。按往年的情况看，高速占整个沥青需求的比例大概在20%。沥青处于供需两弱的格局，需求不行，供给也减少了很多。

## ➤ 调研企业G：综合亏损下，沥青4月停产

- **企业简介：**该炼厂一家以能源化工为主导产业，集石油化工、精细化工、现代物流、油品终端等产业于一体的现代化综合性民营企业。主动参与裕龙岛项目整合，先后拆除220万吨/年原料预处理装置、60万吨/年加氢裂化装置，腾退220万吨/年炼化产能和150万吨/年原油进口指标，借此契机转型发展，新建设120万吨/年新型超低硫船舶动力燃料项目，沥青产能90万吨。
- **供应端与炼厂利润：**低位利润下，生产加工积极性不高，预计4月开始停产沥青，转产渣油。
- **沥青库存：**沥青仓储库容约在40天左右，炼厂沥青库存压力较小，2023年底冬储出货情况预计在30万吨附近。社会冬储货源释放较少，且基本处于不盈利状态，预计沥青价格被冬储货源释放压制。
- **沥青需求看法：**目前需求略有改善，但整体不及去年水平。

类型		具体情况	观点
估值		地缘冲突略有缓和，原油震荡回调，一方面，政府专项债发行额环比增加同时挖掘机销量环比改善，从宏观层面给予沥青需求支撑，而炼厂亏损较大导致挺价意愿浓厚，沥青价格表现相对坚挺，沥青裂解价差低位小幅回升。	中性
驱动	成本	原油价格震荡回调，沥青价格表现持稳，炼厂整体利润仍处于亏损状态。综合来看，本周各类型炼厂沥青生产理论综合利润均值如下：江苏主营炼厂为88元/吨，环比下跌25元/吨；山东综合型独立炼厂为-1108元/吨，环比上升72元/吨；河北简单型独立炼厂为-1017元/吨，环比上升74元/吨。	偏多
	供给	根据隆众数据显示，国内沥青81家企业产能利用率为26.5%，环比下降3.7个百分点。分析原因主要是山东、华东地区个别炼厂降产以及转产，带动产能利用率下降。	偏多
	需求	国内沥青54家企业厂家周度出货量共39.3万吨，环比减少7.2%。分地区来看，华北及西南出货量减少明显，华北主要是河北鑫海月底合同有所减少，业者提货量下降；西南主要是中海四川维持检修，云南石化间歇停产沥青，供应降量导致出货减少。	偏空
	库存	国内沥青76家样本贸易商库存量（原企业社会库库存）共计214.8万吨，环比增加5万吨或2.38%。 国内54家沥青样本生产厂库库存共计106.8万吨，环比增加2.7万吨或2.59%。 76家样本社会库存+54家样本厂库沥青为321.6万吨，环比增加7.7万吨或2.45%。	中性
策略		根据金十数据消息，委内瑞拉3月份的石油出口环比增长32%，升至2020年初以来的最高水平，因为客户急于在允许该国自由出售原油的美国临时许可证可能到期之前完成购买。华盛顿方面已经表示，可能会在今年晚些时候委内瑞拉总统大选之前重新实施石油制裁，7月或成下一个制裁是否落地的关键节点。短期市场对于原料供应偏紧的预期开始增加，叠加炼厂亏损严重挺价意愿强烈，而宏观数据亦有一定改善，沥青基本面环比有所好转，底部支撑较为明显，可考虑做多沥青裂解价差。	
风险提示		原油价格大幅变动，沥青需求恢复不及预期，委内瑞拉制裁政策影响，库存去化缓慢。	



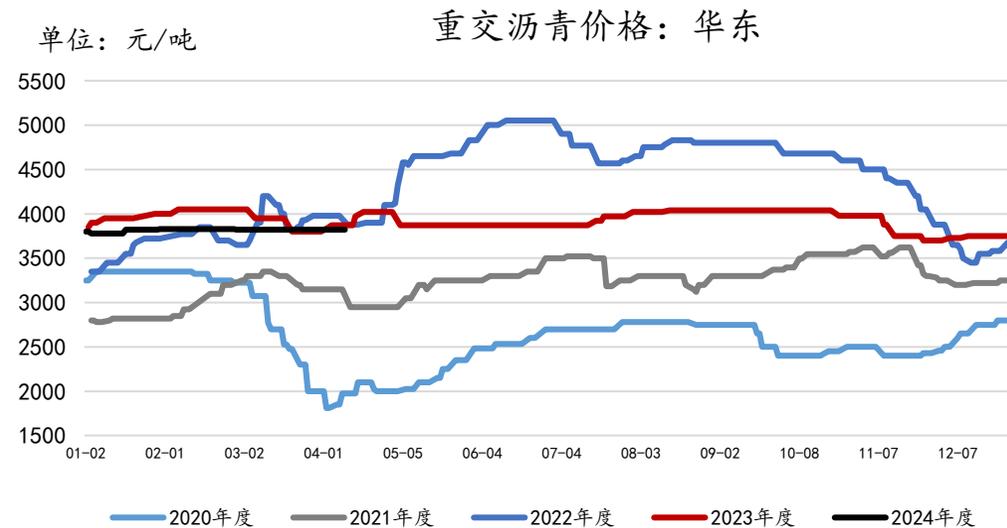
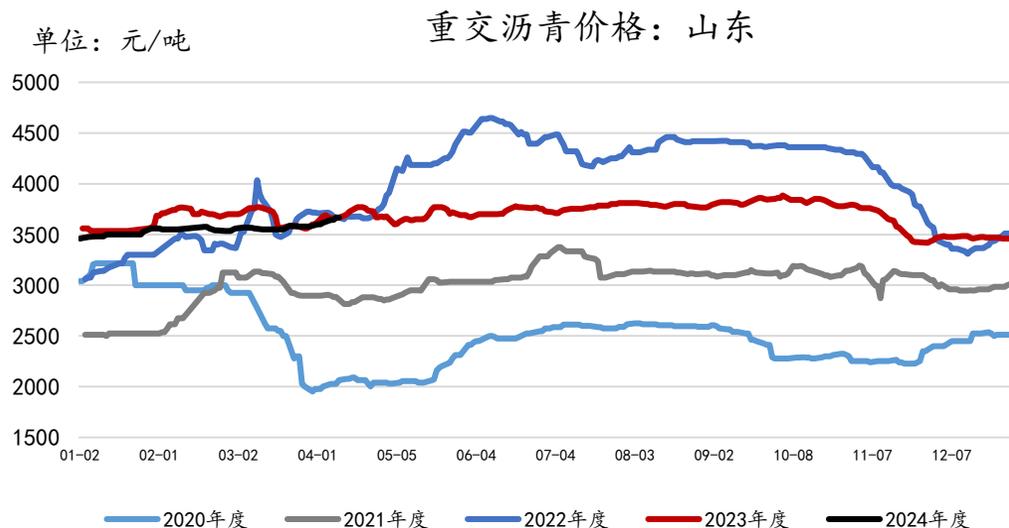
目录  
CONTENT

01

现货价格与估值

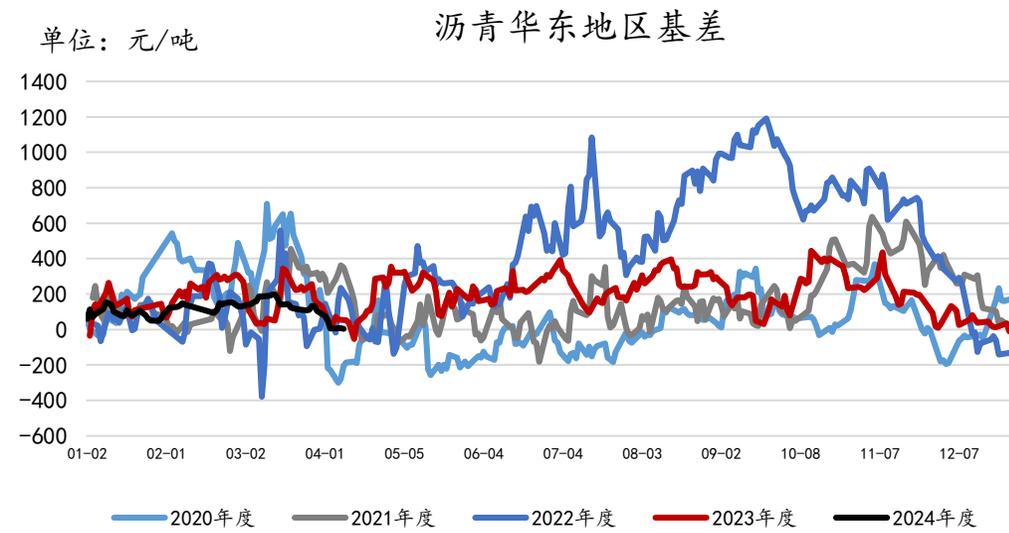
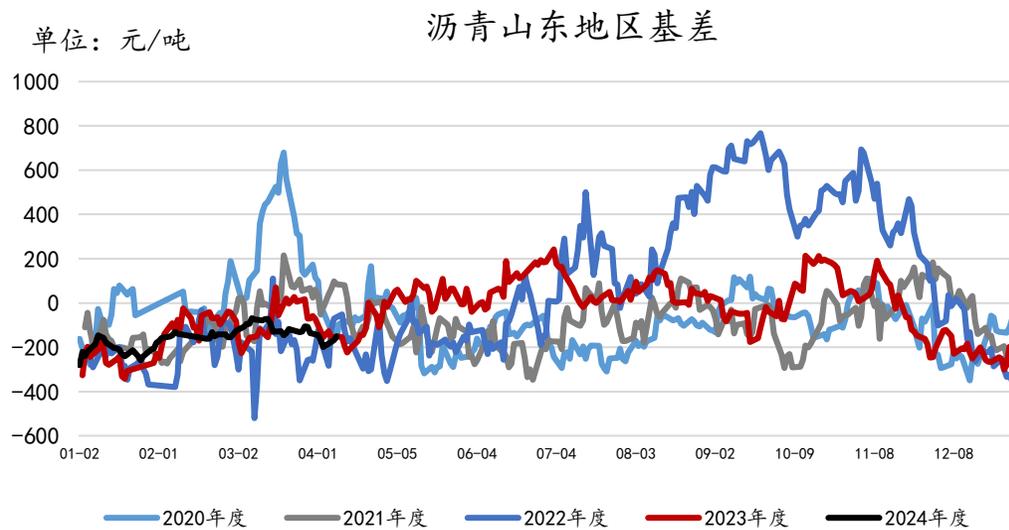
02

供应、需求和库存



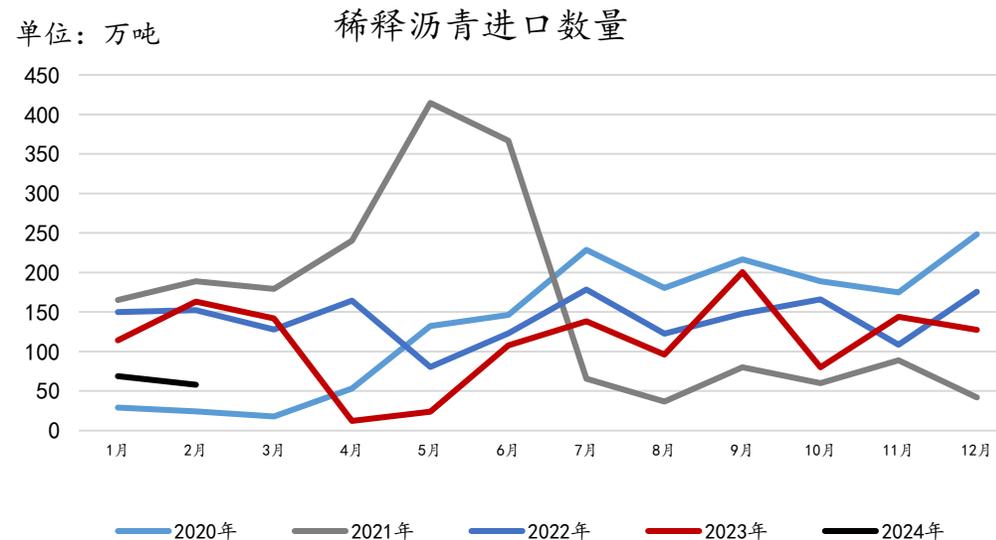
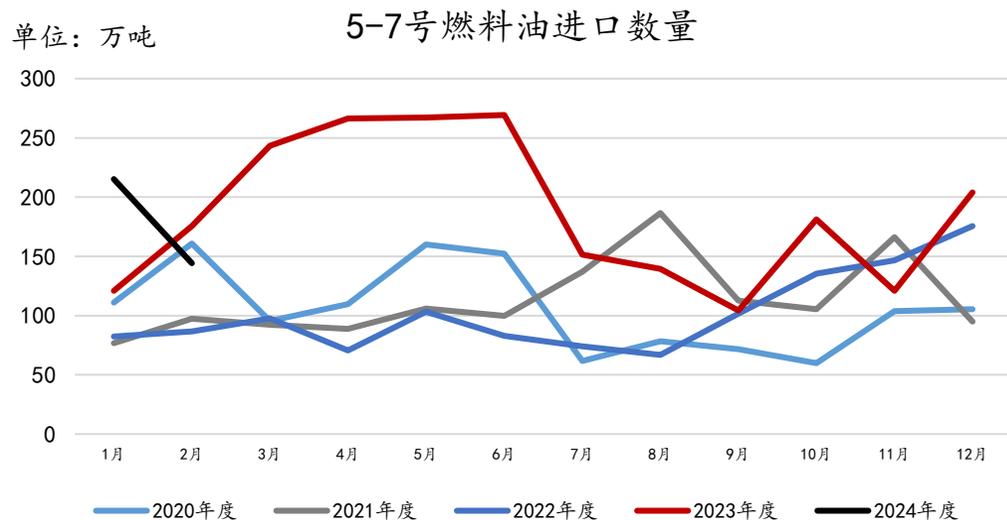
- 成本端支撑明显，炼厂惜售挺价意愿较强，下游需求恢复阶段，业者谨慎按需采购为主。
- 截至2024年4月9日，山东地区市场价格参考3620-3710元/吨；华东地区市场价格参3770-3820元/吨。
- 2024年4月9日沥青主力合约日盘收于3815元/吨，较上周上涨48元/吨。

# 山东、华东地区基差小幅走强



➤ 受成本高位影响，炼厂调涨沥青价格，支撑低端报价，部分贸易商报价亦相对坚挺，基差小幅走强。

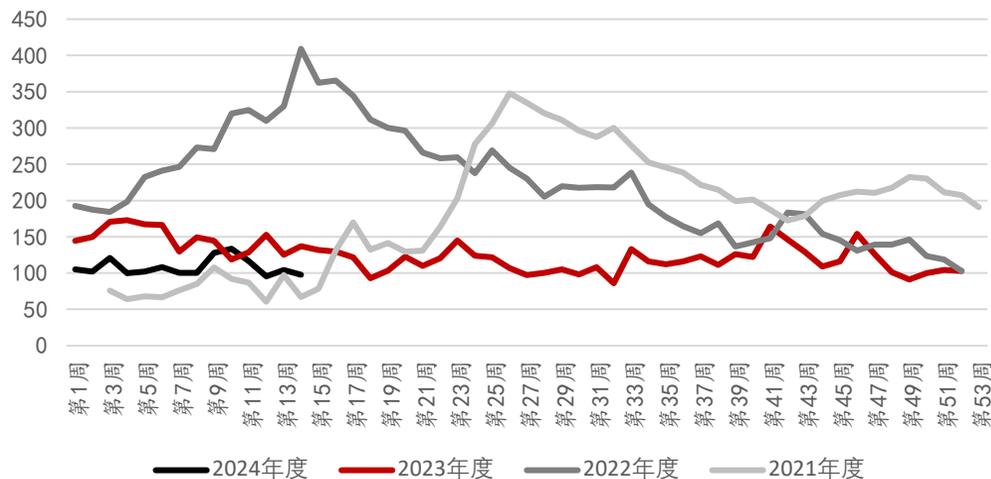
# 原料 1-2月稀释沥青进口量同比下降54.3%



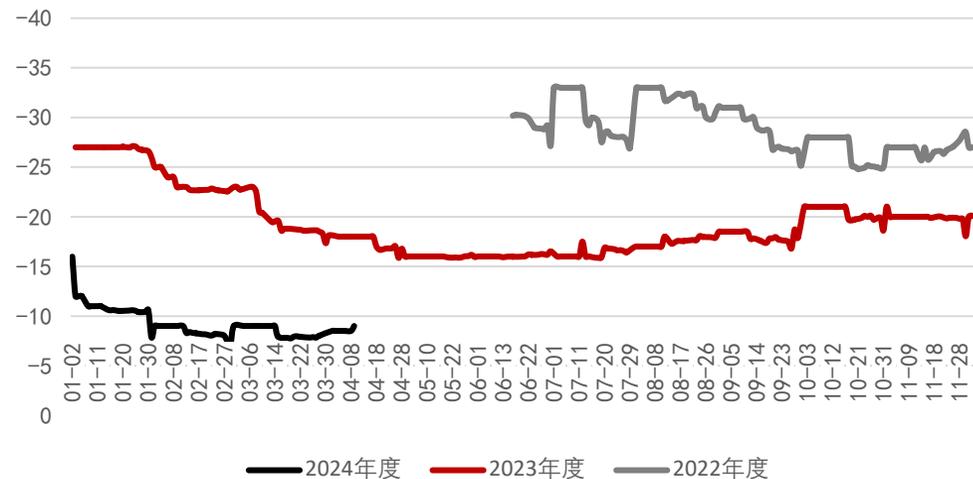
- 2024年2月，我国稀释沥青进口量为57.9万吨，同比增加7.21%，环比减少15.72%；1-2月进口量为126.6万吨，同比下降54.34%
- 2024年2月，我国燃料油（5-7号）进口量为144.2万吨，同比下降17.87%，环比减少32.99%；1-2月进口量为359.38万吨，同比增加21.20%。

# 稀释沥青库存低位下，稀释沥青升贴水仍处高位

稀释沥青港口库存 (万吨)



稀释沥青升贴水 (美元/桶)

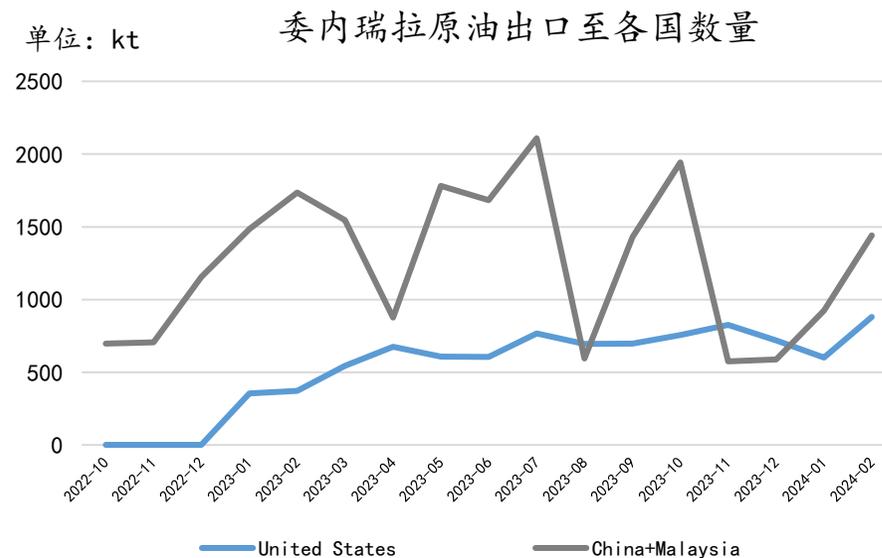
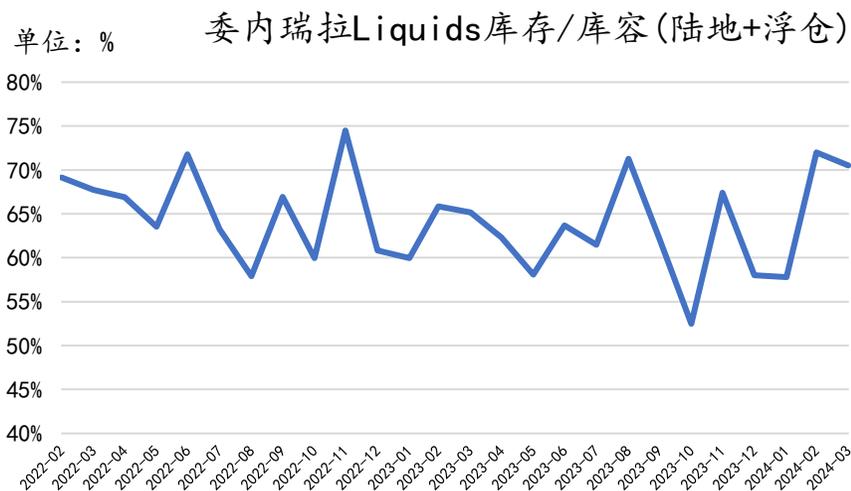
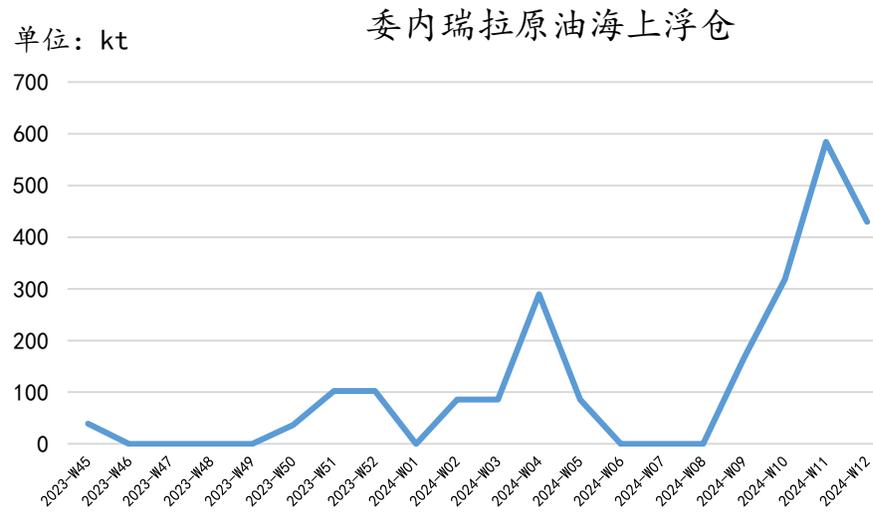
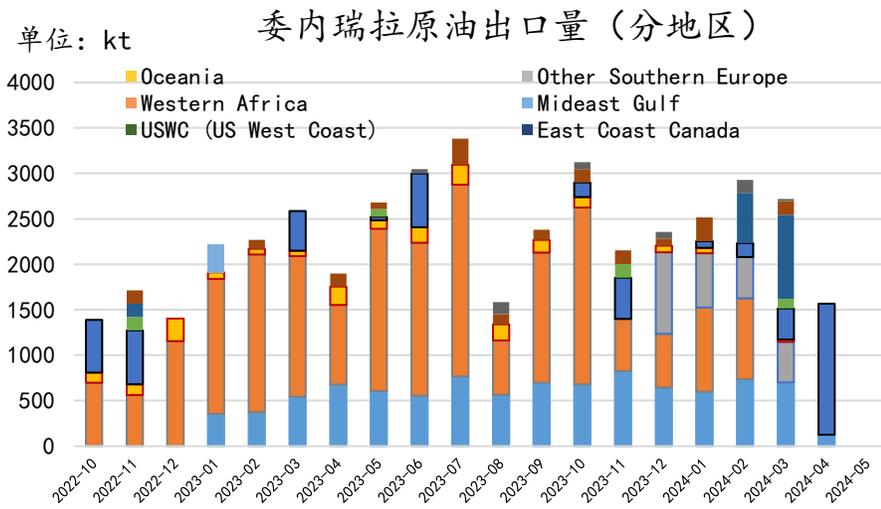


➤ 原料通关往后大致将以以下三种通关名义进口：

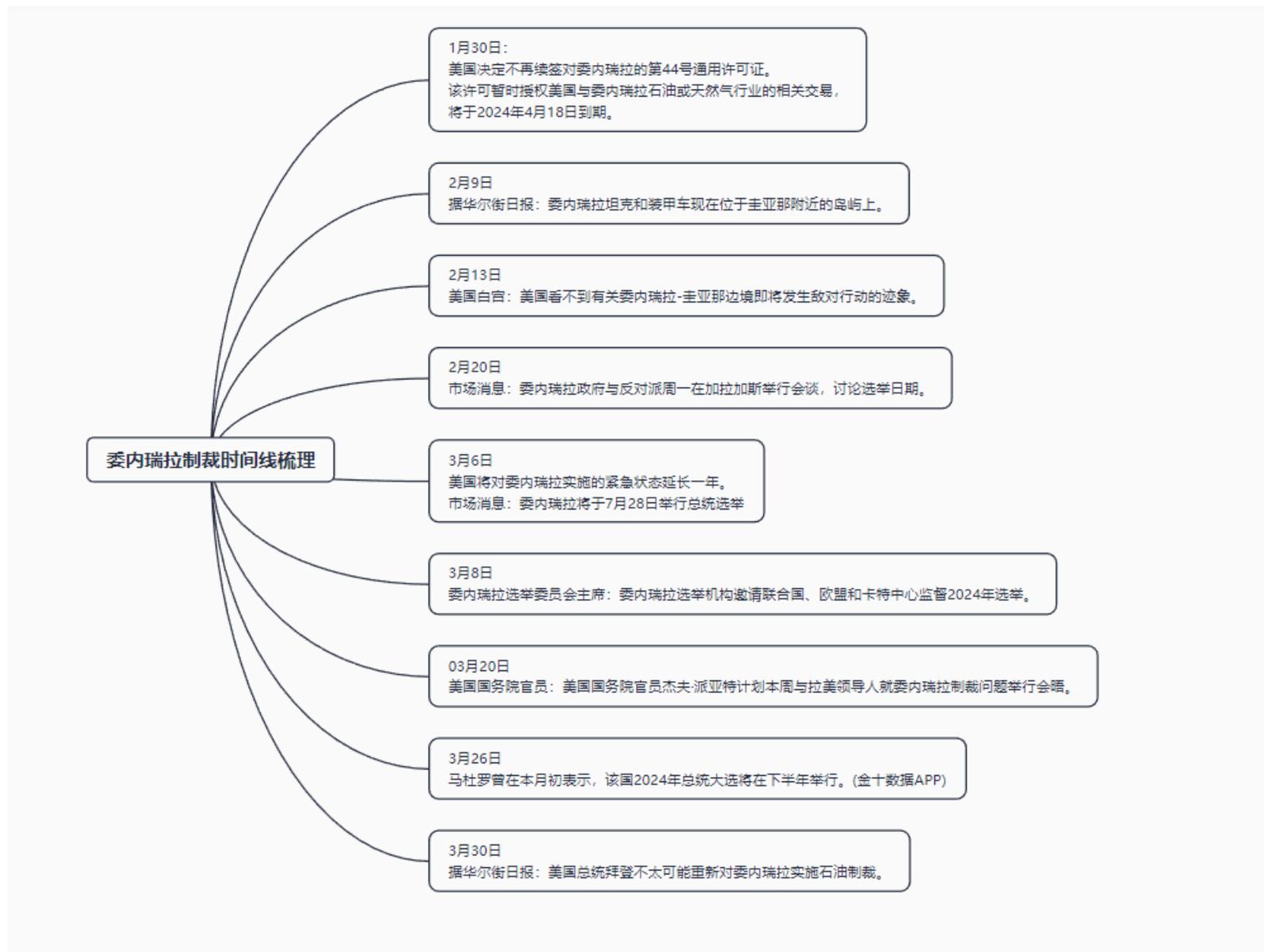
1. 稀释沥青名义；2. 燃料油名义（和5-7号燃料油，其他燃料油名义）；3. 其他重油名义。三者成本核算上主要在关税和消费税上有所差距。

➤ 沥青型炼厂原料成本：

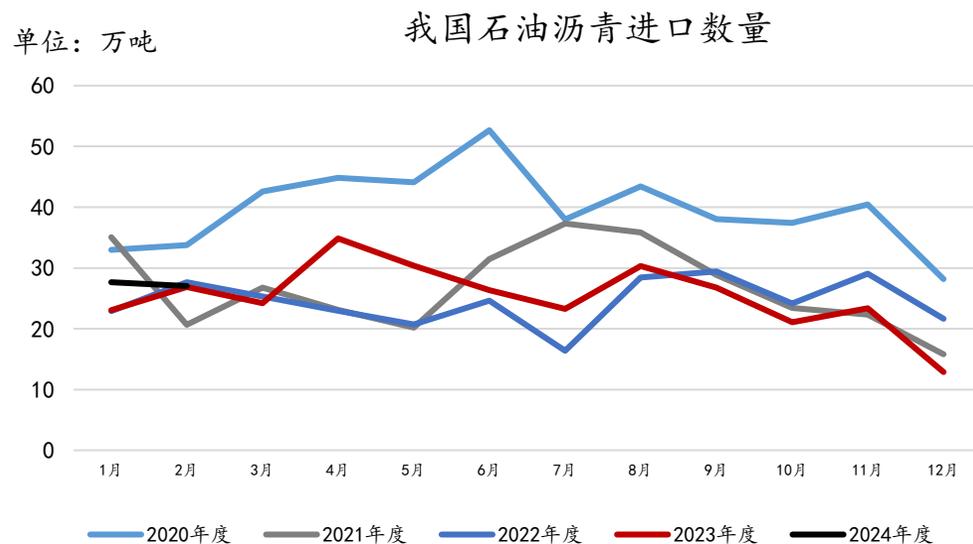
- ① 稀释沥青：关税8%+消费税1218-1250元/吨；
- ② 5-7号燃料油：关税1%+消费税1218元/吨；
- ③ 其他燃料油：关税6%+消费税1411元/吨（消费税等同柴油）；
- ④ 其他重油：关税6%+消费税1218元/吨。



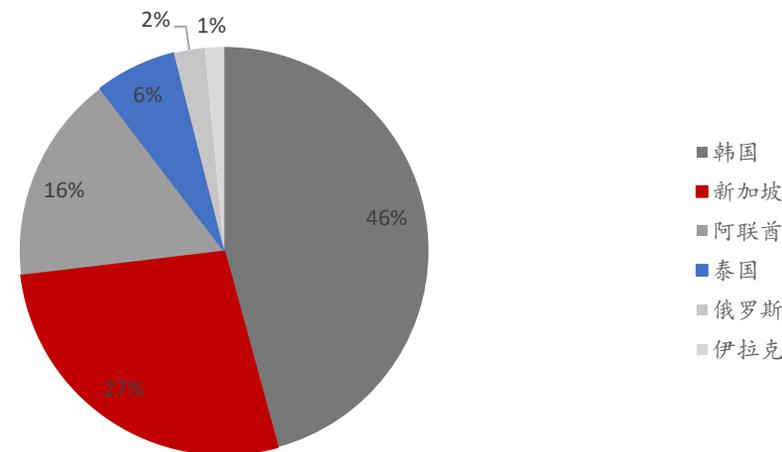
# 委内瑞拉制裁情况时间线：制裁存解除预期



# 进出口 石油沥青1-2月累积进口同比增加9.5%

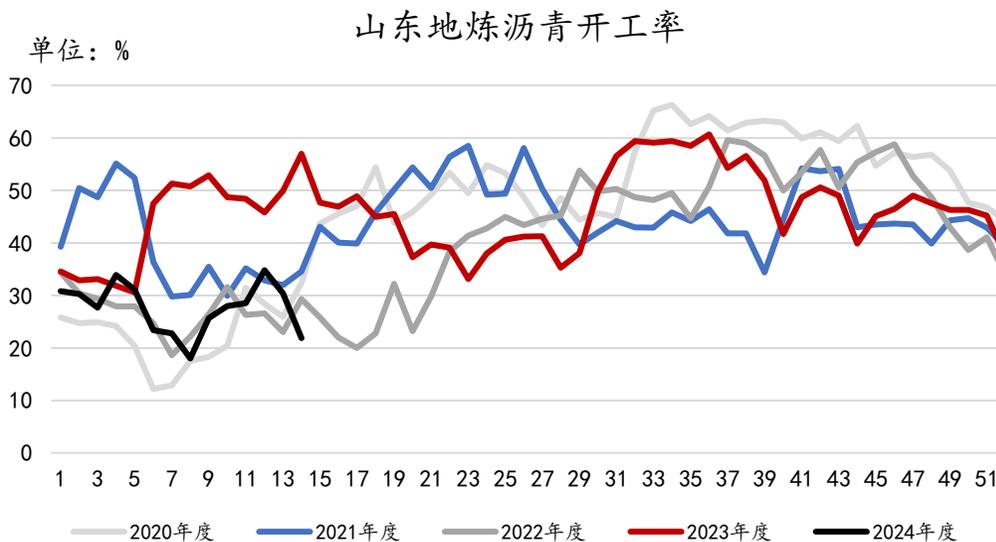
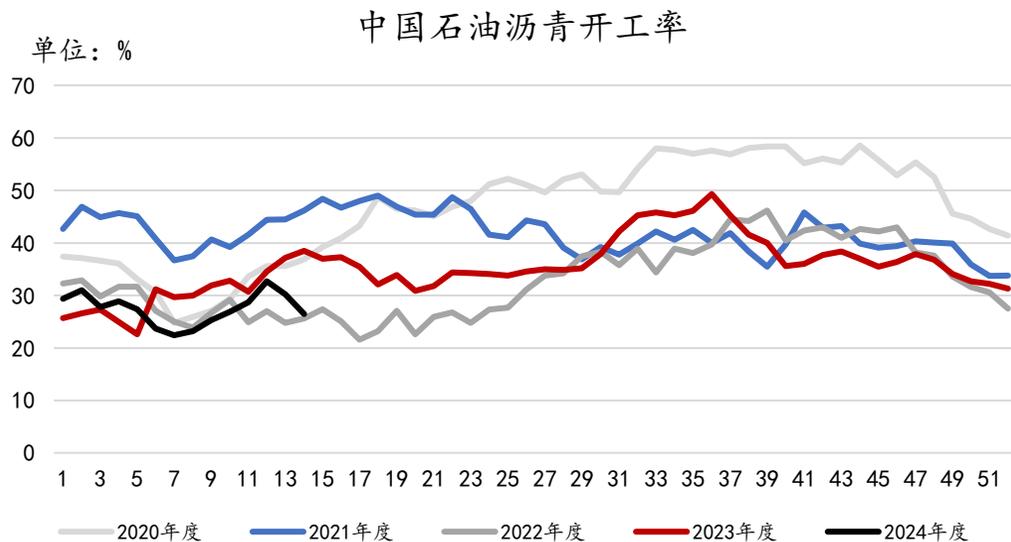


2024年2月石油沥青主要进口国



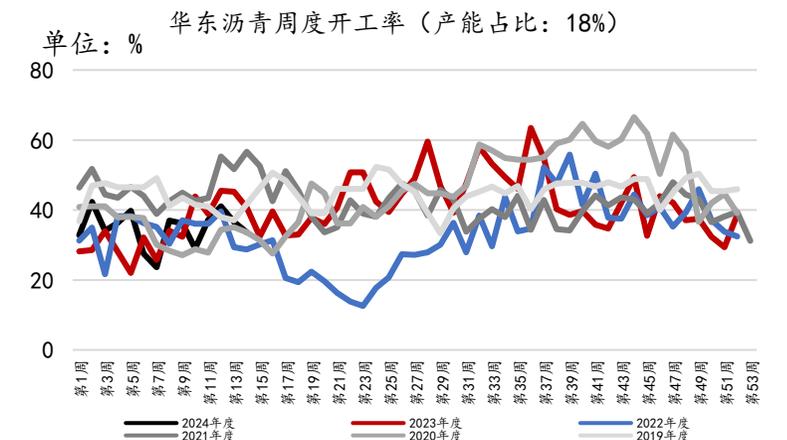
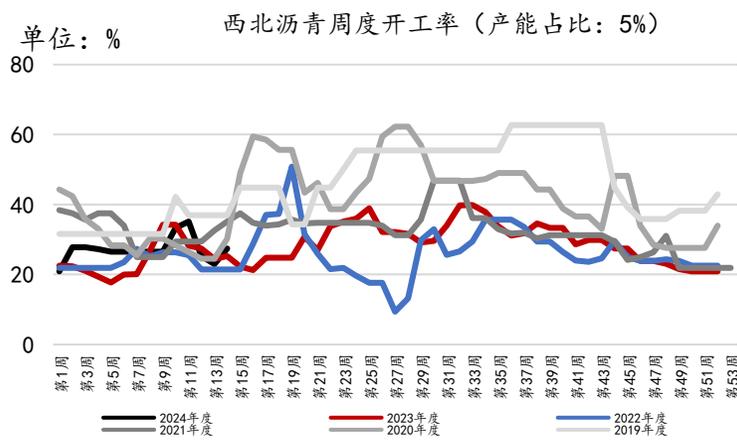
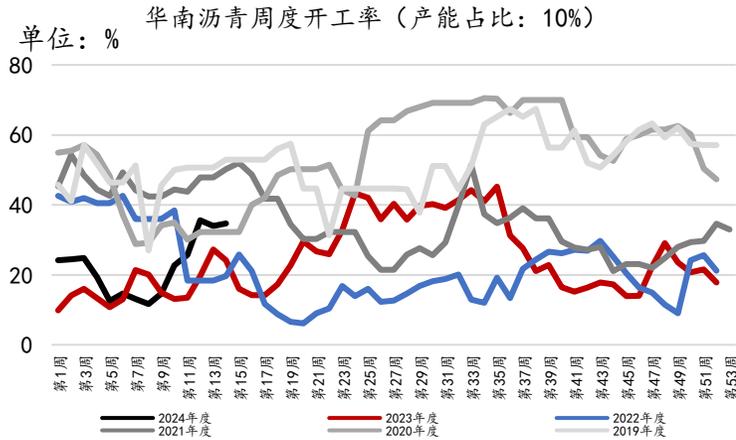
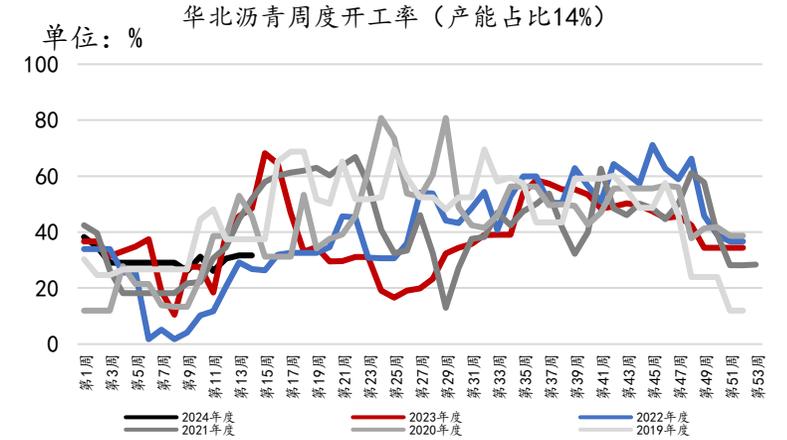
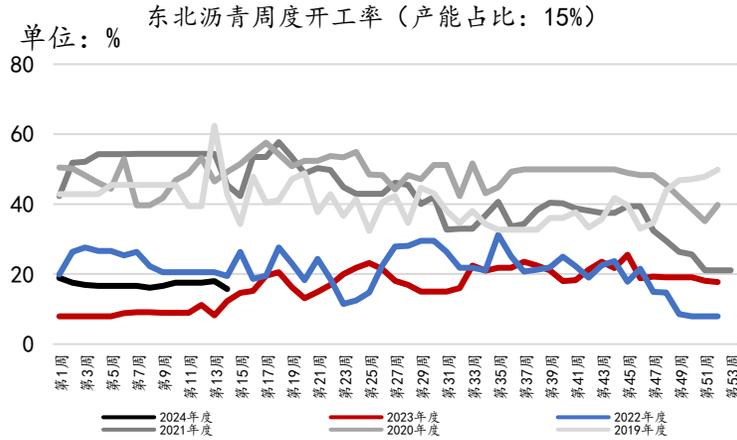
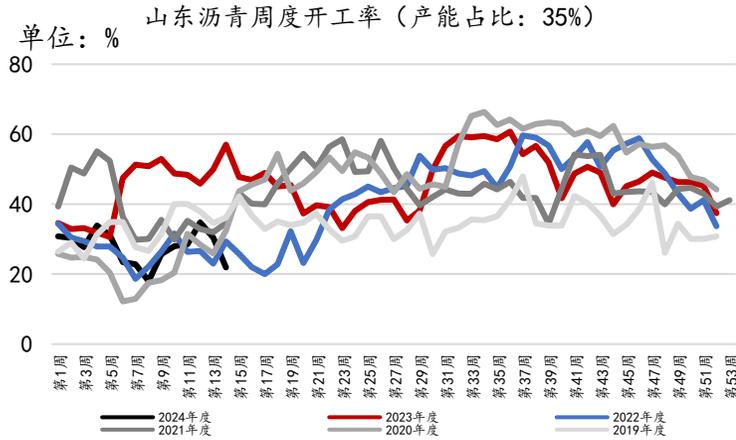
- 海关数据显示，沥青1月中国进口27.7万吨，环比12月增加114.7%，同比增加20.1%
- 海关数据显示，沥青2月中国进口27.0万吨，环比1月减少2.3%，同比增加0.5%；2月出口4.4万吨，环比1月下增加71.3%，同比减少33.5%。
- 1-2月累积进口54.7万吨，较去年同期的49.9万吨增加9.5%。

# 沥青产能利用率：利润低位下沥青开工下降



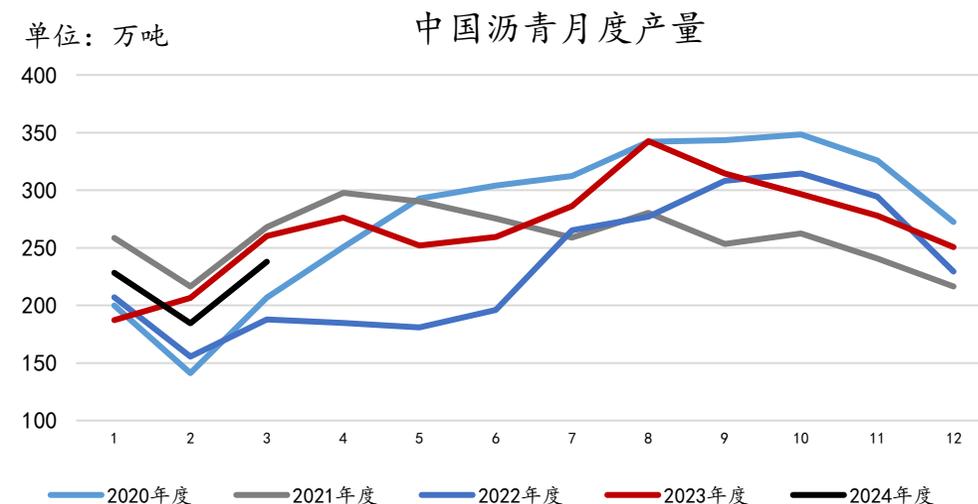
- 根据隆众数据显示，国内沥青81家企业产能利用率为26.5%，环比下降3.7个百分点。分析原因主要是山东、华东地区个别炼厂降产以及转产，带动产能利用率下降。

# 沥青产能利用率分地区



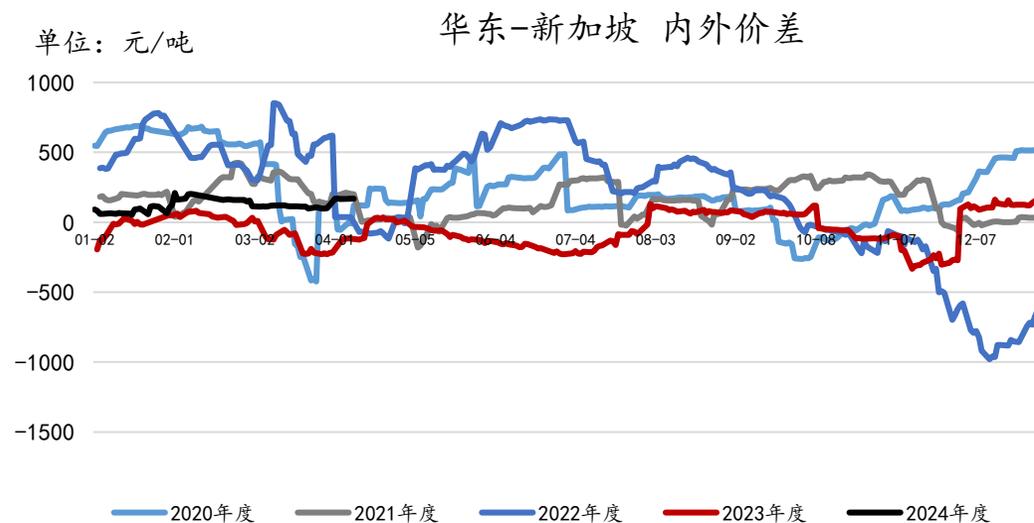
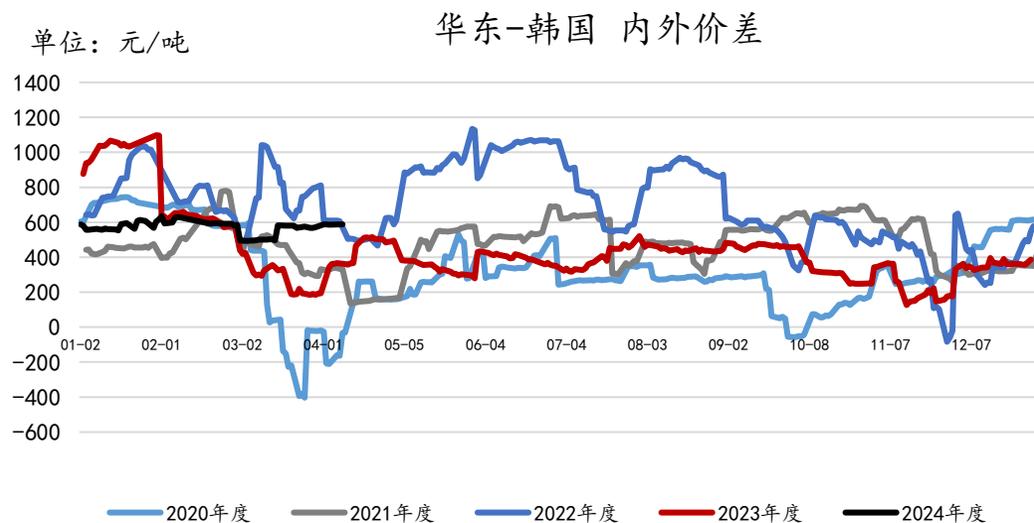
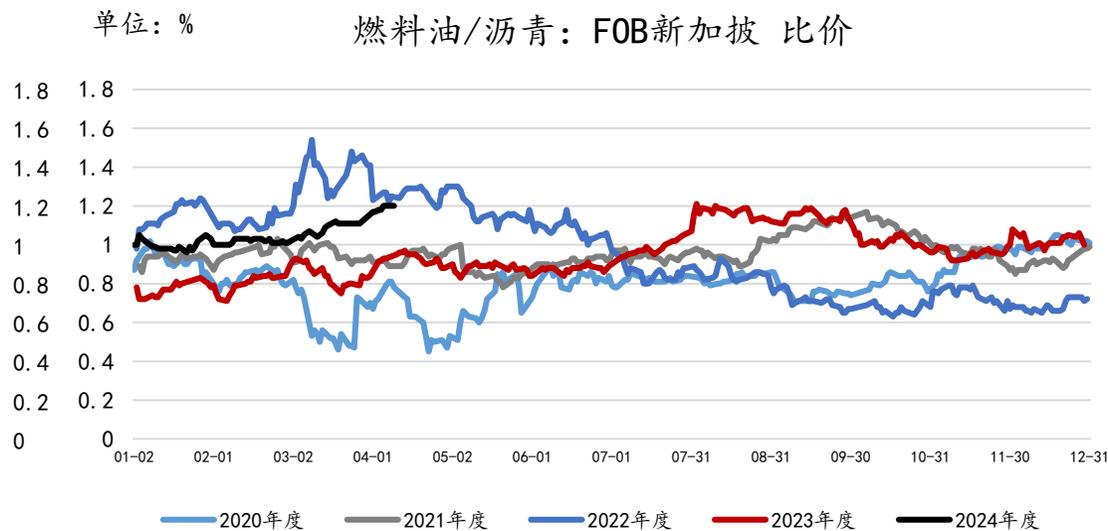
# 供应 4月排产环比预计增加13万吨同比减少35万吨

2024年产量	2024年排产计划
3月产量	4月整体
237.8万吨	241.4万吨

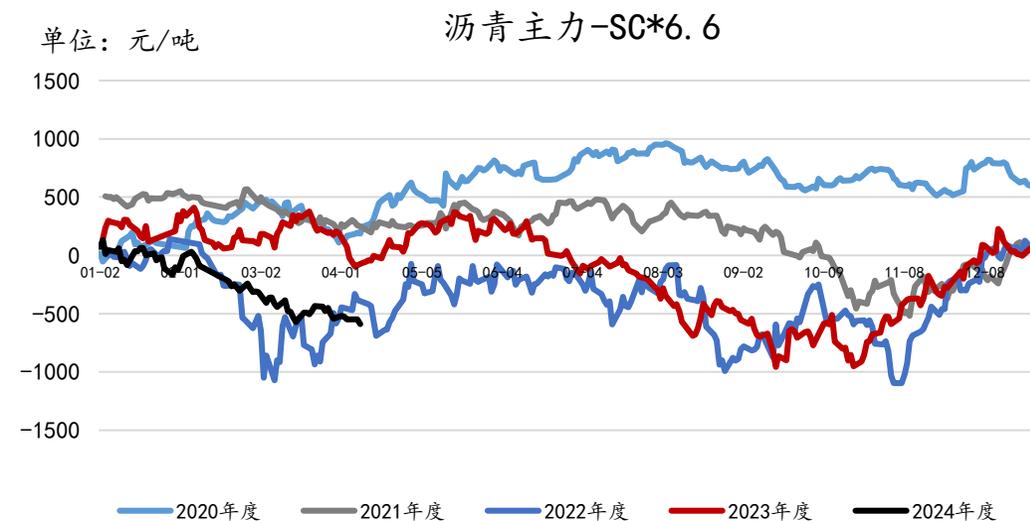
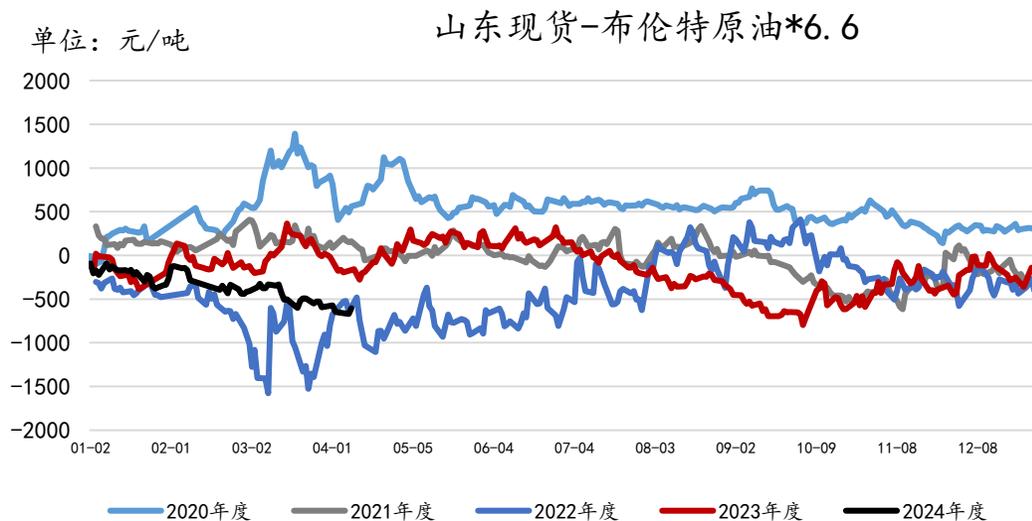
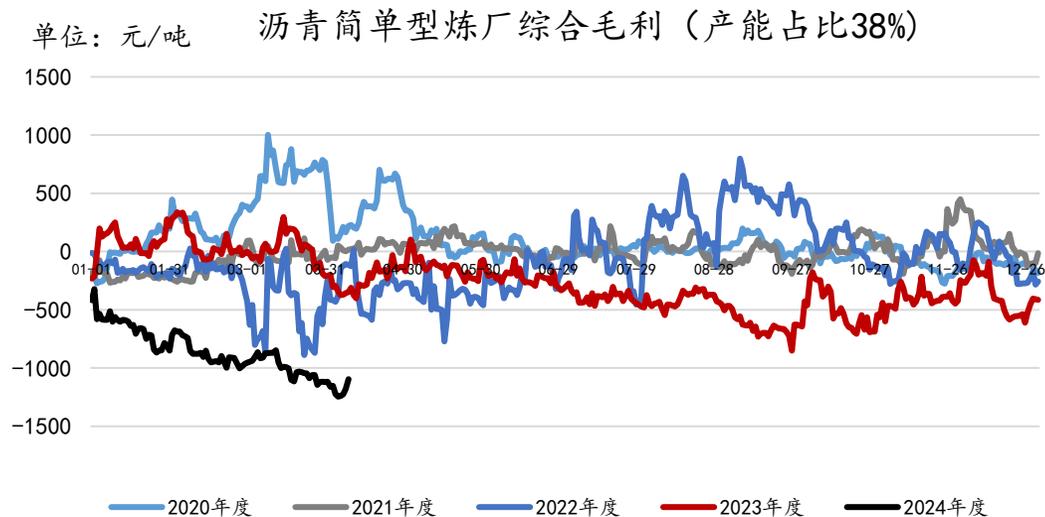


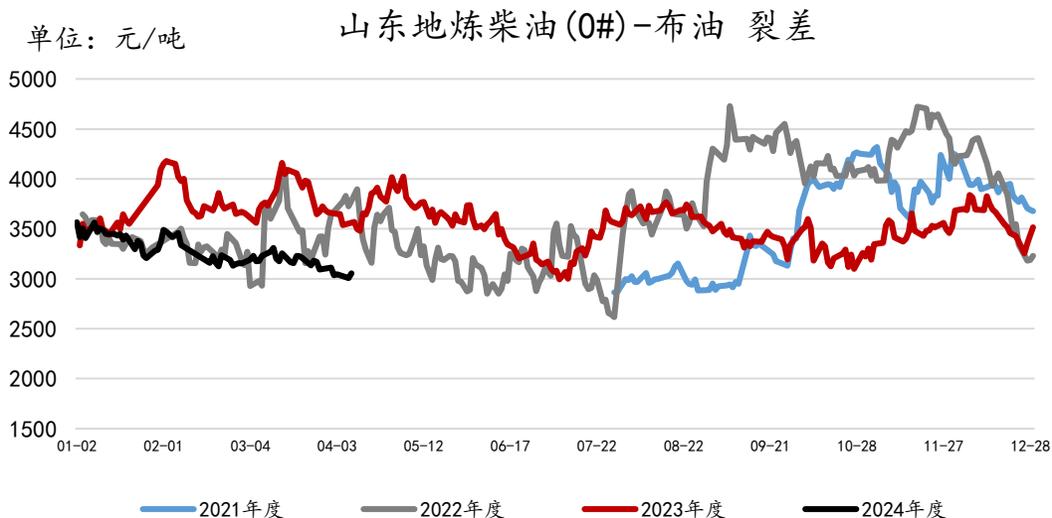
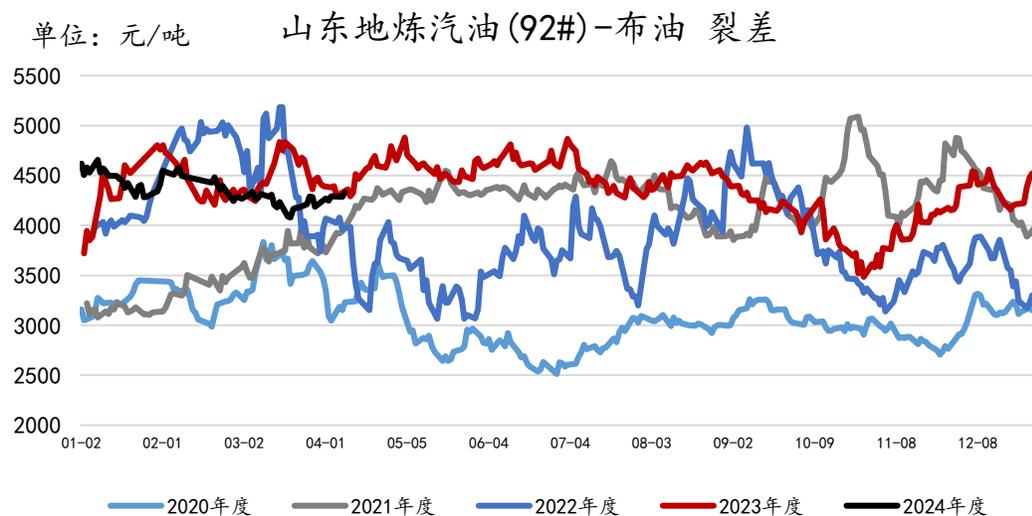
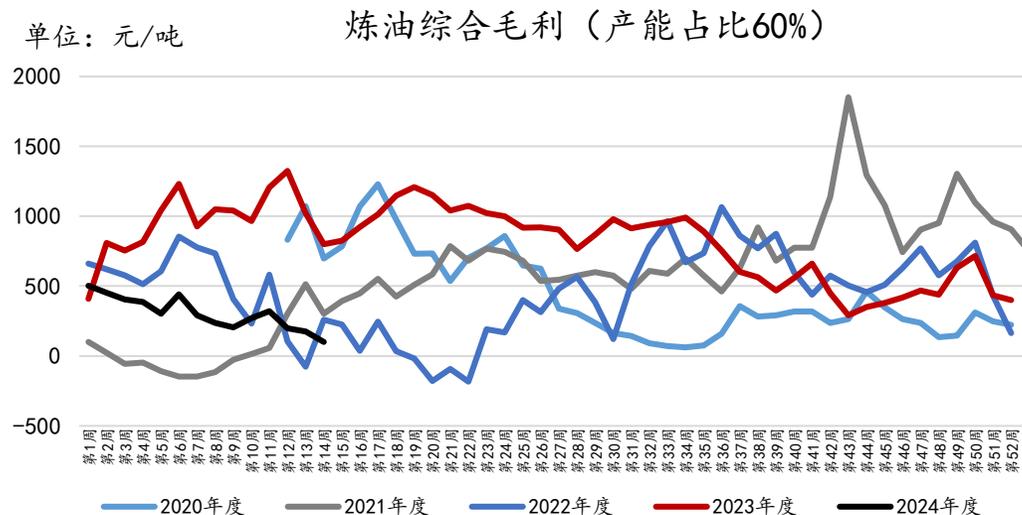
- 2024年3月份国内沥青总产量为237.8万吨，环比增加53.3万吨，增幅28.9%；同比下降22.3万吨，降幅8.6%。
- 2024年4月份国内沥青总计划排产量为241.4万吨，环比增加12.6万吨，增幅5.51%，同比4月份实际产量下降34.9万吨，跌幅12.6%。

# 供应 燃料油/沥青比价高位维持

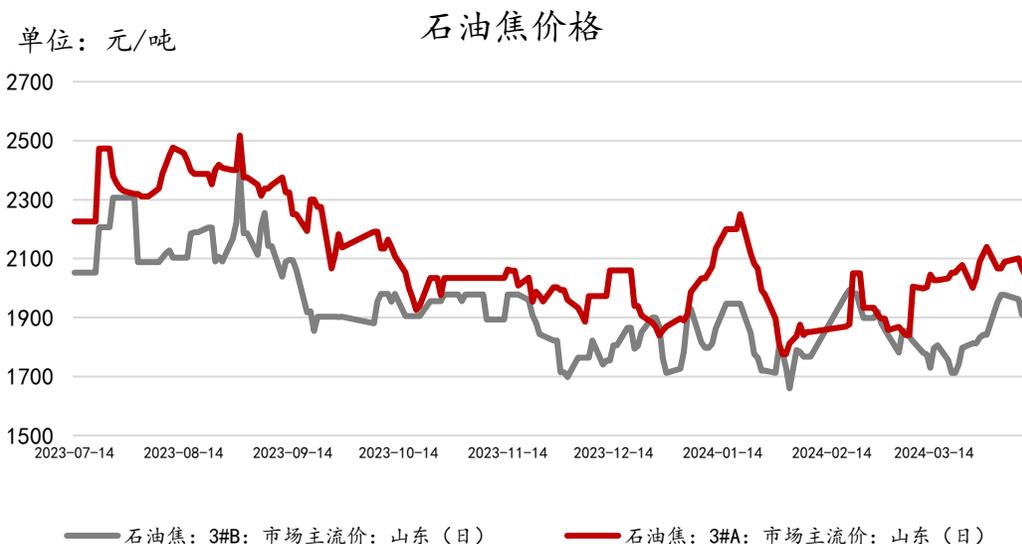
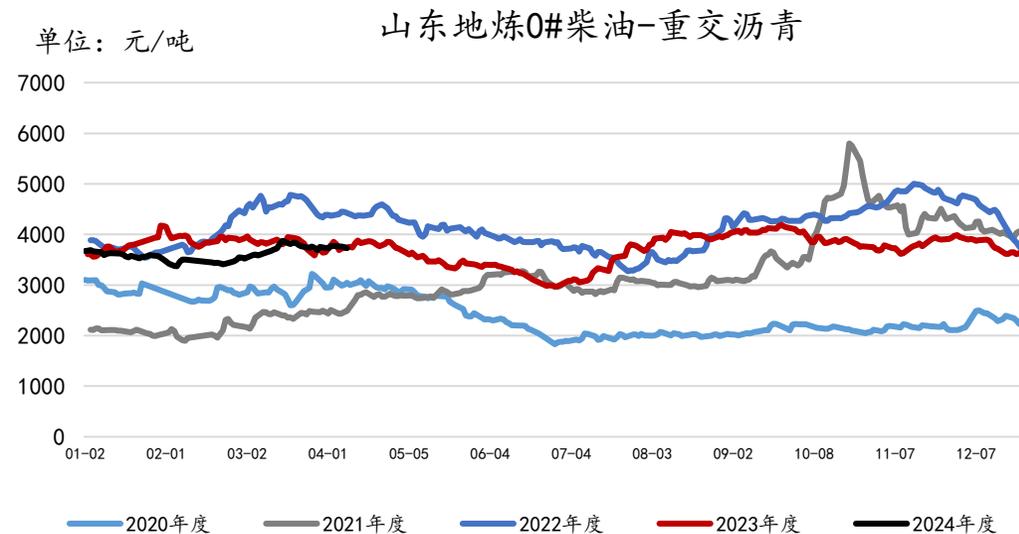
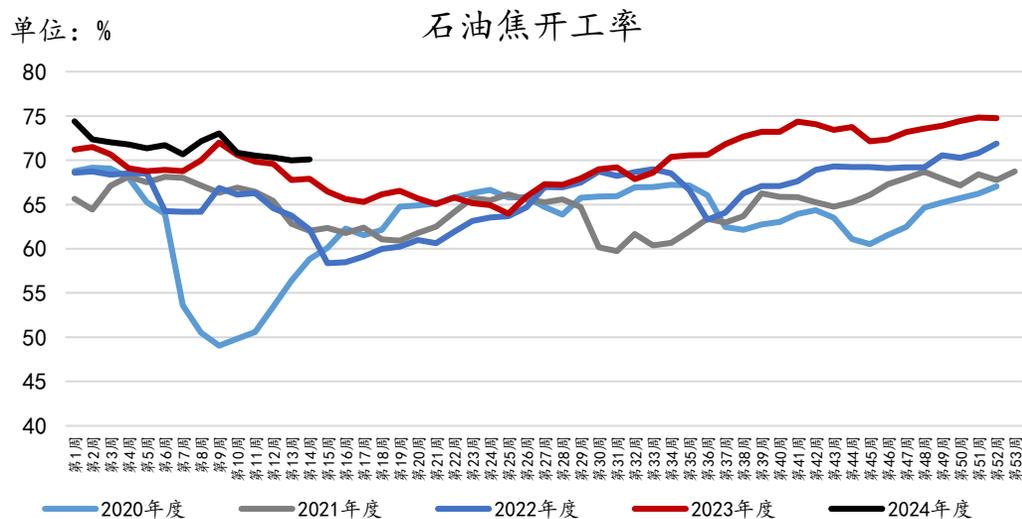


# 供应 沥青简单型炼厂综合毛利亏损改善



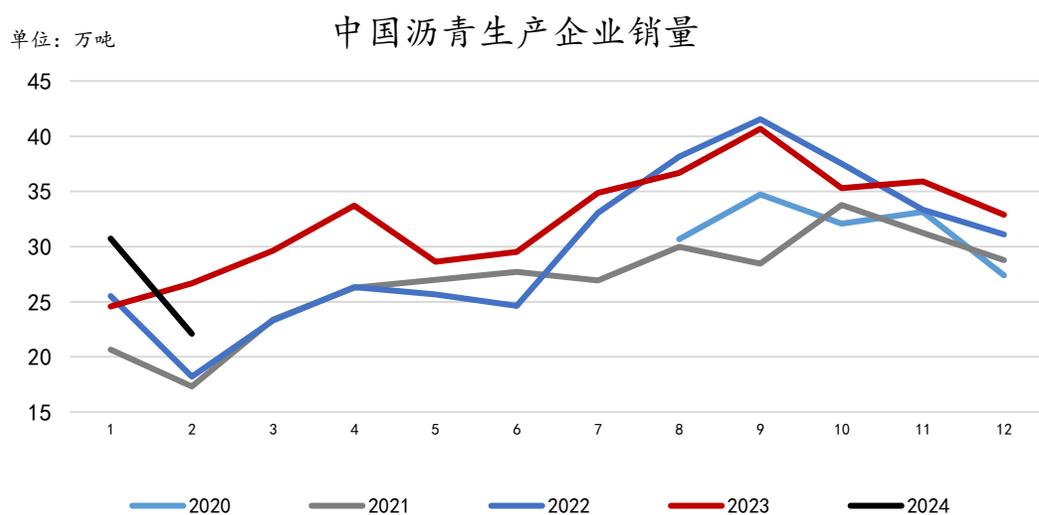
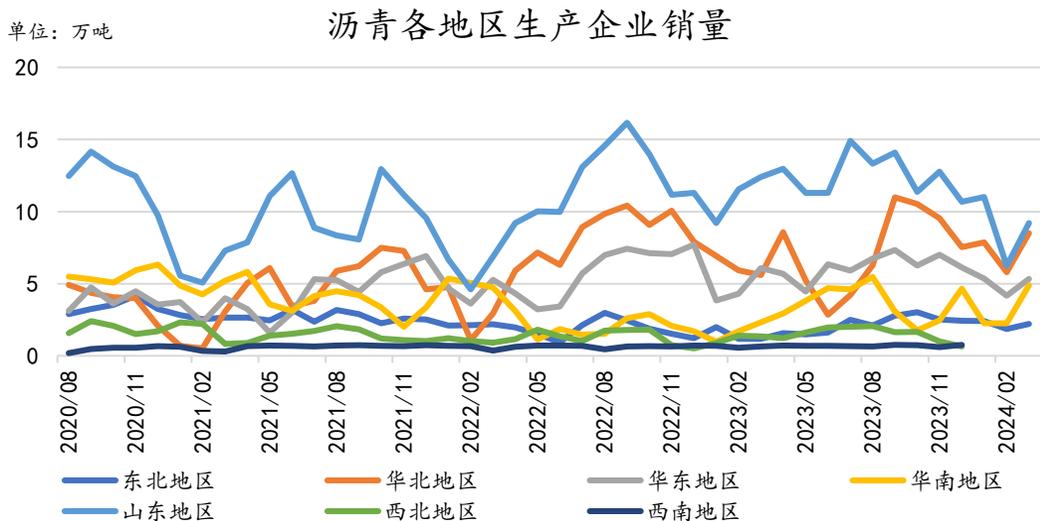
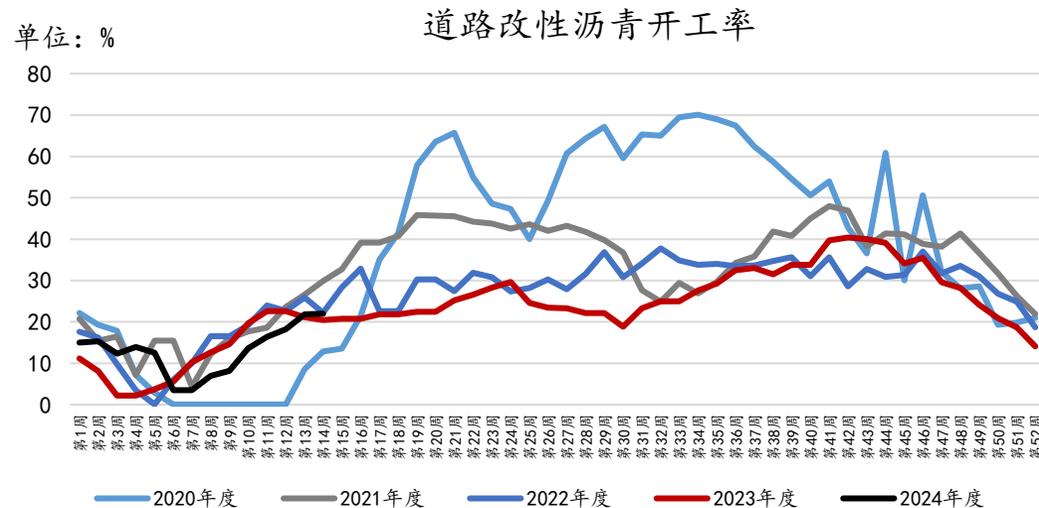
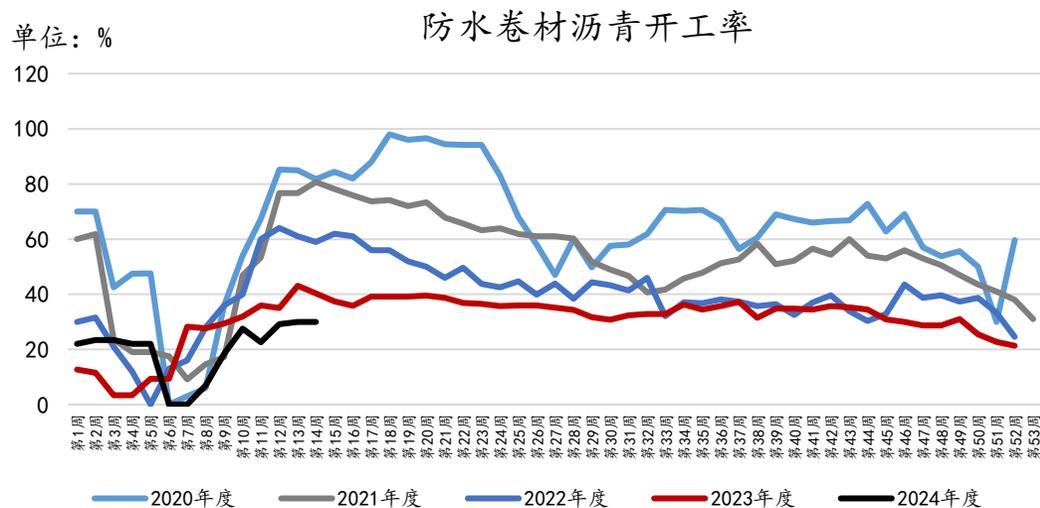


# 供应 检修增多 焦化装置开工窄幅下降

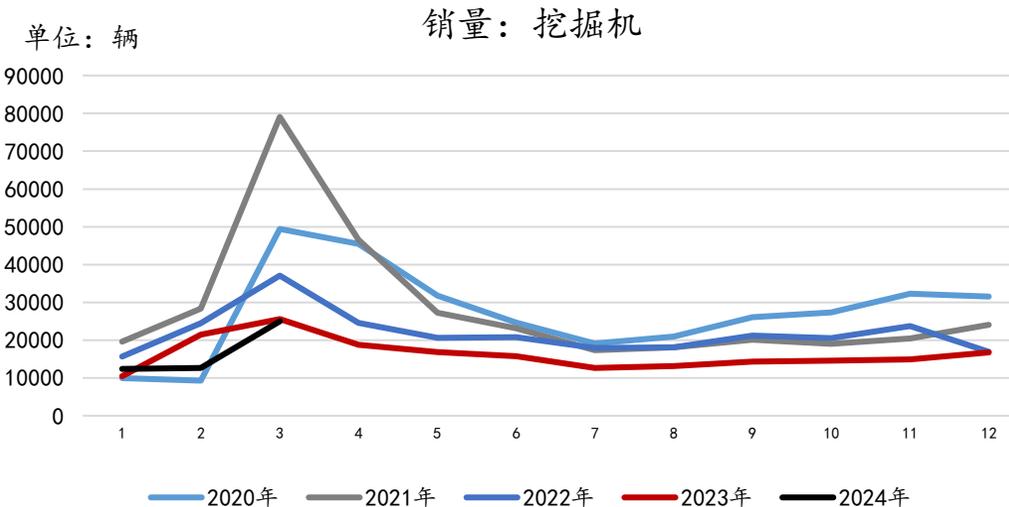
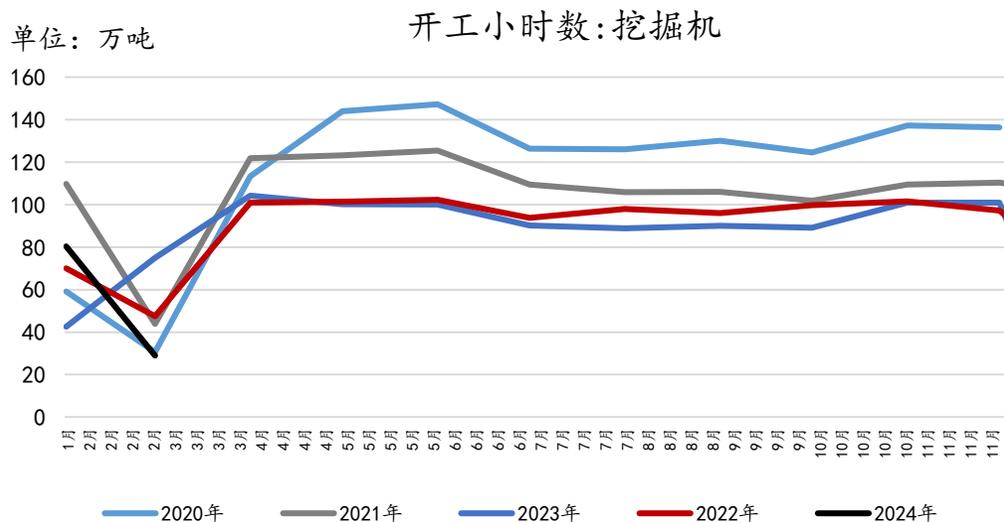
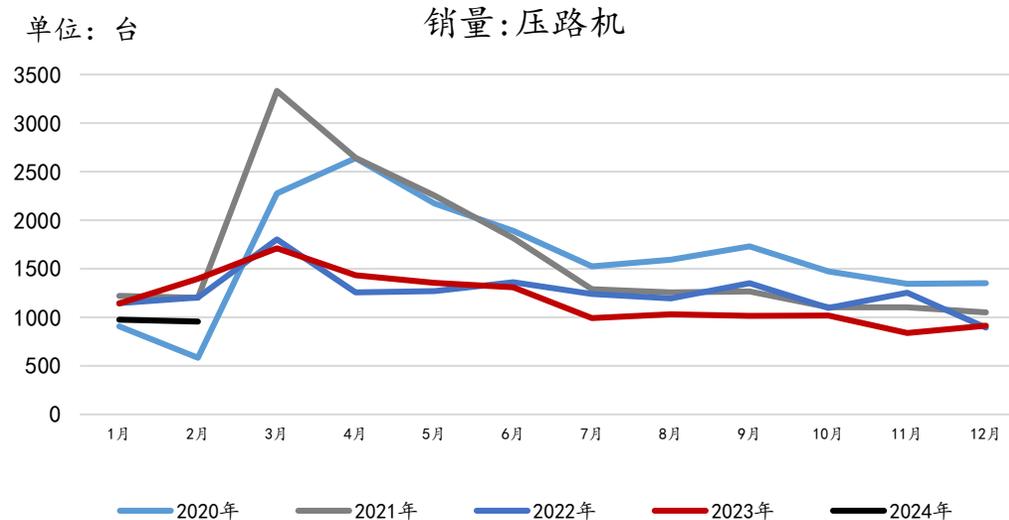
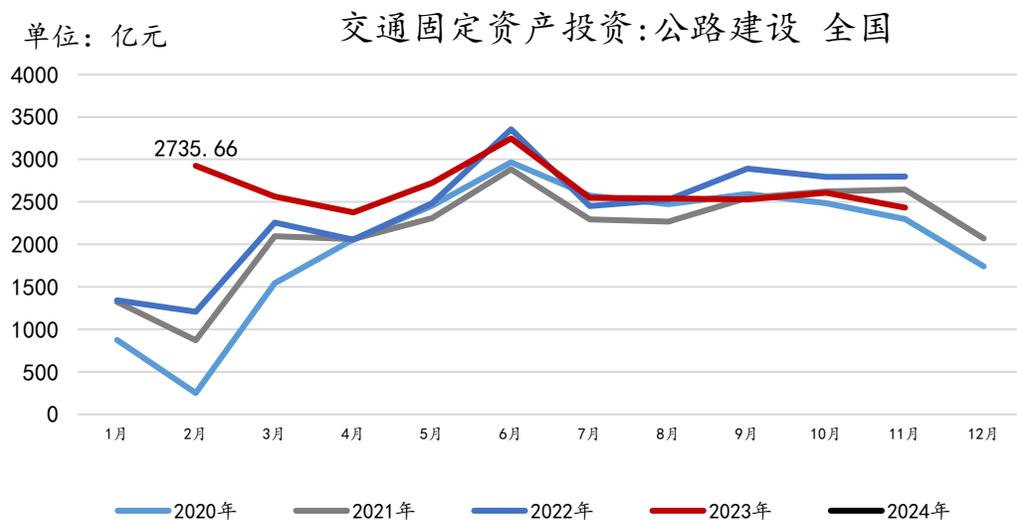


根据隆众数据显示，中国延迟焦化样本产能利用率69.98%，环比减少0.32个百分点。分析原因：本周乌鲁木齐石化、金诚石化共260万吨/年延迟焦化装置停工检修，青岛石化160万吨/年延迟焦化装置复产出焦。本周周期延迟焦化装置开工率窄幅下降。

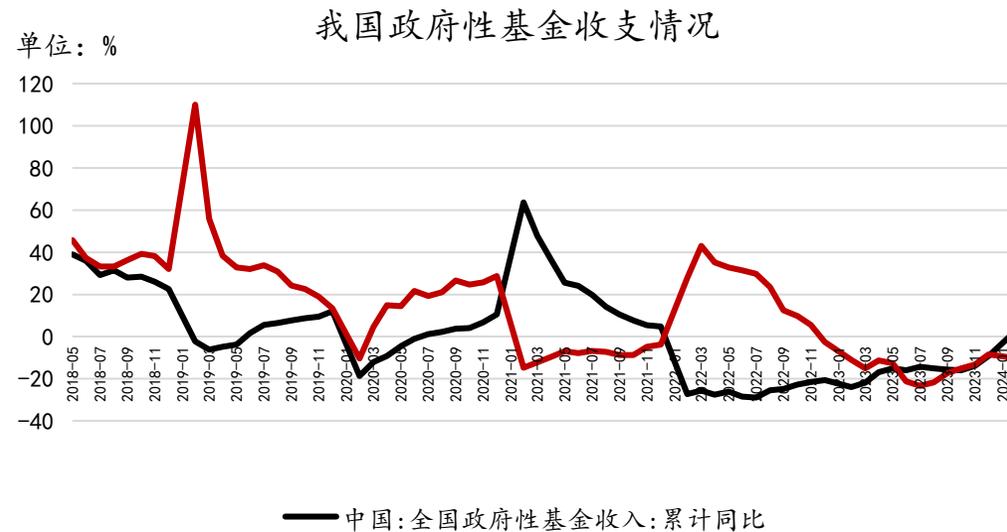
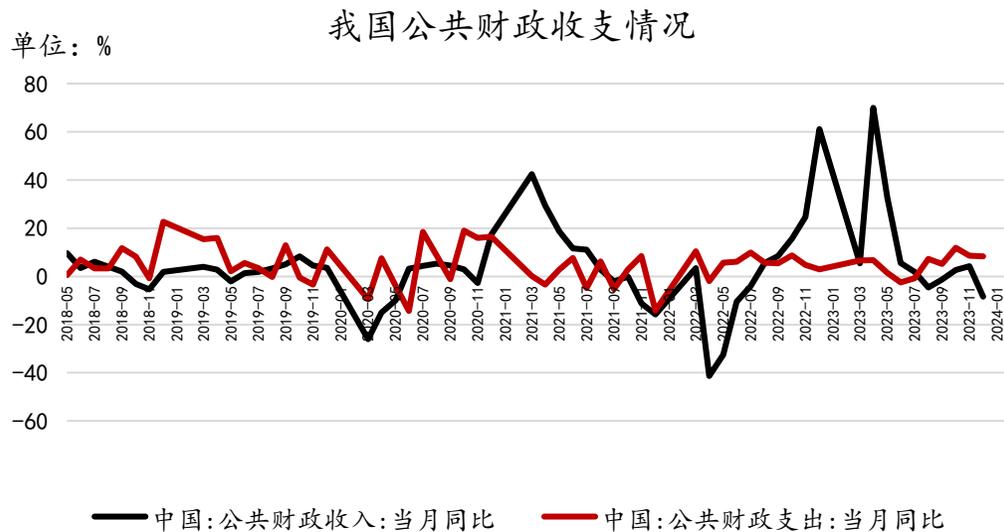
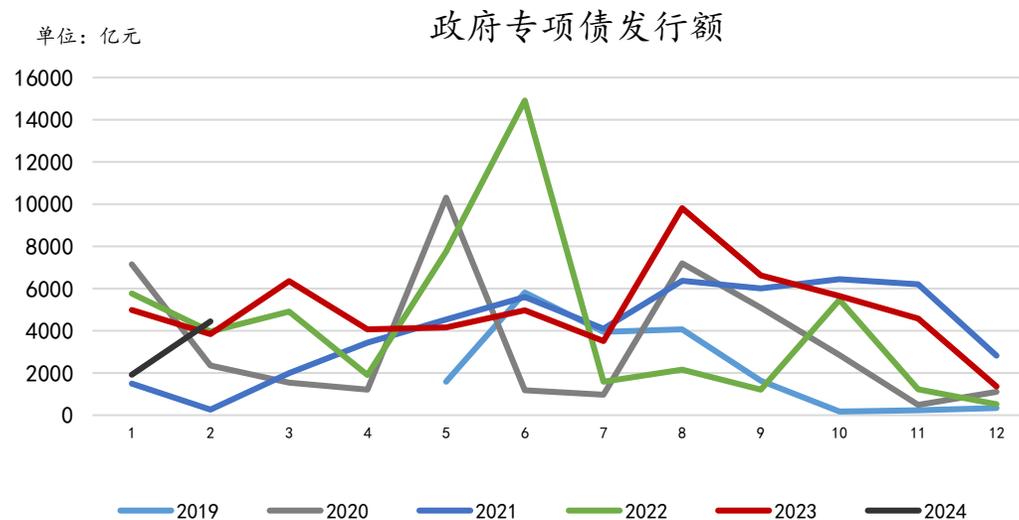
# 沥青需求 周内下游需求略有回升

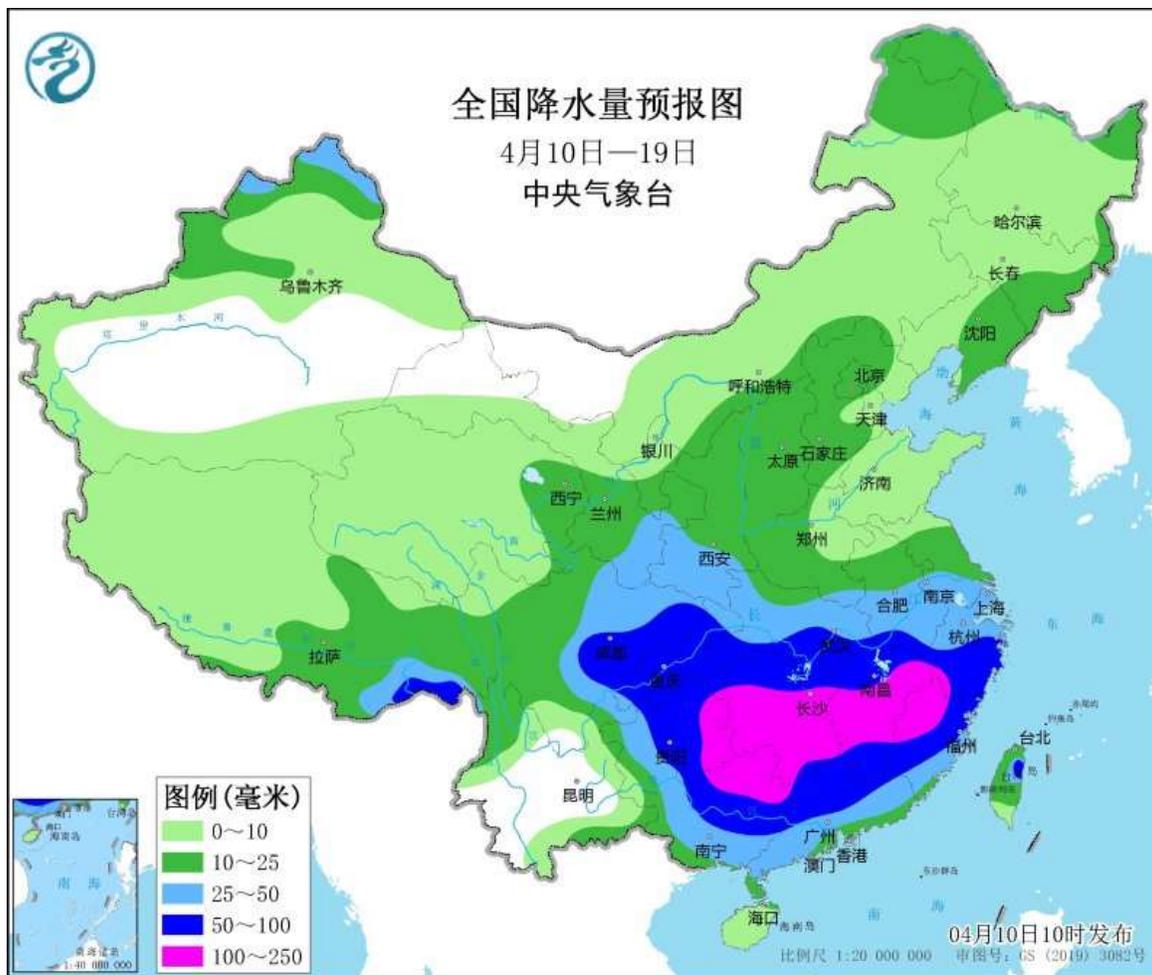


# 需求 道路相关机器销量环比改善



# 需求 2月政府专项债发行量环比上升





## 未来10天（4月10日至4月19日）

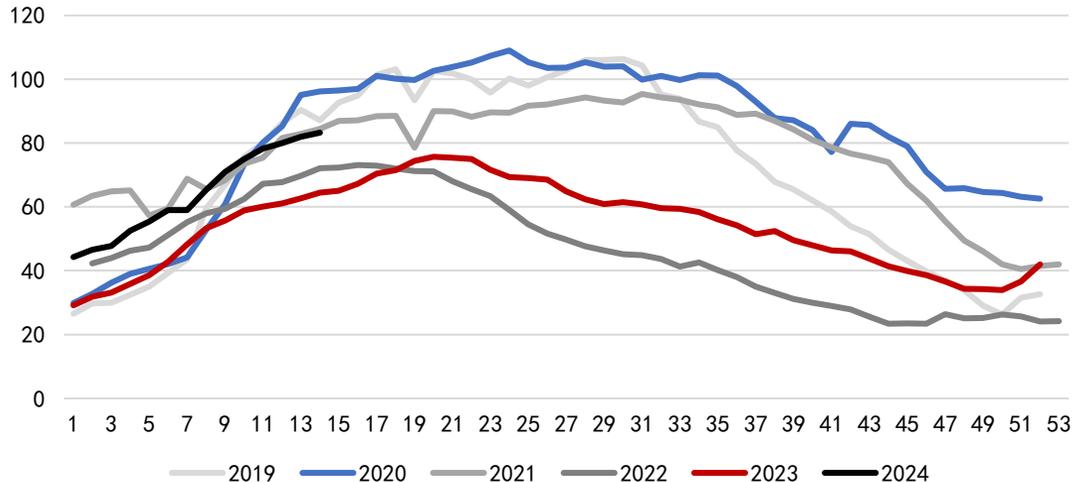
- 未来10天江南华南降水偏多 西北地区将有大风沙尘降温

江南、华南大部以及四川盆地、贵州中东部等地累计降水量有40~80毫米，其中湖南、江西中北部、福建西北部、广西北部、贵州东部等地的部分地区有120~180毫米，局地超过200毫米；新疆西北部、西北地区东部、华北、东北地区南部、黄淮西部等地累计降水量有10~25毫米，局地40毫米以上；上述大部分地区降水量较常年同期偏多3~7成，局地偏多1倍以上。

# 沥青库存小幅累库

单位：万吨

### 沥青社会库存

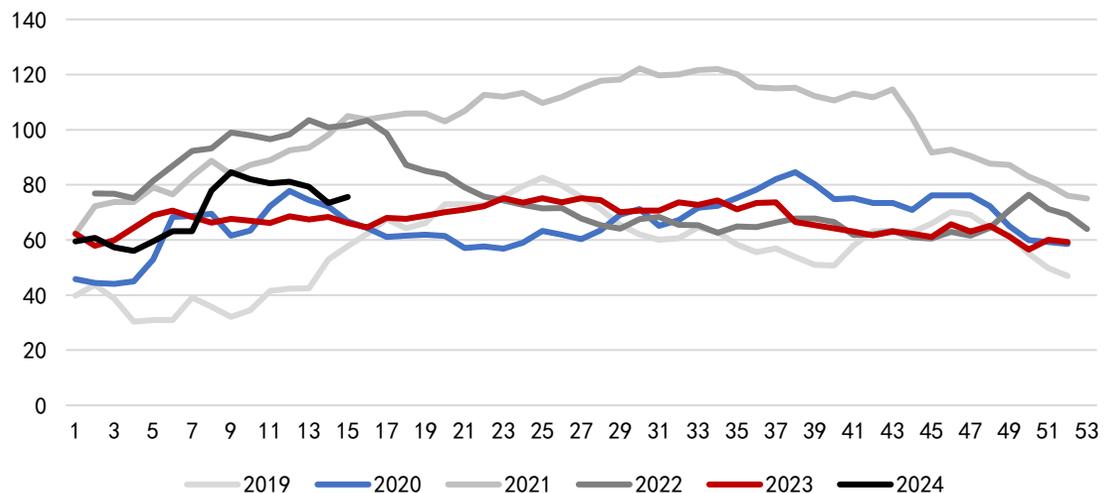


据隆众数据，截止2024年4月10日：

- 国内沥青76家样本贸易商库存量（原企业社会库库存）共计214.8万吨，环比增加5万吨或2.38%。
- 国内54家沥青样本生产厂库库存共计106.8万吨，环比增加2.7万吨或2.59%。
- 76家样本社会库存+54家样本厂库沥青为321.6万吨，环比增加7.7万吨或2.45%。

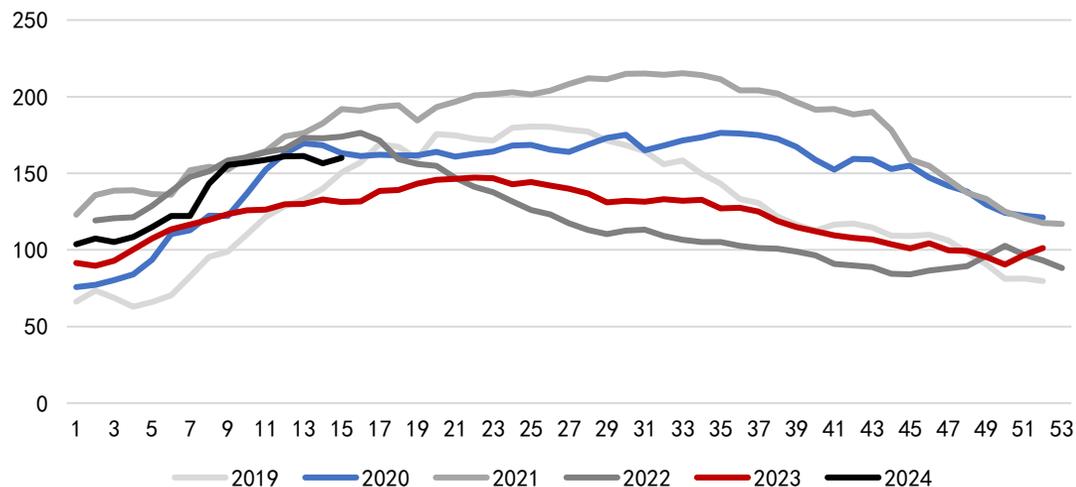
单位：万吨

### 沥青厂内库存

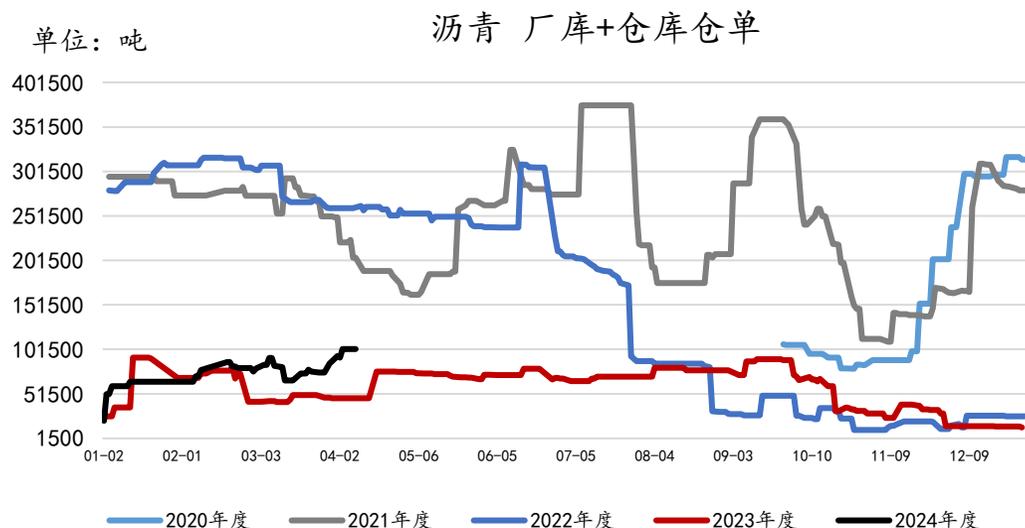


单位：万吨

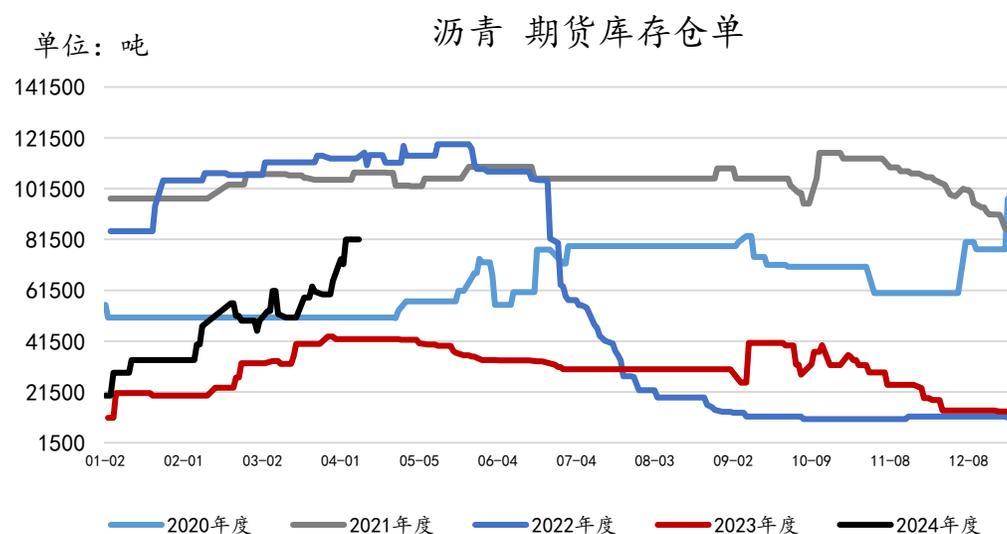
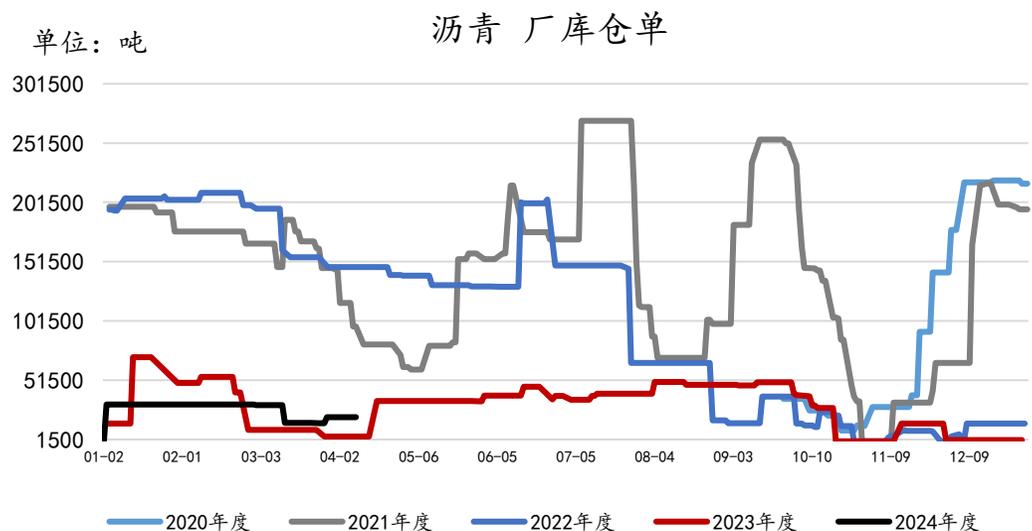
### 沥青总库存



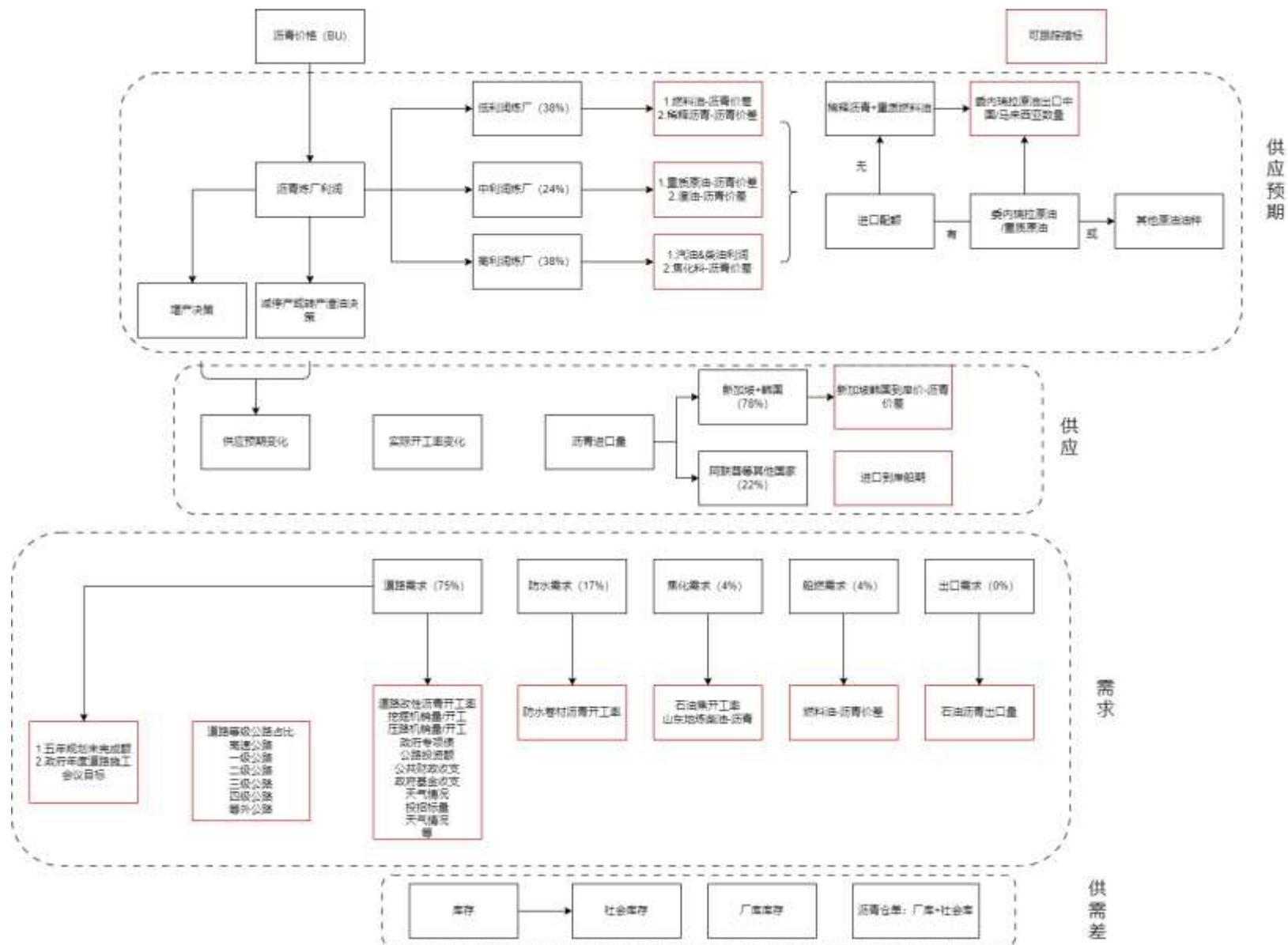
# 库存 期货库存周内小幅增加



- 本周交易所总仓单增加0.98万吨，为10.184万吨；
- 其中，厂库增加0万吨，为2.03万吨，仓库仓单增加0.78万吨，为8.15万吨



# 附录：沥青研投框架



## 风险提示



本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。