

榨利需修复，天气增变数

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

考虑到美农惜售升贴水偏强、南美天气炒作、国内榨利修复、中加关系等因素，预计四季度豆粕菜粕盘面仍震荡偏强运行。但考虑需求增幅有限，对反弹高度谨慎看待。从季节性看，蛋白粕基差将逐步上涨，10 月达峰，11、12 月环比下降。

农业研究团队

研究员：

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

摘要：

展望四季度：考虑到美农惜售升贴水偏强、南美天气炒作、国内榨利修复、中加关系等因素，预计四季度豆粕菜粕盘面仍震荡偏强运行。但考虑需求增幅有限，对反弹高度谨慎看待。从季节性看，蛋白粕基差将逐步上涨，10 月达峰，11、12 月环比下降。

美豆：长期视角下，年度转宽松的预期奠定了美豆偏弱运行，而新作成本同比下降，也将为价格下跌打开空间。中期价格不乏反弹，关注中国榨利和买船进度，南美干旱情况。预计美豆【950-1100】美分/蒲运行。

风险提示：下行风险：南美天气正常；上行风险：北美豆单产大幅下调。

连粕：当前榨利亏损限制油厂买船进度，四季度供应可能不足。榨利仍有待进一步修复，豆粕或反弹。驱动因素可能来自美农惜售，南美天气，国内下游补库等。参考美豆【950-1100】美分/蒲，连豆油【7500-8100】元/吨，连粕预计【3000-3400】元/吨。

对于基差，预计四季度或冲高回落。10-12 月基差分别为 109 元/吨，89 元/吨，58 元/吨。10 月基差达峰后，11、12 月环比走低。

风险提示：养殖需求超预期增长，中美贸易关系，南美天气正常。

菜粕：菜粕季节性降库，为四季度基差回升和价格反弹提供基础。同时关注中加贸易关系变化对市场的影响。考虑全球、中国、欧盟菜籽偏紧，加菜籽库存压力或不可以持续。总体上，预计菜粕四季度或跟随豆粕小幅反弹。豆菜粕价差【500-800】区间运行。

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。

风险提示：中加贸易恢复正常，加菜籽减产等。

策略推荐与风险提示：

单边：下跌大周期中的反弹。单边右侧跟盘轻仓做多。做好止损。参考建仓区间
美豆 950-1000，连粕 3000-3100，菜粕 2400-2500。

风险：南美天气正常。

套利：豆菜粕价差跟随事件①中加关系缓和、南美炒作天气、中美关系恶化等选择性做多②中加关系恶化，南美天气正常、中美关系正常等选择性做空。

风险：宏观冲击。

套保：预计榨利修复，油厂积极卖出保值。下游可先低位采购基差，逢低点价，逢高套保。或低位卖出看跌期权，降低采购成本。

风险：下游需求超预期。

目录

摘要:	1
一、2024 年前三季度行情回顾：下跌周期，不乏反弹	6
二、2024 年四季度分析与展望	7
（一）CBOT 美豆分析与展望	7
1、长期：美豆和全球大豆供需转宽松趋势不变	7
2、中期：榨利修复仍是最大问题，南美豆旱情带来额外扰动	9
3、总结：增产下行周期，但不乏反弹	12
（二）连粕市场供需分析与价格预测	13
1、供给：油厂买船节奏决定豆粕供应	13
2、需求：谨慎看待豆粕下游消费增幅	14
3、基差：预计四季度基差冲高回落	18
4、总结：榨利有待修复，基差或现高点	20
（三）菜粕市场供需分析与价格预测	20
1、长期：菜籽供需，全球中国欧盟收紧，加拿大略转松	20
2、中期：进口菜籽到港提前，中加贸易摩擦仍存变数	21
3、短期：季节性降库，基差稳中回升	22
4、总结：库存有待去化，关注中加贸易关系变化	22
三、总结与策略推荐	23
免责声明	25

图表目录

图 1：美豆主力合约价格走势（美分/蒲）	6
图 2：连粕主力合约价格走势（元/吨）	6
图 3：豆菜粕价差	7
图 4：豆粕菜粕基差	7
图 5：全球大豆供需平衡表（IGC）	7
图 6：全球大豆供需平衡表（USDA）（百万吨）	8
图 7：美豆供需平衡表（USDA）	9
图 8：美豆期末库存消费比与美豆价格呈负相关	9
图 9：美豆榨利季节性	10
图 10：南美豆榨利季节性	10
图 11：增产年份美豆榨利季节性	10
图 12：增产年份南美豆榨利季节性	10
图 13：增产年份美豆升贴水季节性	10
图 14：增产年份南美豆升贴水季节性	10
图 15：巴西大豆种植进度	11
图 16：巴西大豆产区干旱指数偏高	11
图 17：巴西降水偏离 1	12
图 18：巴西降水偏离 2	12
图 19：美豆种植成本 2023/24 年 1230 美分/蒲, 2024/25 年 1155 美分/蒲	12
图 20：巴西豆种植成本 24/25 年度降至 961 美分/蒲	12
图 21：大豆压榨利润	13
图 22：豆粕保本价	13
图 23：中国进口大豆	14
图 24：中国进口大豆累计值	14
图 25：中国大豆采购进度	14
图 26：10-12 月船期中国进口大豆榨利	14
图 27：豆粕表观消费量	15
图 28：豆粕表观消费量-累计值	15
图 29：豆粕销售量	15
图 30：豆粕销售量-累计值	15
图 31：豆粕表观消费季度分布	15
图 32：豆粕销售量季度分布	15
图 33：饲料产量	16
图 34：豆粕添比与养殖利润正相关	16
图 35：生猪存栏	16
图 36：生猪养殖利润	16
图 38：蛋鸡养殖利润	17
图 39：肉鸡养殖利润	17
图 39：饲料养殖企业豆粕物理库存	17
图 40：油厂豆粕基差销售量	17
图 41：油厂现货销售累计值	18

图 42：油厂基差销售累计值	18
图 43：油厂豆粕库存季节性回升	18
图 44：油厂豆粕提货量	18
图 45：油厂大豆压榨量月度	19
图 46：油厂大豆压榨量累计值	19
图 47：油厂开机率同比偏低	19
图 48：油厂大豆库存处于高位	19
图 49：豆粕供需平衡表	19
图 50：全球菜籽供需平衡表	20
图 51：中国菜籽供需平衡表	20
图 52：欧洲油料产量 2024/25 年度预计同比-4.6%	21
图 53：加拿大菜籽供需平衡表	21
图 54：加菜籽商业库存	21
图 55：加菜籽出口量	21
图 56：进口菜籽盘面榨利	22
图 57：菜籽进口量	22
图 58：菜籽库存	22
图 59：菜粕库存	22

一、2024 年前三季度行情回顾：下跌周期，不乏反弹

美豆：第一段，1、2 月单边下跌。南美豆升贴水下行，北美豆新作面积预增等利空主导市场。第二段，3、4 月先扬后抑。南美豆收割进度慢，且产量预期不断下修，南美豆升贴水报价反弹，使得美豆在短暂跌破新作成本后快速反弹，但美豆新作播种较早，为市场降温。第三段，5、6 月第二波冲高后回落。美豆种植进度一度同比降低，南美洪水影响等持续利多市场，但随着美豆出苗率、优良率数据公布，市场呈见顶回落。**第四段，三季度内外盘市场以下跌为主，之后企稳反弹。**其中 7、8 月交易北美豆丰产预期，8 月下旬市场逐步企稳，9 月中加贸易摩擦和美联储降息接连提振，美豆最高上涨至 1031 美分/蒲附近。

连粕：第一段，1、2 月呈 L 型走势。1 月短暂跌破 3000，2 月在 3000 上下 50 点震荡。国内油厂在 2 月降低开机率，对国内豆粕价格形成一定支撑。第二段，3、4 月单边上行。巴西升贴水报价不断走高，进口成本抬升豆粕价格中枢，进口到港不顺畅及节前备货等利多市场。第三段，5、6 月价格冲高回落。5 月底豆粕主力最高 3659。4 月底南美洪水推高美豆，带动连粕跳空高开高走。但在进口大豆到港预期量大，下游库存回升乏力，油厂积极套保等因素影响下市场见顶回落。**第四段，7 月-8 月中旬，连粕主力合约延续跌势，跟随美豆跌到最低 2862 元/吨。**8 月下旬市场逐步止跌，因油厂远期买船进度缓慢，市场担忧后续供应不足，且国内豆粕价格大幅跌破成本后，下游刚需开始买货，市场呈反弹走势，连粕最高 3150 元/吨附近，郑菜粕最高 2598 元/吨。

基差方面，上半年，豆菜粕价差从年初 500 以下，上涨到 6 月 700 以上。基差方面，豆粕基差上半年从最高 500 以上，下跌到最低接近-200。菜粕基差也逐渐走低，二季度低于一季度，从【0.50】区间跌到【-50,0】区间运行。三季度，豆粕基差回升至正值，菜粕基差也有所回升。

价差方面，上半年，豆菜粕价差一度上涨接近 800 元/吨，但 9 月中加贸易摩擦影响下，豆菜粕价差跌至 500 附近。

图 1：美豆主力合约价格走势（美分/蒲）



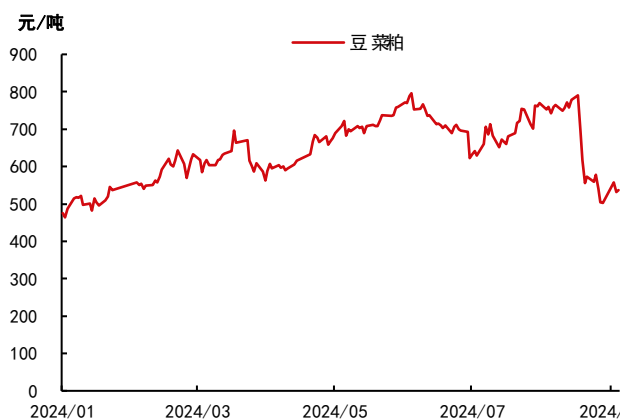
数据来源：文华财经 中信期货研究所

图 2：连粕主力合约价格走势（元/吨）



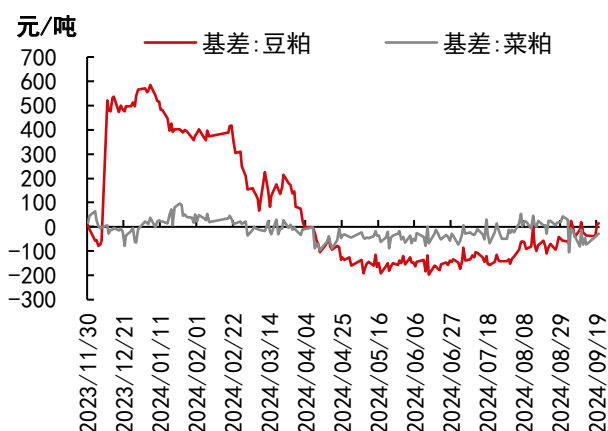
数据来源：文华财经 中信期货研究所

图 3：豆菜粕价差



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 4：豆粕菜粕基差



数据来源：Wind 中信期货研究所

二、2024 年四季度分析与展望

（一）CBOT 美豆分析与展望

1、长期：美豆和全球大豆供需转宽松趋势不变

国际谷物理事会 IGC 在 9 月报告中对全球大豆平衡表的预估继续保持转宽松的判断。其中大豆产量预计 4.19 亿吨，与上期预估持平，同比增长 2600 万吨。结转库存 8200 万吨，与上期预估持平，同比增长 1300 万吨。

图 5：全球大豆供需平衡表（IGC）

单位：百万吨	21/22	22/23	23/24	24/25	
		est	f'cast	proj	
SOYABEANS				15.08	19.09
Production	357	376	393	419	419
Trade	157	173	175	177	178
Consumption	360	369	385	406	406
Carryover stocks	54	61	69	82	82

数据来源：IGC 中信期货研究所

USDA 在 9 月供需报告对全球大豆供需平衡表的预估延续转宽松的判断。9 月全球大豆库存消费比 23.02%，环比提高 0.03 个百分点，同比提高 3.02 个百分点。具体看，2024/25 年度美国、巴西、阿根廷大豆产量预估分别为 1.248 亿吨、5100 万吨、1.69 亿吨，同比呈增长趋势。美国、巴西、阿根廷大豆期末库存消费比分别为 12.53%、56.14%、20.8%，同比分别提高 4.25、5.36、3.68 个百分

点。总体上，全球和主产国大豆供需同比转宽松。

图 6：全球大豆供需平衡表（USDA）（百万吨）

全球大豆供需平衡表										
国家	年度	月份	期初库存	产量	进口	国内压榨	国内消费	出口	期末库存	库消比
全球	2023/24年度	8月	100.7	395.1	176.9	329.7	383.1	177.3	112.4	20.05%
		9月	100.9	394.8	177.9	330.1	383.3	178.0	112.3	20.00%
	2024/25年度	8月	112.4	428.7	177.3	346.6	402.8	181.2	134.3	22.99%
		9月	112.3	429.2	177.7	346.7	403.0	181.6	134.6	23.02%
全球（不含中国）	2023/24年度	8月	68.3	374.3	65.4	230.7	261.4	177.2	69.5	15.84%
		9月	68.5	373.9	66.4	231.1	261.6	177.9	69.4	15.79%
	2024/25年度	8月	69.5	408.0	68.3	243.6	276.0	181.1	88.6	19.38%
		9月	69.4	408.5	68.7	243.7	276.2	181.5	88.9	19.42%
美国	2023/24年度	8月	7.2	113.3	0.5	62.3	65.4	46.3	9.4	8.41%
		9月	7.2	113.3	0.5	62.5	65.6	46.3	9.3	8.28%
	2024/25年度	8月	9.4	124.9	0.4	66.0	69.1	50.4	15.3	12.77%
		9月	9.3	124.8	0.4	66.0	69.2	50.4	15.0	12.53%
美国之外	2023/24年度	8月	93.5	281.8	176.4	267.3	317.6	131.0	103.0	22.95%
		9月	93.7	281.4	177.3	267.7	317.7	131.7	103.0	22.92%
	2024/25年度	8月	103.0	303.8	176.9	280.6	333.7	130.9	119.1	25.63%
		9月	103.0	304.4	177.3	280.7	333.8	131.3	119.6	25.72%
主要出口国	2023/24年度	8月	54.1	215.7	7.6	93.1	104.5	120.3	52.6	23.41%
		9月	54.3	215.3	8.1	93.1	104.5	120.6	52.7	23.40%
	2024/25年度	8月	52.6	233.8	5.7	97.6	109.6	119.1	63.4	27.71%
		9月	52.7	234.3	6.2	97.6	109.6	119.6	63.9	27.88%
阿根廷	2023/24年度	8月	17.0	49.0	6.7	35.5	42.8	5.6	24.4	50.36%
		9月	17.0	48.1	7.2	35.5	42.8	5.2	24.4	50.78%
	2024/25年度	8月	24.4	51.0	5.5	40.0	47.6	4.5	28.8	55.18%
		9月	24.4	51.0	6.0	40.0	47.6	4.5	29.3	56.14%
巴西	2023/24年度	8月	36.8	153.0	0.9	54.0	57.9	105.0	27.8	17.08%
		9月	36.8	153.0	0.9	54.0	57.9	105.0	27.9	17.11%
	2024/25年度	8月	27.8	169.0	0.2	54.0	58.1	105.0	33.9	20.77%
		9月	27.9	169.0	0.2	54.0	58.1	105.0	33.9	20.80%
巴拉圭	2023/24年度	8月	0.2	10.5	0.0	3.5	3.7	6.9	0.2	1.81%
		9月	0.4	11.0	0.0	3.5	3.6	7.6	0.2	1.70%
	2024/25年度	8月	0.2	10.7	0.0	3.5	3.7	6.8	0.4	4.10%
		9月	0.2	11.2	0.0	3.5	3.7	7.3	0.4	3.92%
主要进口国	2023/24年度	8月	34.5	24.7	144.1	127.0	157.4	0.4	45.6	28.86%
		9月	34.5	24.7	144.1	127.0	157.4	0.4	45.6	28.86%
	2024/25年度	8月	45.6	24.5	143.7	132.4	164.3	0.4	49.1	29.81%
		9月	45.6	24.4	143.7	132.4	164.3	0.4	49.0	29.76%
中国	2023/24年度	8月	32.3	20.8	111.5	99.0	121.7	0.1	42.9	35.21%
		9月	32.3	20.8	111.5	99.0	121.7	0.1	42.9	35.21%
	2024/25年度	8月	42.9	20.7	109.0	103.0	126.8	0.1	45.7	36.00%
		9月	42.9	20.7	109.0	103.0	126.8	0.1	45.7	36.00%
欧盟	2023/24年度	8月	1.1	3.0	13.8	14.5	16.2	0.3	1.4	8.23%
		9月	1.1	3.0	13.8	14.5	16.2	0.3	1.4	8.29%
	2024/25年度	8月	1.4	3.0	14.6	15.2	17.0	0.3	1.6	9.30%
		9月	1.4	2.9	14.6	15.2	17.0	0.3	1.5	8.78%
日本	2023/24年度	8月	0.7	0.5	9.1	4.6	9.5	0.0	0.8	8.67%
		9月	0.7	0.5	9.1	4.6	9.5	0.0	0.8	8.67%
	2024/25年度	8月	0.8	0.5	10.0	5.0	10.1	0.0	1.2	11.78%
		9月	0.8	0.5	10.0	5.0	10.1	0.0	1.2	11.78%
墨西哥	2023/24年度	8月	0.2	0.2	6.4	6.5	6.5	0.0	0.3	3.97%
		9月	0.2	0.2	6.4	6.5	6.5	0.0	0.3	3.97%
	2024/25年度	8月	0.3	0.2	6.7	6.7	6.7	0.0	0.4	6.11%
		9月	0.3	0.2	6.7	6.7	6.7	0.0	0.4	6.11%

数据来源：USDA 中信期货研究所

USDA 还对美豆供需平衡进行了预估，总体上也是逐渐转宽松的基调。美国农业部 9 月份供需报告显示，新季美豆单产为 53.2 蒲/英亩，同比增加 2.6 蒲/英亩，增幅 5.1%。预计 2024/25 年度美豆产量为 45.86 亿蒲式耳，这也是历史第

二高大豆产量，同比增幅 10.1%。总供应量预估为 49.41 亿蒲式耳，同比增幅 11.1%。报告预计压榨量为 24.25 亿蒲式耳，同比增幅 5.7%；出口量预计为 18.5 亿蒲式耳，同比增幅 8.8%；总需求量预计 43.91 亿蒲式耳，同比增幅 6.9%；期末库存为 5.5 亿蒲式耳，同比增幅 61.8%。2024/25 年度期末库存消费比预估 12.53%，同比提升 4.3 个百分点。

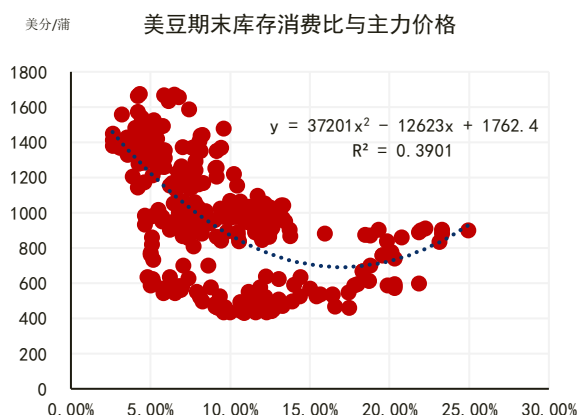
我们按照美豆库存消费比与美豆价格呈负相关关系来测算，美豆库存消费比 12.53%对应拟合曲线测算为 754 美分/蒲，远低于当前 1000 美分附近的美豆价格。

图 7：美豆供需平衡表（USDA）

美豆	美豆供需平衡表				环比%	同比%
	2022/23 测 (8月)	2023/24预 测 (9月)	2023/24预测 (9月)	2024/25预测 (8月)	2024/25预 测 (9月)	
百万英亩						
种植面积	87.5	83.6	83.6	87.1	87.1	4.2%
收割面积	86.2	82.4	82.4	86.3	86.3	4.7%
蒲式耳/英亩						
单产	49.6	50.6	50.6	53.2	53.2	5.1%
百万蒲式耳						
期初库存	274	264	264	345	340	28.8%
产量	4270	4165	4165	4589	4586	10.1%
进口	25	20	20	15	15	-25.0%
总供应	4569	4449	4449	4949	4941	11.1%
压榨	2212	2290	2295	2425	2425	5.7%
出口	1980	1700	1700	1850	1850	8.8%
留种	75	78	78	78	78	0.0%
损耗	39	36	1	36	38	3700.0%
总需求	4305	4104	4109	4389	4391	6.9%
期末库存	264	345	340	560	550	61.8%
农场均价 (美元/蒲)	14.2	12.5	12.5	10.8	10.8	-13.6%
库消比	6.13%	8.41%	8.27%	12.76%	12.53%	4.3%

数据来源：USDA 中信期货研究所

图 8：美豆期末库存消费比与美豆价格呈负相关



数据来源：Wind 中信期货研究所

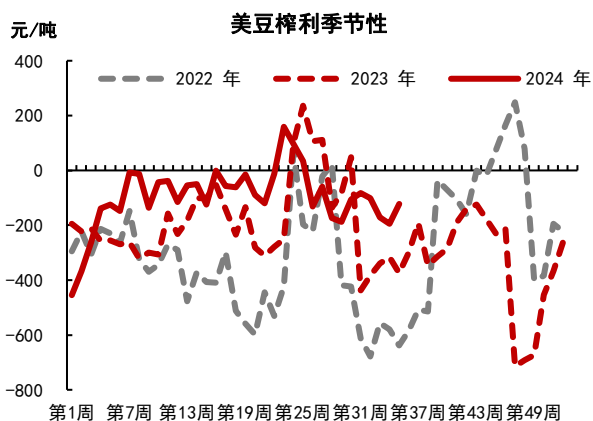
2、中期：榨利修复仍是最大问题，南美豆旱情带来额外扰动

四季度关注中国进口大豆榨利修复的节奏，目前看仍是反弹最大的动力来源。

截至 9 月 20 日，美豆榨利亏损 123 元/吨，南美豆榨利亏损 94 元/吨。但仍处于近 3 年同期最高水平。而与其他增产年份相比较，美豆当前榨利处于历史同期偏低水平，南美豆榨利处于历史同期中等略偏低水平。参考增产年份历史榨利表现，预计美豆榨利震荡回升，10 月达峰，11 月底 12 月后下跌。南美豆榨利 10 月震荡，11 月底 12 月份开始下跌。

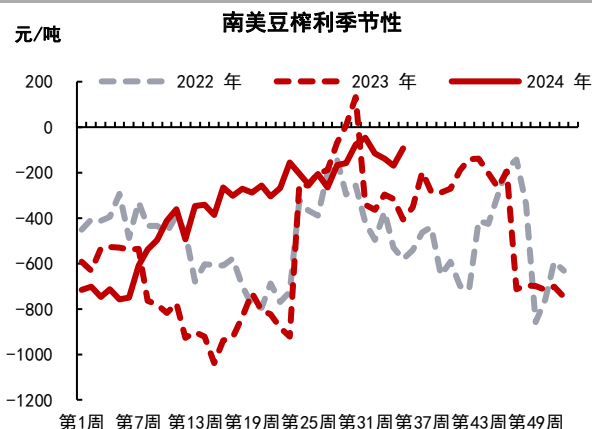
榨利回升来源：①升贴水下降②盘面下跌③油粕价格上涨。增产年份美豆上市前升贴水倾向于走弱。但 2024 年 9 月美国内河运费走高，导致美豆升贴水不降反升。盘面跌破成本后出现抵抗式反弹。国内油粕跟随反弹，榨利筑底，但依然没有榨利。

图 9：美豆榨利季节性



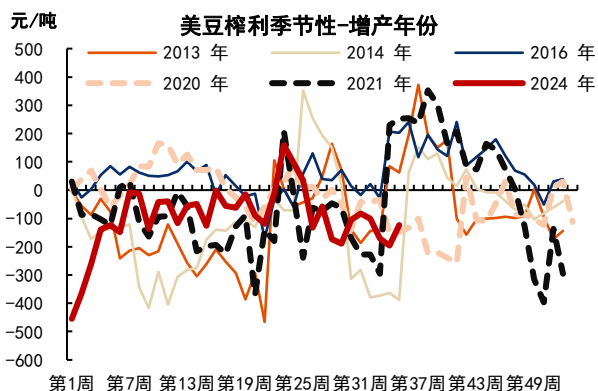
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 10：南美豆榨利季节性



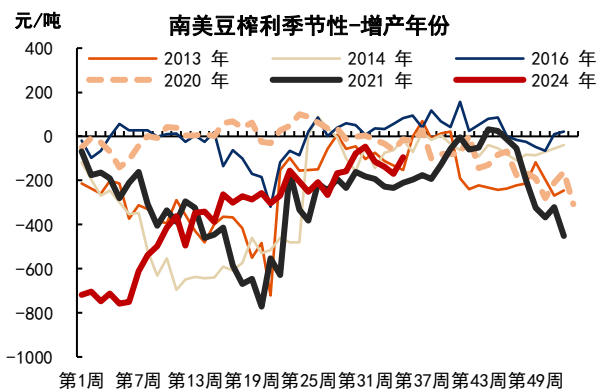
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 11：增产年份美豆榨利季节性



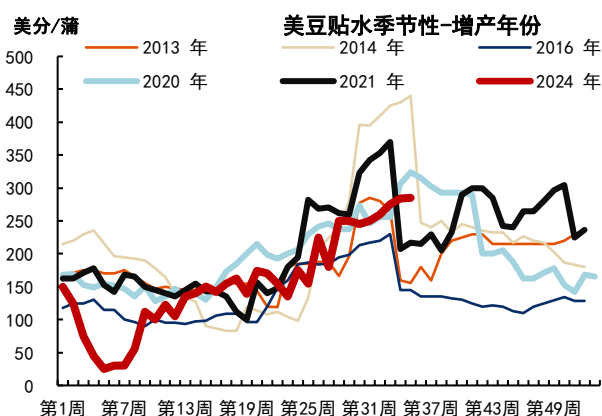
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 12：增产年份南美豆榨利季节性



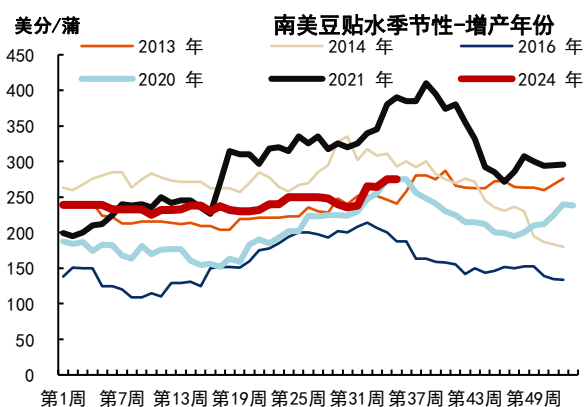
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 13：增产年份美豆升贴水季节性



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 14：增产年份南美豆升贴水季节性



数据来源：Wind 中信期货研究所

此外，关注南美大豆播种和生长，这可能给行情带来额外的扰动。

巴西国家商品供应公司 (CONAB) 预计 2023/24 年度巴西大豆产量为 1.47382 亿吨，和上月预测持平。这也是最终产量预估数据，比 2022/23 年度的创纪录产量 1.546 亿吨减少 722 万吨或 4.7%。CONAB 的最终产量预估值比年度初期预测的 1.62 亿吨减少 1462 万吨或 9.0%。

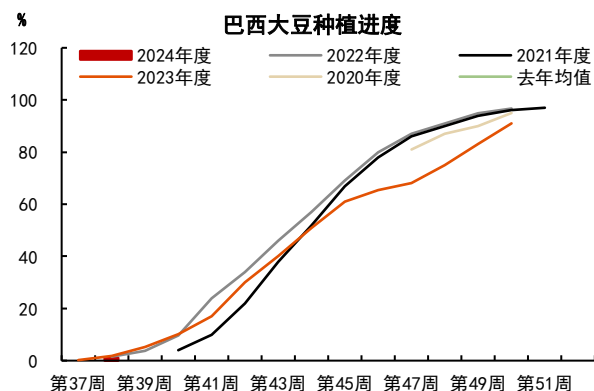
播种方面，由于产区高温干旱，目前巴西大豆播种进度偏慢。截至 2024 年第 38 周，巴西大豆播种完成 1%，低于去年同期的 1.9%和五年同期均值 1.5%。

巴西大豆产区干旱指数偏高。卫星数据显示，马托格罗索州和帕拉纳州土壤墒情处于 30 年来最低水平，这两个州是巴西最大的大豆主产州之一，合计占到全国大豆产量的 40%左右。在另外一个大豆主产区南马托格罗索，空气湿度位于过去 30 年来的次低水平。欧洲气象模型 ECMWF 预测这种情况将在未来 10 天内持续，不利于农户开始种植大豆。美国气象模型 GFS 预测平均气温可能比正常气温高出 7°C。在南马托格罗索州，空气湿度仅高于 2021 年，但是气象预测表明未来 10 天会有所改善，但是仍低于平均水平。在帕拉纳州，过去 10 天的气温比正常值高 3 到 7 摄氏度，而且同期记录的降雨量不到 3 毫米，土壤水分含量低最终损害了小麦的生长。根据美国银行的预测，巴西可能在 9 月至 11 月期间面临严重的热浪。东南部和中西部地区高温少雨的概率为 50%，这也是旱季结束时的天气特征。

预计 9 月播种进度仍偏慢，关注 10 月降水及播种推进。气象预报显示，10 月初整个中西部都将开始有一些降雨来临，有利于农户加速启动播种。总体上，尽管 9 月巴西大豆相对晚播，但 10 月进度有望加速，今年巴西晚播风险预计不会很明显。

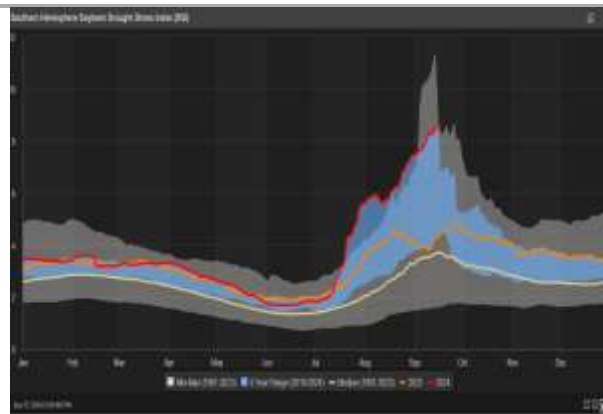
阿根廷罗萨里奥谷物交易所 (BCR) 的数据显示，阿根廷 2024/25 年度大豆种植面积预计为 1730 万公顷，较上个种植季增长 7.5%；阿根廷 2024/25 年度玉米收成预计在 5100 万吨至 5200 万吨之间。

图 15：巴西大豆种植进度



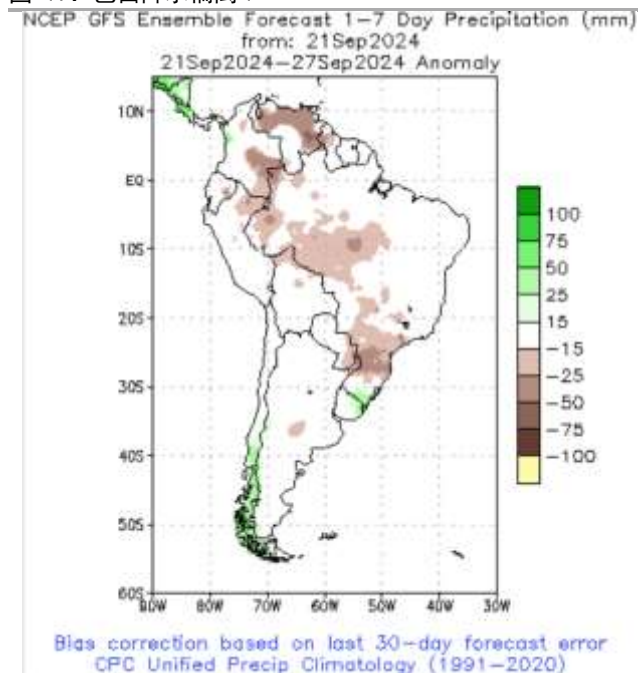
数据来源：粮油商务网 中信期货研究所

图 16：巴西大豆产区干旱指数偏高



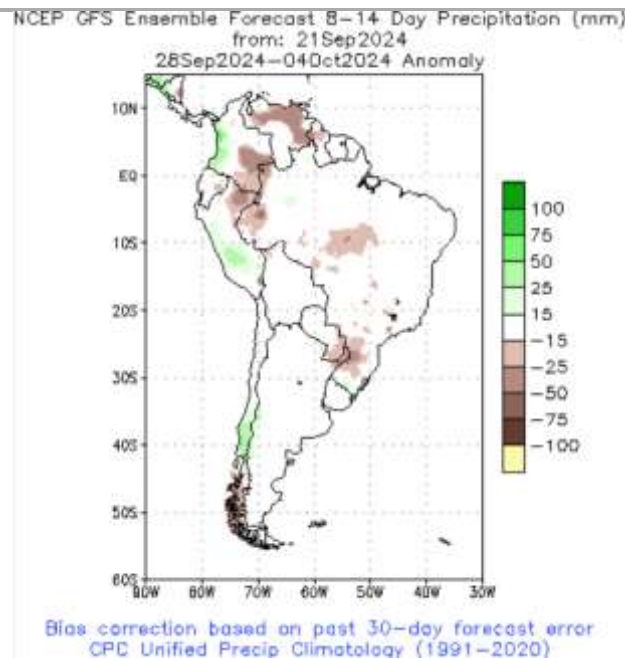
数据来源：路透 中信期货研究所

图 17：巴西降水偏离 1



数据来源：粮油商务网 中信期货研究所

图 18：巴西降水偏离 2



数据来源：路透 中信期货研究所

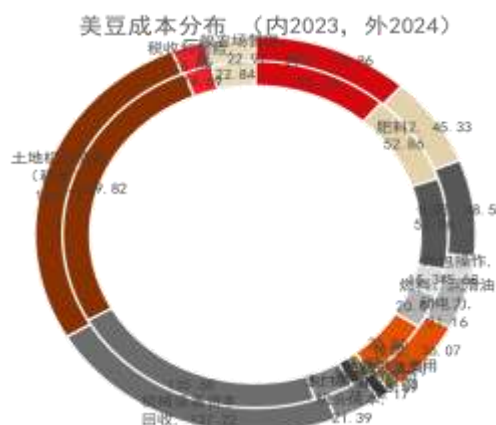
3、总结：增产下行周期，但不乏反弹

总体上，长期视角下，年度转宽松的预期奠定了美豆偏弱运行，而新作成本同比下降，也将为价格下跌打开空间。中期价格不乏反弹，关注中国榨利和买船进度，南美干旱情况。

预计美豆【950-1100】美分/蒲运行。

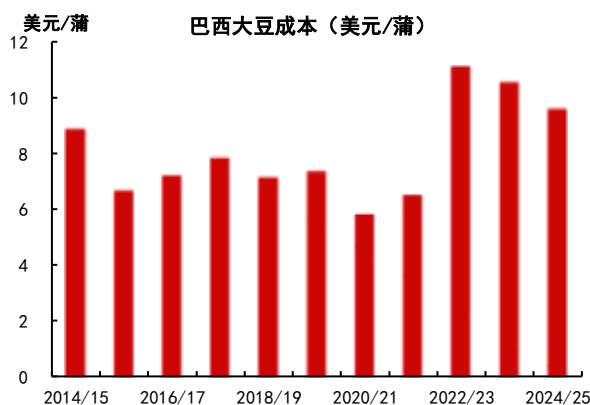
风险提示：下行风险：南美天气正常；上行风险：北美豆单产大幅下调。

图 19：美豆种植成本 2023/24 年 1230 美分/蒲，2024/25 年 1155 美分/蒲



数据来源：USDA 中信期货研究所

图 20：巴西豆种植成本 24/25 年度降至 961 美分/蒲



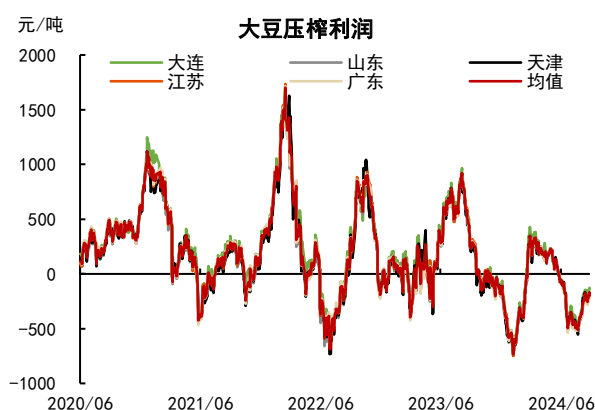
数据来源：Abiove 中信期货研究所

（二）连粕市场供需分析与价格预测

1、供给：油厂买船节奏决定豆粕供应

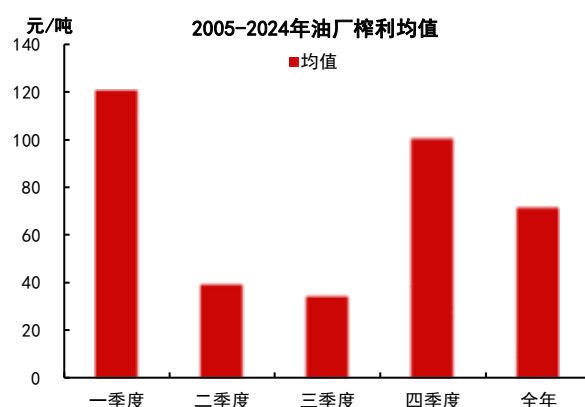
四季度，油厂买船节奏对豆粕走势至关重要。而买船取决于榨利。2024 年油厂榨利在 1 月-3 月中旬亏损，3 月中旬-6 月中旬有盈利，6 月底榨利恶化，7、8、9 月持续亏损。油厂买船因亏损而变慢。历史数据显示，四季度油厂榨利均值通常明显高于三季度。

图 21：大豆压榨利润



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 22：油厂榨利季度和全年均值



数据来源：Wind 中信期货研究所

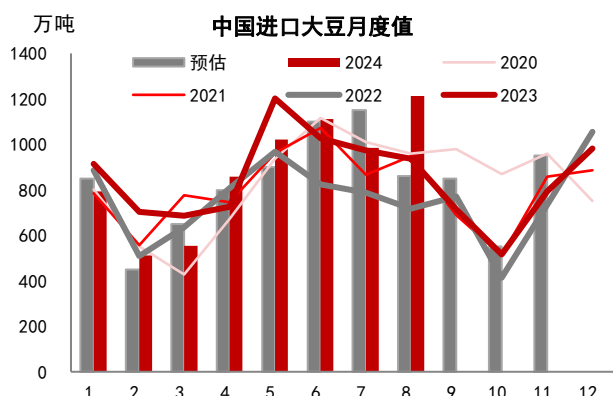
榨利亏损导致中国远期买船进度偏慢。尽管近月到港压力依然较大，但远期供应可能不足。

据海关数据显示，2024 年 8 月大豆进口量为 1214 万吨，环比 23.2%，同比 29.70%。2024 年 1-8 月累计进口量 7047 万吨，累计同比-1.66%。据粮油商务网，9-11 月大豆进口预估 850 (+100)、550 (+30)、950 万吨，预报累计 2350 万吨，预报累计环比-29.0%，预报累计同比 16.2%。按照船期预报，预计 12 月到港 800 万吨，1 月 580 万吨，3 月 830 万吨，4 月 1130 万吨，5 月 1120 万吨，6 月 1180 万吨。预计 10-12 月累计进口量 2242 万吨，去年同期 2290 万吨，同比下降 48 万吨，降幅 2.1%。

当前 11、12 和 2 月船期的大豆进口榨利亏损，因此采购进度偏慢，如果榨利不能给出，出现洗船，供应量同比降幅可能扩大，加剧供应紧张程度。监测数据显示，截止到 9 月 17 日，9 月船期累计采购了 512.2 万吨，采购进度为 100%。10 月船期累计采购了 638.7 万吨，周度增加 99 万吨，采购进度为 68.68%。11 月船期累计采购了 252.7 万吨，周度增加 72.6 万吨，采购进度为 31.59%。12 月船期累计采购了 6.6 万吨，采购进度为 1.14%。2025 年 2 月船期累计采购了 186.1 万吨，采购进度为 22.42%。2025 年 3 月船期累计采购了 633.6 万吨，周度增加 6.6 万吨，采购进度为 56.07%。2025 年 4 月船期累计采购了 306.2 万吨，周度增加 6.6 万吨，采购进度为 27.34%。2025 年 5 月船期累计采购了 33 万吨，采购进

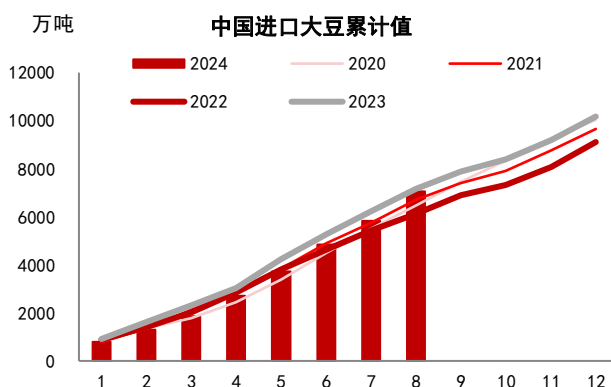
度为 2.8%。

图 23：中国进口大豆



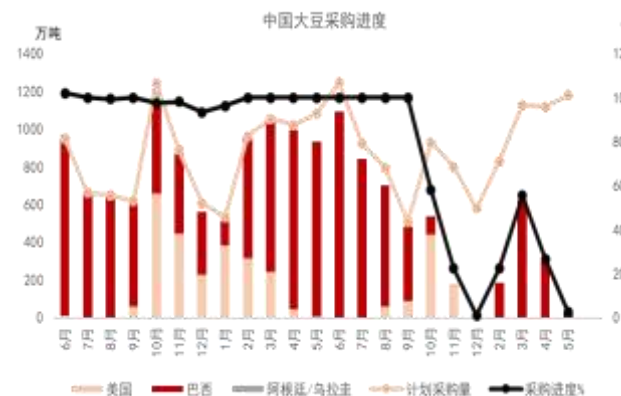
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 24：中国进口大豆累计值



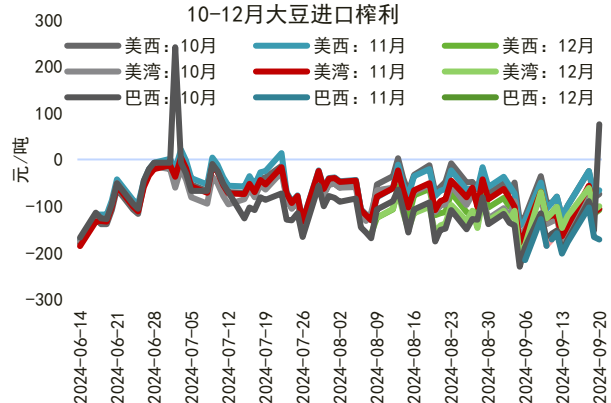
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 25：中国大豆采购进度



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 26：10-12 月船期中国进口大豆榨利



数据来源：Wind 中信期货研究所

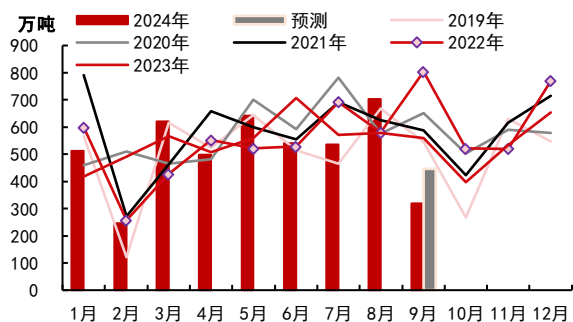
2、需求：谨慎看待豆粕下游消费增幅

预计豆粕消费量四季度环比小幅增长，但增幅谨慎看待，且同比依然下降。

油厂角度，豆粕需求一般，累计销售量同比下降。钢联农产品数据显示，油厂销售口径下，豆粕表观消费量 8 月同比+22%，9 月预计同比-20%。豆粕表观消费累计同比 1-8 月-2%，1-9 月预计同比-4%。油厂豆粕销售同比 7 月-61%，8 月-32%，9 月预计+318%。油厂豆粕销售累计同比 1-8 月-24%，1-9 月预计同比-17.6%。

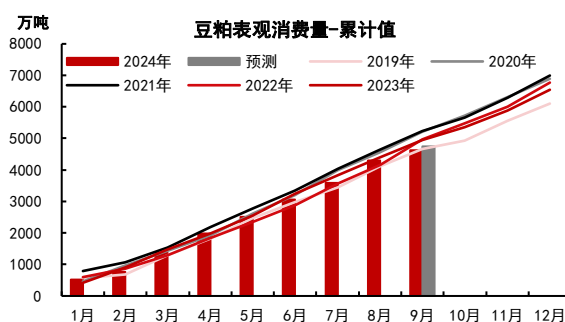
季度分布看，按照过去 7 年（或 3 年）均值计算，豆粕表观消费量四季度占比 25%，较第三季度的 27.7%下降 2.7 个百分点，降幅 9.75%。豆粕销售量四季度占比 25.7%，较第三季度的 29.8%下降 4.1 个百分点，降幅 13.76%。

图 27：豆粕表观消费量



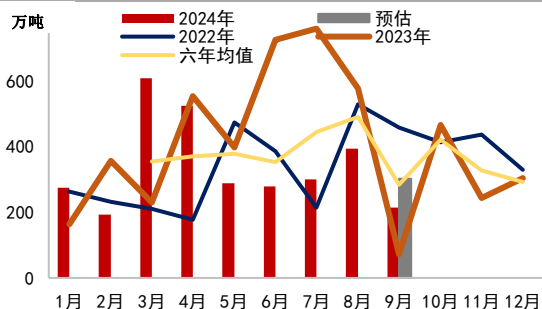
数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

图 28：豆粕表观消费量-累计值



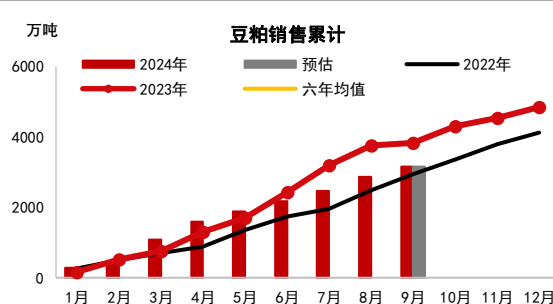
数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

图 29：豆粕销售量



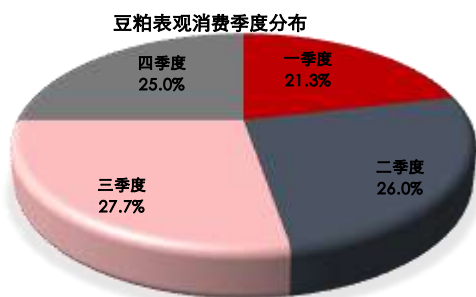
数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

图 30：豆粕销售量-累计值



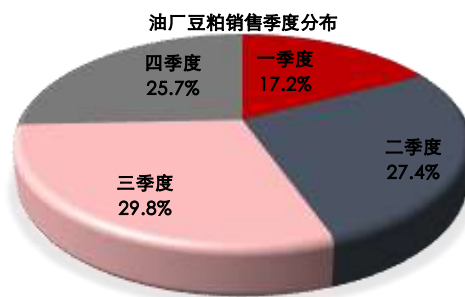
数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

图 31：豆粕表观消费季度分布



数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

图 32：豆粕销售量季度分布

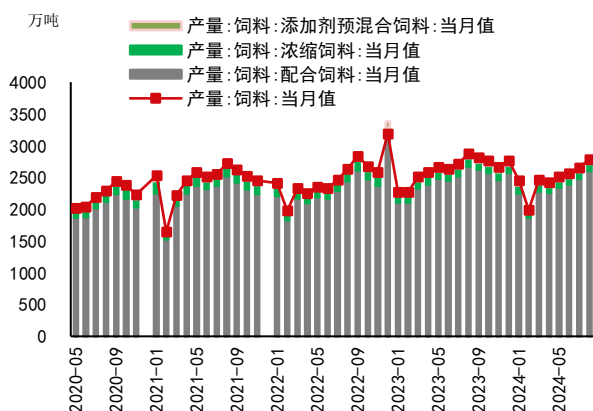


数据来源：钢联农产品 中信期货研究所

饲料工业协会数据显示，豆粕饲料添比震荡下调。2024 年 8 月，全国工业饲料产量 2783 万吨，环比增长 5.0%，同比下降 5.7%。累计产量 19826 万吨，累计同比-3.39%。饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比 31.2%，同比增长 5.6

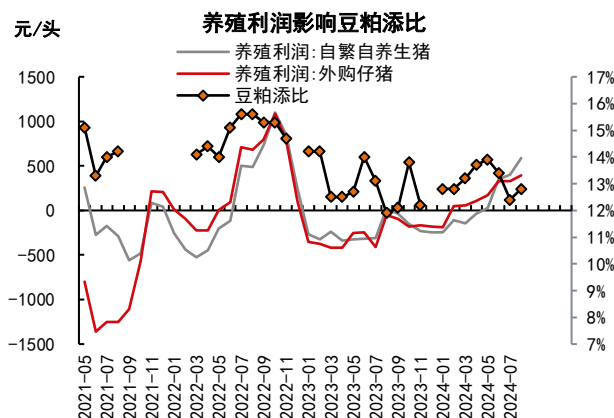
个百分点；配合饲料和浓缩饲料中豆粕用量占比 12.8%，同比下降 0.8 个百分点。

图 33：饲料产量



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 34：豆粕添比与养殖利润正相关



数据来源：Wind 中信期货研究所

生猪存栏与养殖利润未完全同频共振，豆粕需求增幅有限。一方面，能繁母猪存栏 2024 年 5-7 月环比上升，但涨幅收窄，且同比下降。四季度生猪存栏和出栏主要由 2024 年 5 月之前的能繁母猪存栏决定，彼时能繁母猪存栏依然在下行趋势中。官方数据显示，2024 年 3 月生猪存栏 40850 万头，季环比-5.92%，同比-5.21%。2024 年 4 月能繁母猪存栏 3986 万头，月环比-0.15%，同比-6.96%。官方数据显示，2024 年 6 月生猪存栏 41533 万头，季环比 1.67%，同比-4.56%。2024 年 7 月能繁母猪存栏 4041 万头，月环比 0.07%，同比-5.39%。此外能繁母猪 5、6 月存栏环比分别上升 0.25%和 1.05%。预计 2024 年四季度生猪出栏量环比三季度变化+2%。其中 10 月生猪出栏达峰，11、12 月环比递减。

另一方面，生猪养殖利润近期回调。养殖利润三季度持续走高，相对应提振豆粕需求，尤其 8 月份豆粕表观消费和油厂销售量环比明显增长。但随着四季度生猪供应达峰，猪价近期承压回调，养殖利润部分回吐，影响豆粕需求增幅。2024 年 9 月 20 日自繁自养生猪利润 463.56 元/头，环比变化-84.74 元/头；外购仔猪养殖利润 284.21 元/头，环比变化-80.35 元/头。

图 35：生猪存栏

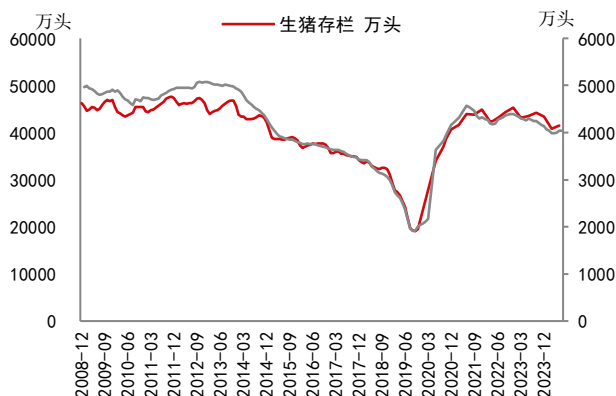


图 36：生猪养殖利润

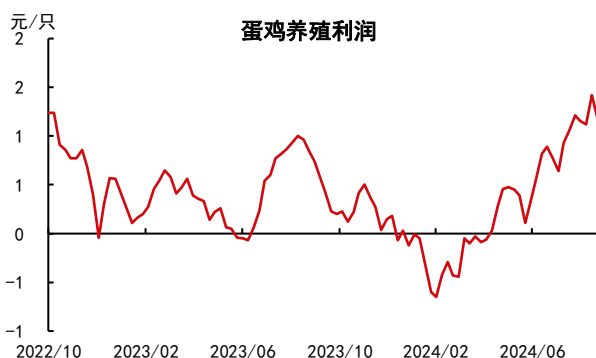


数据来源: Wind 中信期货研究所

数据来源: Wind 中信期货研究所

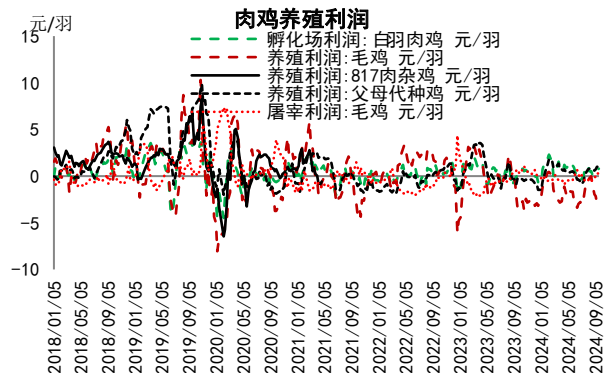
蛋鸡盈利较高、肉鸡养殖仍亏损，禽料豆粕需求难大幅度增长。2024 年 9 月 20 日蛋鸡养殖利润 1.19 元/羽，环比变化-0.23 元/羽；白羽肉鸡孵化场利润 0.8 元/羽，环比变化 0.12 元/羽；毛鸡养殖利润-3.11 元/羽，环比变化-0.10 元/羽；毛鸡屠宰利润 0.28 元/羽，环比变化-0.03 元/羽。

图 37: 蛋鸡养殖利润



数据来源: Wind 中信期货研究所

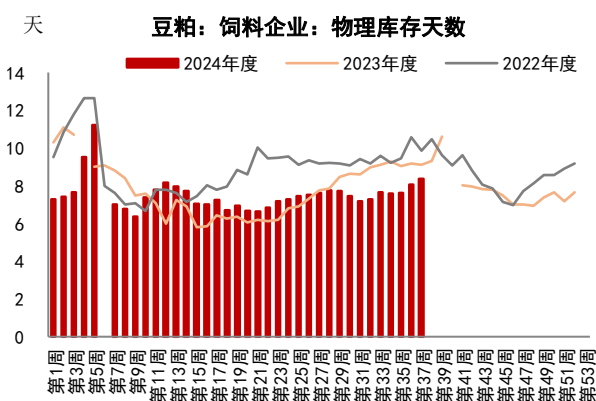
图 38: 肉鸡养殖利润



数据来源: Wind 中信期货研究所

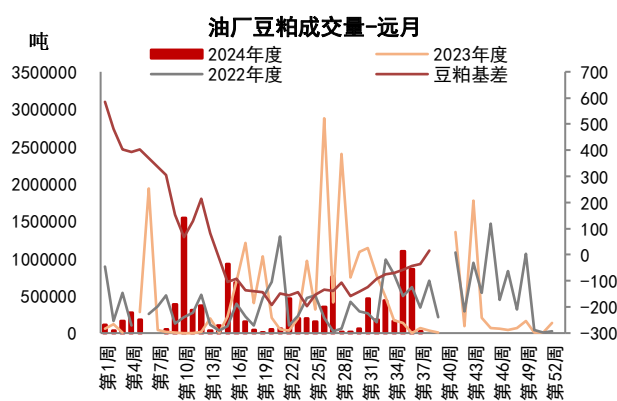
当前下游饲料养殖企业心态较 8 月之前略好转，但仍相对谨慎。一方面，物理库存环比小幅回升，但回升幅度和速度远不及去年同期，且绝对水平同比仍偏低。我的农产品数据显示，2024 年第 37 周（2024/09/13），国内饲料企业豆粕物理库存天数为 8.35 天，上周为 8.05 天，去年同期为 9.11 天。另一方面，随着基于对未来宽松预期，远期采购量不积极，尽管 9 月以来远期成交已有明显增长。2024 年 1-8 月豆粕远期成交量持续保持偏低水平，累计成交量同比降幅 50%。9 月随着基差回升，远期成交有所好转，但预计 1-9 月远期成交量累计值同比降幅仍高达 44%。现货成交则相对较好，上半年累计成交量同比呈现增长，仅在 8 同比-4%，预计 9 月累计同比+1.7%。

图 39: 饲料养殖企业豆粕物理库存



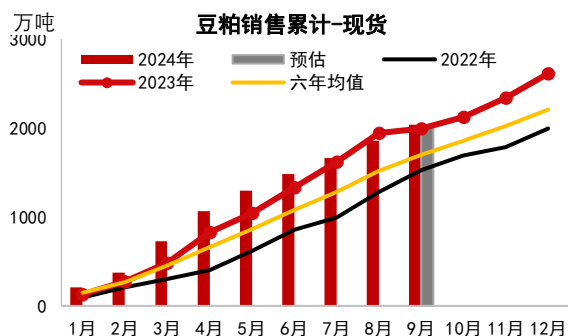
数据来源: 我的农产品 中信期货研究所

图 40: 油厂豆粕基差销售量



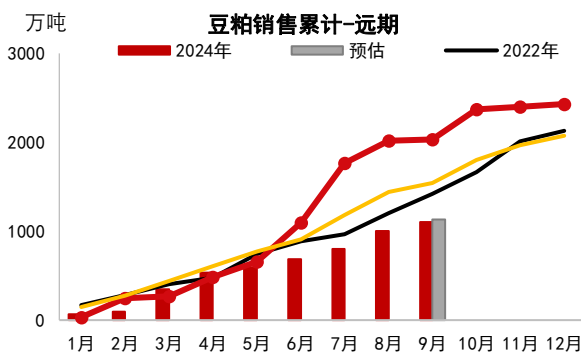
数据来源: 我的农产品 中信期货研究所

图 41：油厂现货销售累计值



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

图 42：油厂基差销售累计值



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

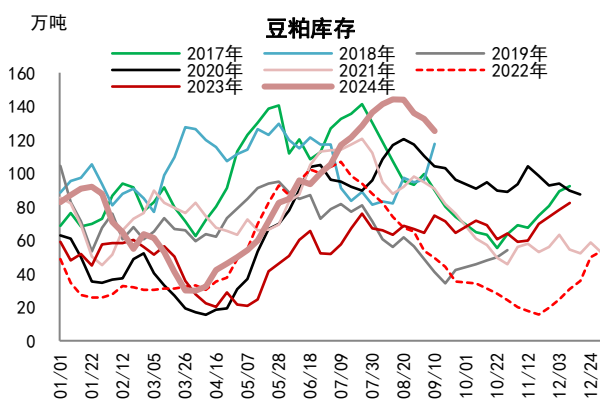
3、基差：预计四季度基差冲高回落

我们在半年报中曾测算：参考历史月度涨幅均值及当前年份供需平衡表的预测，预计（豆粕）6-12月基差分别为-142 元/吨，-136 元/吨，-49 元/吨，58 元/吨，109 元/吨，89 元/吨，58 元/吨。目前 9 月基差已经回到正值，从趋势看，10 月基差仍继续增长至超过 100 元/吨，11、12 月基差环比小幅回落。

油厂豆粕库存季节性下降，豆粕基差现实压力减弱。9 月 13 日当周，国内主流油厂豆粕库存 125 万吨，环比-5.00%，同比+94.00%。

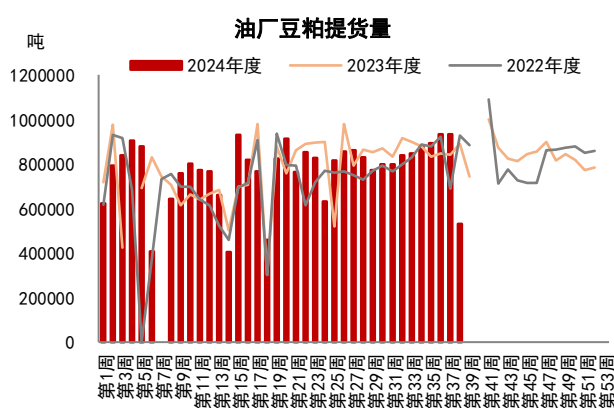
而随着下游进入消费旺季，豆粕提货量或保持高位，同时油厂进口大豆量下降，开机率小幅走低，预计豆粕降库还将持续到 10 月底-11 月初。

图 43：油厂豆粕库存季节性回升



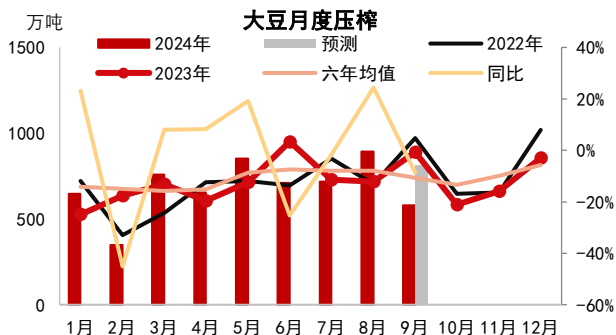
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 44：油厂豆粕提货量



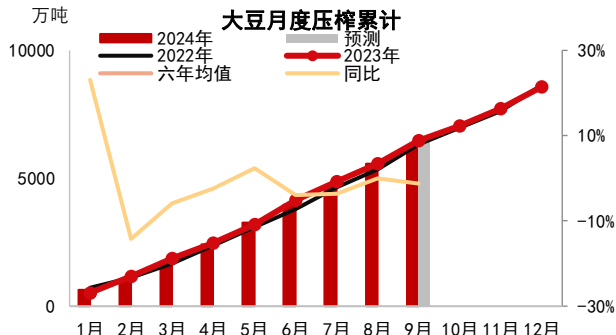
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 45：油厂大豆压榨量月度



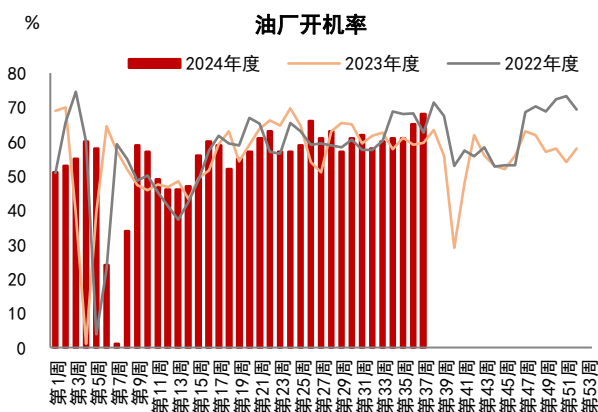
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 46：油厂大豆压榨量累计值



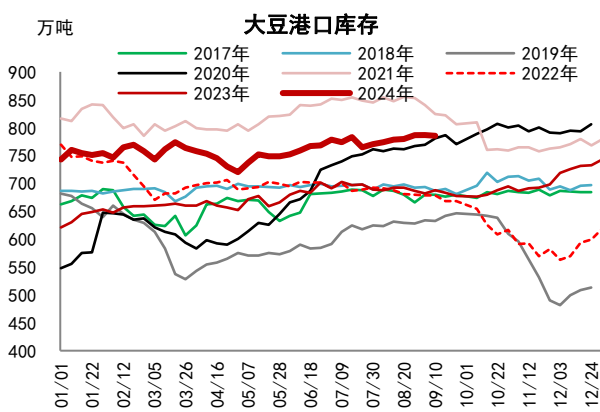
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 47：油厂开机率同比偏低



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 48：油厂大豆库存处于高位



数据来源：Wind 中信期货研究所

我们按照前文所述大豆进口到港预估，油厂月度压榨量，豆粕表观消费量来推测豆粕供需平衡表，结转库存变化。预计豆粕库存8月从高位逐步回落。库存消费比也见顶回落。

图 49：豆粕供需平衡表

国内豆粕供需平衡表（单位：万吨）							
日期	期初库存	豆粕产量	进口	出口	消费	期末库存	库消比
2023年1月	55	459	1	1	462	52	11.2%
2023年2月	52	560	0	1	546	65	11.9%
2023年3月	65	510	0	3	519	54	10.3%
2023年4月	54	558	1	9	580	23	3.9%
2023年5月	23	676	0	14	643	42	6.4%
2023年6月	42	686	0	14	633	82	12.7%
2023年7月	82	718	0	21	697	82	11.4%
2023年8月	82	716	0	8	714	77	10.7%
2023年9月	77	670	0	7	654	86	13.0%
2023年10月	86	571	0	3	579	75	12.9%
2023年11月	75	643	0	2	636	80	12.5%
2023年12月	80	627	0	7	608	93	15.1%
2024年1月	93	642	0	15	635	85	13.1%
2024年2月	85	321	0	10	330	67	19.7%
2024年3月	67	568	0	18	586	31	5.1%
2024年4月	31	620	0	16	586	49	8.1%
2024年5月	49	677	0	15	626	86	13.4%
2024年6月	86	675	0	14	642	105	16.0%
2024年7月	105	696	0	18	648	135	20.3%
2024年8月	135	730	0	20	695	150	21.0%
2024年9月	150	672	0	9	683	130	18.8%
2024年10月	130	569	0	6	593	100	16.7%

数据来源：我的农产品 中信期货研究所

4、总结：榨利有待修复，基差或现高点

供应端：油厂买货节奏和数量决定国内豆粕供应量，又取决于油厂榨利。
需求端：由于存栏和养殖利润未完全同频共振，豆粕需求增量需谨慎看待。环比可能小幅增长，但同比依然下降。

总体上，当前榨利亏损限制油厂买船进度，四季度供应可能不足。榨利仍有待进一步修复，豆粕或反弹。驱动因素可能来自美农惜售，南美天气，国内下游补库等。参考美豆【950-1100】美分/蒲，连豆油【7500-8100】元/吨，连粕预计【3000-3400】元/吨。

对于基差，预计四季度或冲高回落。10-12 月基差分别为 109 元/吨，89 元/吨，58 元/吨。10 月基差达峰后，11、12 月环比走低。

风险提示：养殖需求超预期增长，中美贸易关系，南美天气正常。

（三）菜粕市场供需分析与价格预测

1、长期：菜籽供需，全球中国欧盟收紧，加拿大略转松

全球和中国菜籽供需收紧。USDA 数据显示，全球菜籽供需略收紧。2024/25 年度全球菜籽库存消费比 7.8%，同比下降 1.9 个百分点。2024/25 年度中国菜籽库存消费比 12.2%，同比下降 4 个百分点。

欧盟菜籽供需收紧。2024 年度油料总产量预估 3001 万吨，同比-4.6%。其中大豆产量预估 291 万吨，同比+4.7%，紫花豌豆产量预估 219.5 万吨，同比+16.4%，蚕豆产量预估 133.5 万吨，同比+14.4%，葵籽产量预估 991.4 万吨，同比+0.9%，羽扇豆产量预估 34.5 万吨，同比-4.7%，菜籽产量预估 1800.8 万吨，同比-8.7%，亚麻籽产量预估 7.5 万吨，同比-9%。

加拿大菜籽供需略转松。农业部数据显示，2024/25 年度加菜籽面积同比-0.34%，单产同比+2.42%，产量同比+1.64%，出口同比+9.35%，期末库存同比-7.08%。期末库存消费比 11.8%，同比+0.37 个百分点。

图 50：全球菜籽供需平衡表

全球菜籽供需平衡表（百万吨）						
	产量	进口	出口	国内消费	期末库存	库存消费比
2015/2016年	68.74	14.15	14.35	70.14	6.25	7.4%
2016/2017年	69.49	15.79	16.13	70.93	5.19	6.0%
2017/2018年	75.28	15.72	16.53	72.10	8.14	9.2%
2018/2019年	73.38	14.64	14.68	71.88	9.77	11.3%
2019/2020年	70.33	15.82	16.00	72.30	7.56	8.6%
2020/2021年	74.75	16.67	18.03	74.69	6.23	6.7%
2021/2022年	75.83	13.92	15.35	75.89	4.75	5.2%
2022/2023年	88.91	20.05	19.55	85.19	8.96	8.6%
2023/2024年	89.35	17.57	17.65	87.98	10.25	9.7%
2024/2025年	87.56	16.87	17.28	89.05	8.34	7.8%
同比	-2.0%	-4.0%	-2.1%	1.2%	-18.6%	-1.9%

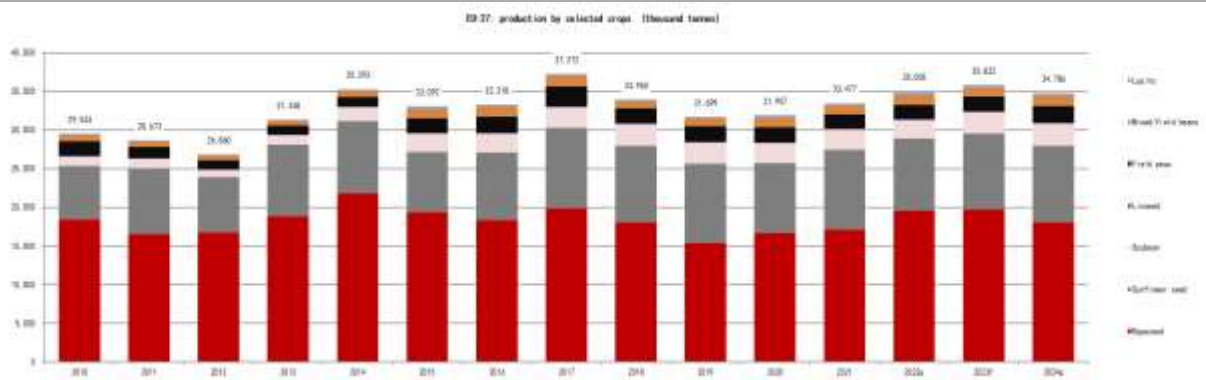
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 51：中国菜籽供需平衡表

中国菜籽供需平衡表（百万吨）						
	产量	进口	出口	国内消费	期末库存	库存消费比
2015/2016年	13.86	4.01	0.00	18.00	1.08	6.0%
2016/2017年	13.13	4.26	0.00	17.30	1.17	6.7%
2017/2018年	13.27	4.71	0.00	17.80	1.35	7.6%
2018/2019年	13.28	3.49	0.00	16.98	1.15	6.7%
2019/2020年	13.49	2.56	0.00	15.99	1.20	7.5%
2020/2021年	14.05	2.80	0.00	16.53	1.52	9.2%
2021/2022年	14.71	1.66	0.00	17.03	0.87	5.1%
2022/2023年	15.53	5.34	0.00	19.13	2.61	13.6%
2023/2024年	16.32	4.90	0.00	20.50	3.33	16.2%
2024/2025年	15.60	3.40	0.00	19.90	2.43	12.2%
同比	-4.4%	-30.6%		-2.9%	-27.0%	-4.0%

数据来源：Wind 中信期货研究所

图 52：欧洲油料产量 2024/25 年度预计同比-4.6%



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 53：加拿大菜籽供需平衡表

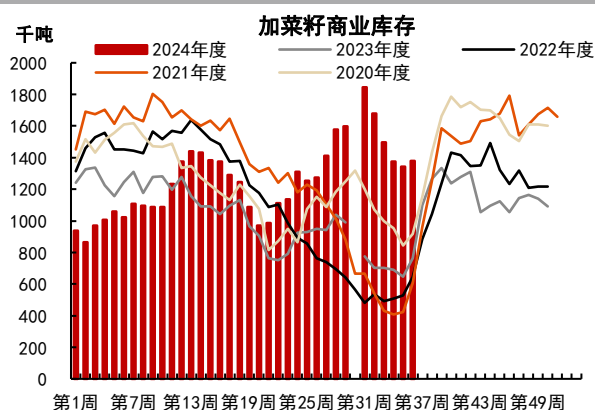
项目	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024(7月)	2023-2024(8月)	2024-2025(7月)	2024-2025(8月)	M/M%	Y/Y%
种植面积(千公顷)	8363	8236	9313	9232	8659	8572	9016	8659	8936	8936	8906	8906	0.00%	-0.34%
收获面积(千公顷)	8322	8119	9273	9120	8596	8471	8949	8596	8855	8855	8793	8793	0.00%	-0.70%
单产(吨/公顷)	2.21	2.41	2.3	2.2	2.2	2.4	1.5	2.17	2.07	2.07	2.1	2.1	0.00%	2.42%
产量(千吨)	18377	19601	21328	20343	18695	19912	13757	18,695	18328	18328	18628	18628	0.00%	1.64%
进口量(千吨)	105	95	108	146	151	155	105	151	250	250	100	100	0.00%	-60.00%
总供应量(千吨)	21055	21786	22778	22988	20174	24502	15638	20174	20084	20084	20478	21128	3.17%	5.20%
出口量(千吨)	10299	11016	10783	9141	7950	10040	5268	7950	7000	6859	7000	7500	7.14%	9.35%
食用及工业用量(千吨)	8315	9191	9269	9295	9961	10129	8555	9961	10700	10700	11000	11000	0.00%	2.80%
种用及损耗(千吨)	365	163	160	397	692	838	878	692	583	74	327	347	6.12%	368.92%
国内总需求(千吨)	8740	9422	9496	9754	10718	11028	9496	10718	11334	10825	11378	11398	0.18%	5.29%
期末库存量(千吨)	2016	1348	2499	4094	1506	3435	875	1,506	1750	2400	2100	2230	6.19%	-7.08%
平均价格(美元/吨)	509	529	539	497	857	484	1075	857	705	705	680	630	-7.35%	-10.64%
库存消费比	10.6%	6.6%	12.3%	21.7%	8.1%	16.3%	5.9%	8.1%	9.5%	13.6%	11.4%	11.8%	0.37%	-1.77%

数据来源：Wind 中信期货研究所

2、中期：进口菜籽到港提前，中加贸易摩擦仍存变数

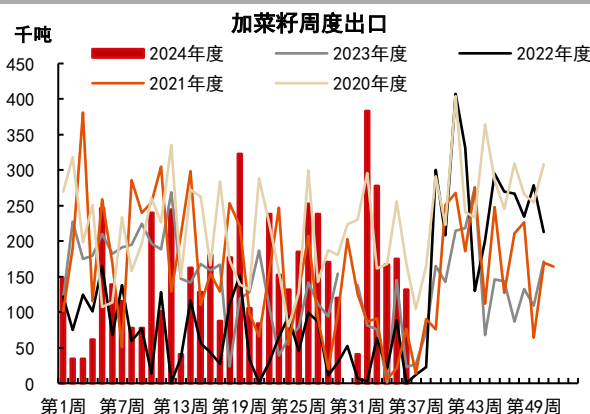
加菜籽 2024 年以来出口偏慢，产地库存压力同比增大。2024 年第 36 周 (2024/09/03)，加菜籽出口量为 131.5 万吨（环比变化-24.9%，同比变化 479.3%），上周为 175 万吨，去年同期为 22.7 万吨。2024 年第 36 周 (2024/09/03)，加菜籽出口量累计为 5472.1 万吨（环比变化 2.5%，同比变化 12.7%），上周为 5340.6 万吨，去年同期为 4854.2 万吨。2024 年第 36 周 (2024/09/03)，加拿大菜籽商业库存为 137.89 万吨，上周为 134.17 万吨，去年同期为 76.44 万吨。

图 54：加菜籽商业库存



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

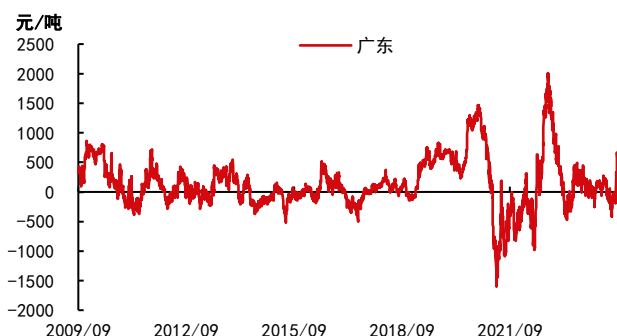
图 55：加菜籽出口量



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

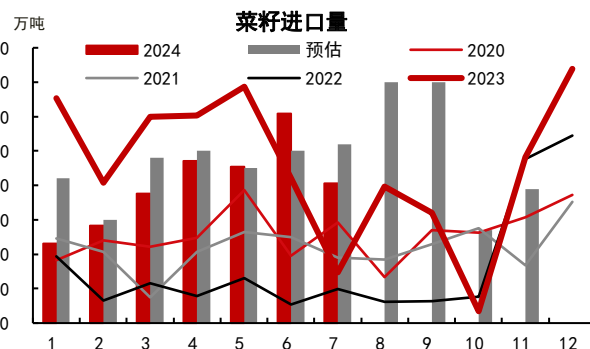
2024 年 9 月中加贸易摩擦，中国进口菜籽榨利回升，促使进口菜籽到港加快。2024 年 09 月 20 日加菜籽 289.23 元/吨（周环比 62.13）。海关数据显示，2024 年 1-7 月油菜籽累计进口 283.0 万吨，累计同比-20%。7 月油菜籽进口 0.0 万吨，环比-33%，同比 174%。8-11 月油菜籽进口预报依次为 70（+0）、70（+38）、27（+2）、39 万吨，累计环比 6.2%，累计同比 67.0%。

图 56：进口菜籽盘面榨利



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

图 57：菜籽进口量

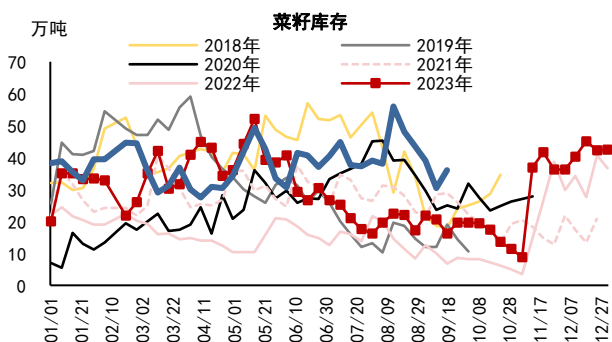


数据来源：我的农产品 中信期货研究所

3、短期：季节性降库，基差稳中回升

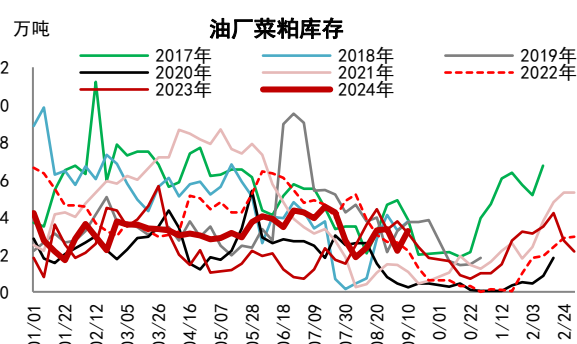
国内菜籽菜粕库存季节性走低，绝对值仍偏高。9 月 13 日当周，国内主流油厂菜籽库存 36 万吨，环比+18.03%，同比+120.86%。折合菜粕库存 15 万吨。9 月 13 日当周，国内菜粕库存 3 万吨，环比+47.73%。国内菜粕基差稳中回升，有望回到正基差，但考虑菜籽到港量高于预期，预计基差仍相对承压，涨幅有限。

图 58：菜籽库存



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

图 59：菜粕库存



数据来源：我的农产品 中信期货研究所

4、总结：库存有待去化，关注中加贸易关系变化

菜粕季节性降库，为四季度基差回升和价格反弹提供基础。同时关注中加

贸易关系变化对市场的影响。考虑全球、中国、欧盟菜籽偏紧，加菜籽库存压力或不可以持续。总体上，预计菜粕四季度或跟随豆粕小幅反弹。豆菜粕价差【500-800】区间运行。

风险提示：中加贸易恢复正常，加菜籽减产等。

三、总结与策略推荐

观点：基于上文的分析，考虑到美农惜售升贴水偏强、南美天气炒作、国内榨利修复、中加关系等因素，预计四季度豆粕菜粕盘面仍震荡偏强运行。但考虑需求增幅有限，对反弹高度谨慎看待。从季节性看，蛋白粕基差将逐步上涨，10月达峰，11、12月环比下降。

美豆：长期视角下，年度转宽松的预期奠定了美豆偏弱运行，而新作成本同比下降，也将为价格下跌打开空间。中期价格不乏反弹，关注中国榨利和买船进度，南美干旱情况。预计美豆【950-1100】美分/蒲运行。

风险提示：下行风险：南美天气正常；上行风险：北美豆单产大幅下调。

连粕：当前榨利亏损限制油厂买船进度，四季度供应可能不足。榨利仍有待进一步修复，豆粕或反弹。驱动因素可能来自美农惜售，南美天气，国内下游补库等。参考美豆【950-1100】美分/蒲，连豆油【7500-8100】元/吨，连粕预计【3000-3400】元/吨。

对于基差，预计四季度或冲高回落。10-12月基差分别为109元/吨，89元/吨，58元/吨。10月基差达峰后，11、12月环比走低。

风险提示：养殖需求超预期增长，中美贸易关系，南美天气正常。

菜粕：菜粕季节性降库，为四季度基差回升和价格反弹提供基础。同时关注中加贸易关系变化对市场的影响。考虑全球、中国、欧盟菜籽偏紧，加菜籽库存压力或不可以持续。总体上，预计菜粕四季度或跟随豆粕小幅反弹。豆菜粕价差【500-800】区间运行。

风险提示：中加贸易恢复正常，加菜籽减产等。

策略：

单边：下跌大周期中的反弹。单边右侧跟盘轻仓做多。做好止损。参考建仓区间美豆 950-1000，连粕 3000-3100，菜粕 2400-2500。

风险：南美天气正常。

套利：豆菜粕价差跟随事件①中加关系缓和、南美炒作天气、中美关系恶化等选择性做多②中加关系恶化，南美天气正常、中美关系正常等选择性做空。

风险：宏观冲击。

套保：预计榨利修复，油厂积极卖出保值。下游可先低位采购基差，逢低点价，逢高套保。或低位卖出看跌期权，降低采购成本。

风险：下游需求超预期。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）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。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，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给予阁下的任何私人咨询建议。

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>