



2024 年 8 月 19 日

越南篇：原料来源、加工出口及未来趋势

——东南亚产区系列报告（二）

高琳琳

投资咨询从业资格号：Z0002332

gaolinlin@gtjas.com

报告导读：

从上游结构看，据 Qinrex 越南 2023 年橡胶产量 129.3 万吨，越南货物进出口数据库数据显示 2023 年天然橡胶及混合橡胶进口 129.8 万吨，国产和进口橡胶数量近乎持平。越南国内产量方面，虽然变动方向不太明确，但增量空间有限。根据越南相关政策规划中的种植面积和单产测算，到 2030 年总产能在 144-170 万吨左右，而 2023 年的总产能约为 162 万吨，叠加近年割胶率似乎达到瓶颈，所以我们认为产量未来增量有限。越南橡胶进口以柬埔寨为主，虽然 2021 年起越南进口数据出现了异常的大幅增长，但我们认为这一数据可能存在一定的失真，也可能只是暂时性的，随着柬埔寨橡胶产量的增长达到瓶颈，将从根本上限制越南进口的增长。

从下游结构看，越南橡胶大多数以直接出口为主，少量橡胶用于国内橡胶制品的加工，而且橡胶制品中的很大一部分也用于出口，国内橡胶终端消费的占比实际很低，对出口，尤其是对中国市场的依赖程度较高。随着近年越南积极地进行绿色转型，已经有很大一部分橡胶满足可持续森林认证，甚至远超其目前对欧盟的出口量，所以我们认为越南有望拓宽出口市场，减少对中国市场的依赖。国内橡胶制品的加工方面，由于国际轮胎厂的投产，持续增长的轮胎产量预计将持续支撑其国内橡胶消费。

综上所述，越南橡胶产量和进口的增长空间有限，出口方面中国作为存量市场，橡胶消费量的增加将继续带动越南橡胶出口，而绿色化转型有望让欧盟成为新的增量市场，国内需求也因为轮胎产量的带动而增加，整体呈现供不应求的趋势，长期来看将支撑胶价重心上移，短期来看，近期越南橡胶出口减少导致越南橡胶相对部分其他胶种上涨较多，可关注价差交易的机会。

风险提示：越南橡胶进口数据失真，EUDR 实施遇阻，宏观经济波动，地缘政治风险等

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 越南主要产区产能产量分布 | 3 |
| 1.1 当地主要产区原料产出情况 | 3 |
| 1.2 周边地区原料补给供应说明 | 5 |
| 2. 越南橡胶加工及出口趋势 | 7 |
| 2.1 越南主要加工橡胶类型及下游 | 7 |
| 2.2 越南橡胶主要出口目的地及趋势 | 9 |
| 2.3 越南 3L 和越南 10 号与主流橡胶价差 | 11 |
| 3. 越南橡胶产能未来趋势、挑战和机遇 | 13 |

(正文)

1. 越南主要产区产能产量分布

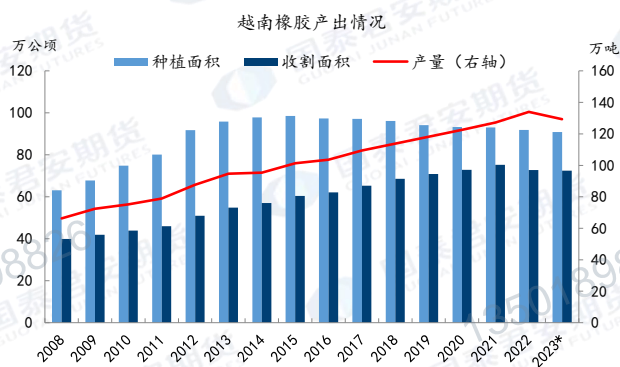
1.1 当地主要产区原料产出情况

根据政府规划，越南橡胶种植面积将继续下降。自 2012 年以来，全球橡胶价格大幅下跌，而橡胶产量由于橡胶生产面积的扩大仍在持续增加，进一步加剧了价格下跌。面对连年下降的天然橡胶价格，2016 年起，越南政府政策重心转为控制橡胶种植面积扩张，并限制天然林地向橡胶种植园用地转化。2019-2020 年期间，由于橡胶种植用地面积大、土地清理补偿快、找平成本低，方便改造，也出现了一波橡胶林向工业园区基础设施转型的浪潮。同时，部分地区也出现了改种其他经济价值更高的作物的行为。综合影响下，橡胶种植面积不断下降。根据 2024 年 1 月 26 日越南农业与农村发展部批准的《关于到 2030 年越南重点经济作物发展提案》(第 431/QD-BNN-TT 号)，到 2030 年越南橡胶种植面积争取减少到 80-85 万公顷(2023 年种植面积的初步值约为 91 万公顷)，所以预计未来越南种植面积会继续下降。

越南橡胶单产在东南亚主产国里长年位居前列，并且预计继续维持高位。根据越南 2023 年批准的《到 2030 年农作物种植发展战略及到 2050 年愿景》(第 1748/QD-TT 号)，越南计划将生产力和效率较差的橡胶地区改种其他更有效的作物，并发展集约化农业，将橡胶产量提高到每公顷 1.8-2 吨(2023 年初步值为 1.78 吨/公顷)。

产量增长空间有限。根据上述两份政策文件计算，我们预计到 2030 年越南橡胶总产能在 144-170 万吨左右。而 2023 年的总产能约为 162.0 万吨(种植面积与单产相乘得到)，恰好处于上述区间之内，产能变动方向不太明确，但也很难大量增加。与此同时，越南橡胶收割面积/种植面积计算得到的割胶率 2020 年起也在 80%左右徘徊，似乎达到了瓶颈。所以我们认为越南橡胶未来产量增长潜力有限。

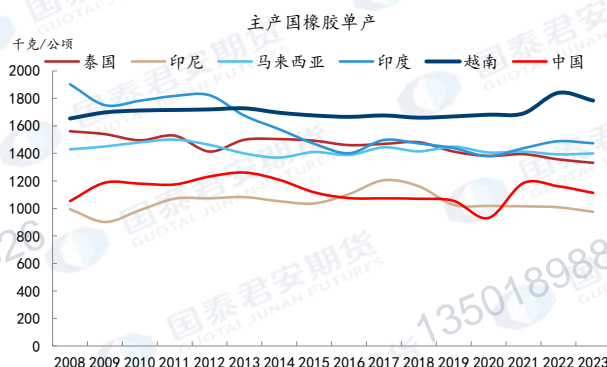
图 1：越南橡胶种植面积 2015 达峰后逐渐下滑



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

注：2023 年的种植面积和收割面积为初步值

图 2：越南橡胶单产维持高位



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

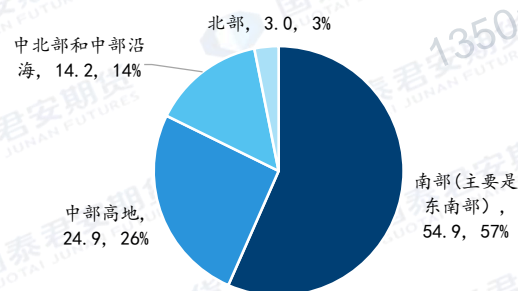
注：2023 年为初步值

越南橡胶主要集中在东南部和中部沿海地区，预计未来区域分布结构变化不大。根据越南橡胶协会、Forest Trends、越南木材和林产品协会于 2018 年发布的报告《Vietnam Rubber Industry: Current status and sustainable development solutions》，2017 年东南部橡胶种植面积约为 54.9 万公顷，中部高地约为 24.9 万公顷。而根据《关于到 2030 年越南重点经济作物发展提案》，到 2030 年，东南地

区橡胶种植面积约 48-50 万公顷，中部高地地区约 18-20 万公顷，其余 14-15 万公顷种植在中南部、中北部和西北沿海地区的多个省份。从区域分布结构上来看预计变化不大，到 2030 年，东南部占比仍维持在 50% 以上，中部高地仍维持在 20% 以上，与 2017 年的分布结构近似。

图 3：越南橡胶主要集中在东南部和中部高地

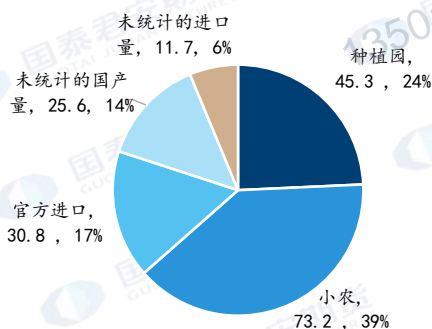
2017 年越南橡胶种植面积分布（单位：万公顷）



资料来源：《Vietnam Rubber Industry: Current status and sustainable development solutions》，国泰君安期货研究

图 4：越南橡胶原料主要由小农供应

2019 年越南橡胶原料供应情况（单位：万吨）

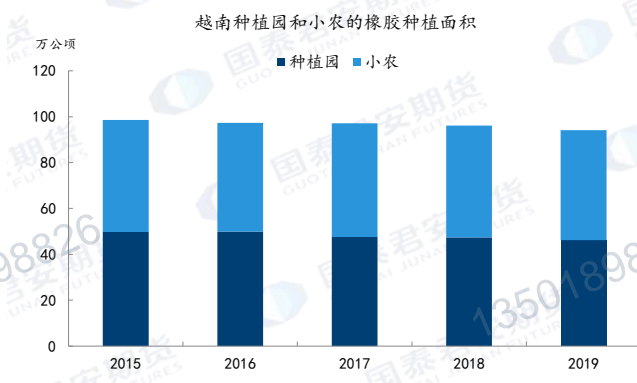


资料来源：《Supply Chain of Vietnam's Rubber Industry: Some key features and roles of rubber smallholders》，国泰君安期货研究

虽然种植面积相似，但小农橡胶单产更高，所以小农橡胶供应量明显高于种植园。根据越南橡胶协会、Forest Trends、越南橡胶研究所于 2021 年发布的报告《Supply Chain of Vietnam's Rubber Industry: Some key features and roles of rubber smallholders》，2019 年，越南约有 265,000 个橡胶种植户，种植面积为 479,600 公顷，相当于全国橡胶种植总面积的 51%，其余 49% 是橡胶园，主要属于国有橡胶企业、少数私营和外国直接投资企业。虽然种植面积相似，但小农产出的橡胶数量远超种植园，这是由于种植园的橡胶树种植较早，树龄偏大产能下滑，所以单产自 2017 年起种植园橡胶单产被小农超越。

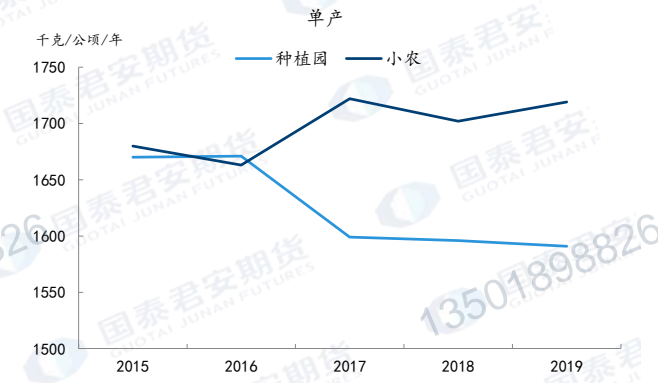
产量及进口的官方数据可能存在较大遗漏。《Supply Chain of Vietnam's Rubber Industry: Some key features and roles of rubber smallholders》报告称，根据一些专家的分析 and 意见进行估算，有超过 373,000 吨尚未正式记录，其中包括近 256,000 吨的国内产量（占已统计产量的 21.6%），被认为主要来自小农户，以及另外约 117,000 吨的非官方进口量（占官方进口量的 38.0%），被认为主要来自柬埔寨。对于小农橡胶的统计遗漏，我们认为小农户较为分散不便统计导致的。而进口量的统计遗漏，我们认为大规模走私引起的。

图 5：2019 年种植园和小农种植面积各占 50%左右



资料来源:《Supply Chain of Vietnam's Rubber Industry: Some key features and roles of rubber smallholders》, 国泰君安期货研究

图 6：2017 年起小农橡胶单产超过种植园



资料来源:《Supply Chain of Vietnam's Rubber Industry: Some key features and roles of rubber smallholders》, 国泰君安期货研究

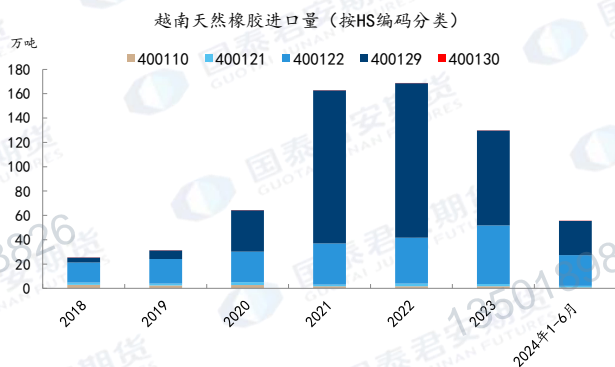
1.2 周边地区原料补给供应说明

越南主要从柬埔寨和老挝进口天然橡胶，且主要以标胶和其他形状天然橡胶为主。据 Qinrex 数据，2023 年越南从柬埔寨进口天然橡胶 95.4 万吨，占比 73.5%；从老挝进口天然橡胶 14.5 万吨，占比 11.2%。从进口类型上看，越南进口橡胶主要以标胶（HS: 400122）和其他形状天然橡胶（HS: 400129）为主，2023 年越南进口标胶 48.2 万吨，占比 37.2%；进口其他形状天然橡胶 78.0 万吨，占比 60.1%。

自柬埔寨进口量异常增加。据越南货物进出口数据库数据，2021 年越南天然橡胶进口量 162.8 万吨，同比增加 153%，增量主要来自柬埔寨，自柬埔寨总进口量 140.4 万吨，而据 Qinrex，柬埔寨 2021 年产量只有 36.8 万吨，远低于 140 万吨，且柬埔寨自身橡胶进口较少。越南进口的橡胶从何而来是个问题，巨大进口增量的去向也不得而知，同年越南橡胶和橡胶制品的出口量都没有出现如此明显的增速（橡胶出口同比约+11.8%，橡胶制品同比约+14.9%），对于国内橡胶消费量较少的越南，我们认为其也很难消化如此巨大的进口增量。除此之外，对比柬埔寨和越南双方统计的数据，可以发现对于 2020-2023 年期间柬埔寨流向越南的橡胶数量，双方报告的数据存在明显偏差，且 2023 年的同比变化方向也相反。而同期老挝与越南双方的进出口数据则不存在显著差异。是柬埔寨于 2020 年 4 月下调了橡胶出口关税所致，还是公共卫生事件中医用手套需求激增导致越南橡胶短缺，或是公共卫生事件影响下边境管制收紧导致原本的非官方渠道进口转为了官方进口，抑或是海运运力短缺使得柬埔寨向邻国越南出口增多，又或是走私贸易商囤积的大量货物通过海关进入越南，众说纷纭，目前我们尚未找到权威的解析，官方进口数据能多大程度上衡量越南的真实进口量，我们也比较怀疑，所以我们建议对于越南的橡胶进口数据及基于此的分析判断保持谨慎。越南官方的进口数据能多大程度上衡量越南的真实进口量，我们也比较怀疑，所以我们建议对越南的橡胶进口数据及基于此的分析判断保持谨慎。

越南柬埔寨边境橡胶走私泛滥。据外媒《The Phnom Penh Post》2018 年报道，越南柬埔寨边境存在普遍的橡胶走私现象，柬埔寨农业部橡胶司司长波尔索帕甚至表示，整个行业因大规模走私活动而陷入瘫痪（crippled）。据外媒《NIKKEI Asia》2021 年报道，柬埔寨农业研究员迪帕特表示，柬埔寨生产的橡胶大部分以未经加工的凝固胶的形式通过非正式渠道运往越南，这种贸易在 2012 年橡胶价格暴跌后有所增加，因为这种贸易是通过中间商进行的，中间商为原材料提供略高的价格。

图 7：越南进口以标胶和其他形状天然橡胶为主

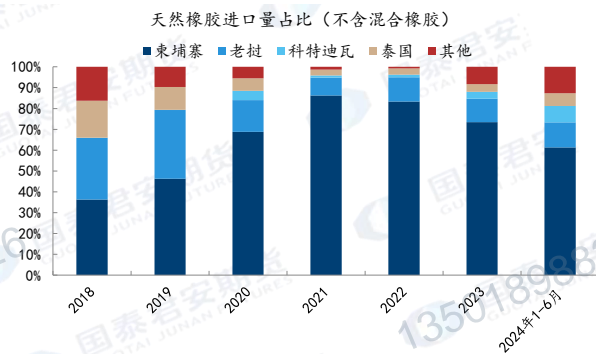


资料来源：越南货物进出口数据库，Qinrex，国泰君安期货研究

注：2018 年-2022 年的数据来自越南货物进出口数据库，2023 及 2024 年的数据来自 Qinrex。图 8 同。

由于越南混合橡胶进口数据个别年份存在缺失，且数量较少（占天然橡胶进口量 1%左右），故没有统计混合橡胶进口量。图 8 同。

图 8：越南橡胶主要从柬埔寨和老挝进口



资料来源：越南货物进出口数据库，Qinrex，国泰君安期货研究

图 9：2021 年起越、柬两国统计数据出现显著差异



资料来源：东盟统计局，国泰君安期货研究

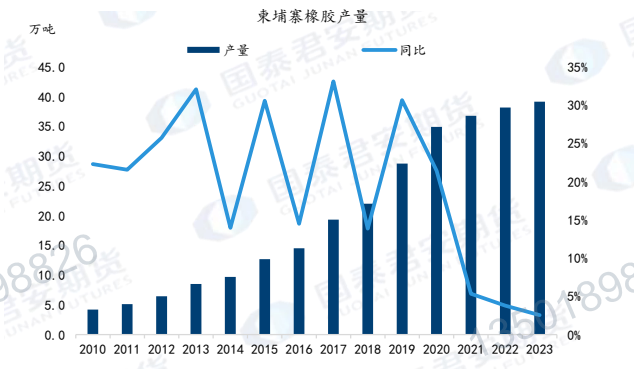
图 10：越南、老挝两国统计数据多数年份较为一致



资料来源：东盟统计局，国泰君安期货研究

越南进口的上限由柬埔寨产量决定，进口增长空间有限。越南主要从柬埔寨进口橡胶，虽然越南、柬埔寨边境贸易复杂，数据统计可能存在失真，但从根本上我们认为柬埔寨产量的增长空间决定了越南实际进口量的增长空间。2021-2023 年柬埔寨橡胶产量增速大幅下降，从 2020 年的 21%降为 2023 年的 3%，与此同时，2021 年起割胶率的增速也同步放缓。我们认为柬埔寨产量增速的下滑是由于割胶率渐渐达到瓶颈，这也预示着柬埔寨的产量增长空间有限，从根本上限制了越南进口的增量空间。

图 11：柬埔寨橡胶产量增速下降



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

图 12：柬埔寨割胶率似乎达到瓶颈



资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

注：2023 年数据为初步值

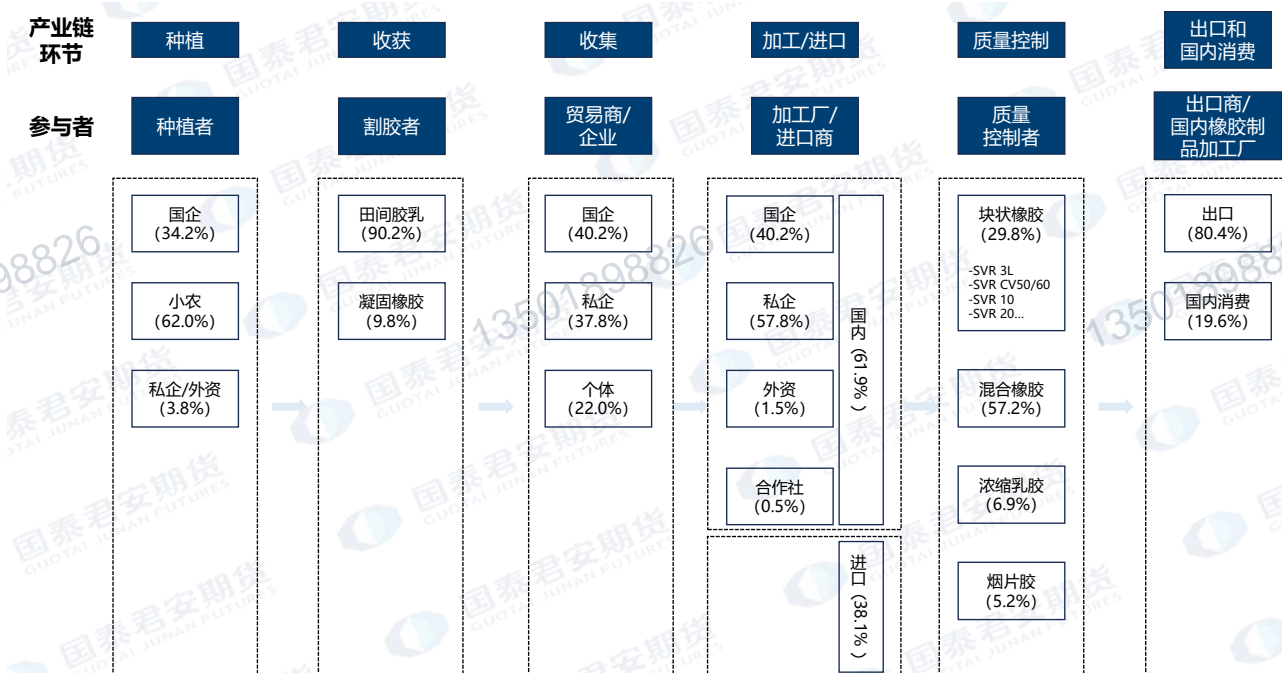
2. 越南橡胶加工及出口趋势

2.1 越南主要加工橡胶类型及下游

越南主要加工的橡胶类型为混合橡胶、块状橡胶、浓乳和烟片胶。据报告《Vietnam Rubber Industry: Current status and sustainable development solutions》，越南橡胶原料产出以胶乳为主，2017 年胶乳占比 90.2%，凝固橡胶占比 9.8%。初级橡胶产品主要是混合橡胶，占比 57.2%，其次是块状橡胶、浓缩乳胶和烟片胶，占比分别为 29.8%、6.9%和 5.2%。细分品种来看，据越南工贸部数据，2023 年主要出口橡胶为混合橡胶（占比 68%）、胶乳（占比 12%）、SVR 10L（占比 6%）、SVR 3L（占比 5%）等。

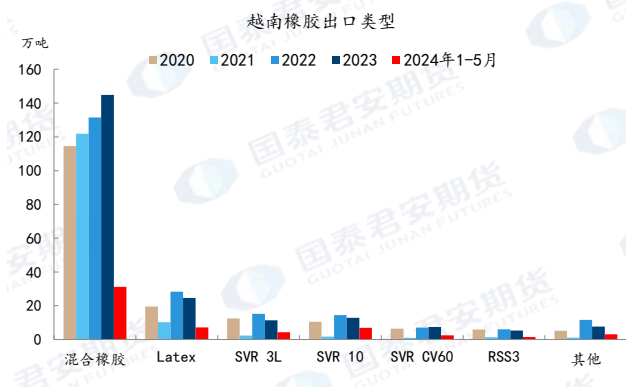
越南橡胶终端消费过度依赖出口。越南橡胶产业链的下游以橡胶直接出口为主（占比超过 80%），少量橡胶用于国内橡胶制品的加工（占比不到 20%）。由于产量数据有限，我们从出口数据分析越南橡胶制品的加工情况及比例，越南橡胶制品主要为轮胎（出口金额占比约 69%）。越南的原材料成本优势以及关税优势等吸引国际、中国轮胎企业将轮胎产能投放到越南，使得越南轮胎产量 2015-2023 年产量持续增长，2020 年之后产量增速恢复较快，预计将持续支撑橡胶内需消费。其他下游橡胶制品还包括手套、鞋、管等。据报告《Supply Chain of Vietnam's Rubber Industry: Some key features and roles of rubber smallholders》测算，2019 年越南国内橡胶消费量约 25.7 万吨，其中 91%都用于制造出口的橡胶制品，可见越南大多数橡胶都以直接或间接的方式出口，国内消费占比很小，对出口依赖比较严重。

图 13：2017 年越南天然橡胶加工产业链



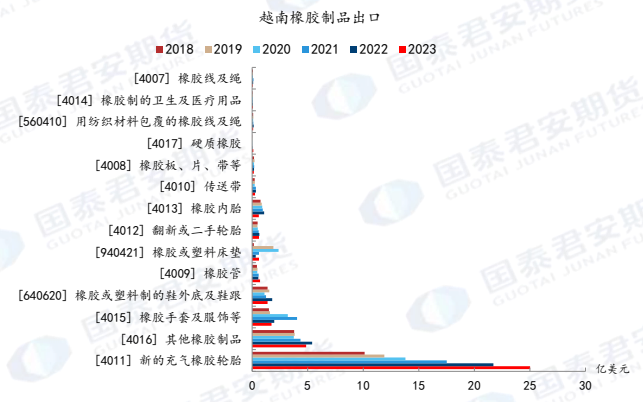
资料来源：《Vietnam Rubber Industry: Current status and sustainable development solutions》，国泰君安期货研究

图 14：越南橡胶出口以混合橡胶为主



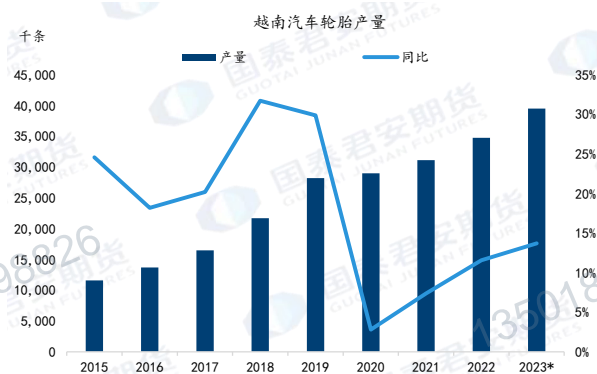
资料来源：越南工贸部，国泰君安期货研究

图 15：越南橡胶制品出口以轮胎为主



资料来源：东盟统计局，国泰君安期货研究

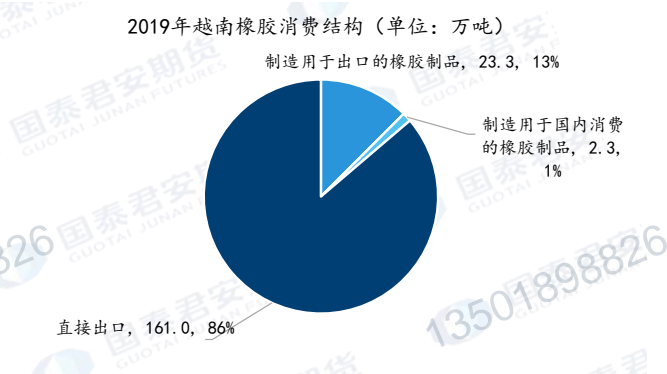
图 16: 2015-2023 年轮胎产量持续增长



资料来源: 越南统计局, 国泰君安期货研究

注: 2023 年为初步值

图 17: 越南橡胶终端消费过度依赖出口



资料来源: 《Supply Chain of Vietnam's Rubber Industry:

Some key features and roles of rubber smallholders》，国泰君安期货研究

2.2 越南橡胶主要出口目的地及趋势

中国是越南最重要的橡胶出口市场，长年占越南橡胶出口量的 70% 左右。2022 年越南天然橡胶及混合橡胶出口前十大目的地为中国、印度、韩国、土耳其、美国、俄罗斯、中国台湾、德国、印尼和巴西，其中，2022 年越南对中国出口橡胶 159.2 万吨，占其总出口量的 76.3%。

从近年趋势来看，对中国和俄罗斯出口增长较快。2018-2022 年，越南对中国出口量从 102.80 万吨增长至 159.25 万吨，CAGR 为 12%，保持稳定增长。这一增长主要由中国橡胶进口总量的提升所驱动，而越南在中国橡胶进口市场中的占比变化不大，在 24% 左右波动。2018-2022 年，越南天然橡胶及混合橡胶对俄罗斯出口量从 0.89 万吨增长至 3.23 万吨，其中 2021 年同比增速 209.5%，2022 年同比增速 72.6%。2021 年的高增速同样主要因俄罗斯橡胶总进口量增长导致，同时越南也抢占了一部分泰国的份额，但由于 2022 年俄乌冲突后，俄罗斯统计局不再直接公布的进出口数据，难以观察这一趋势能否持续。

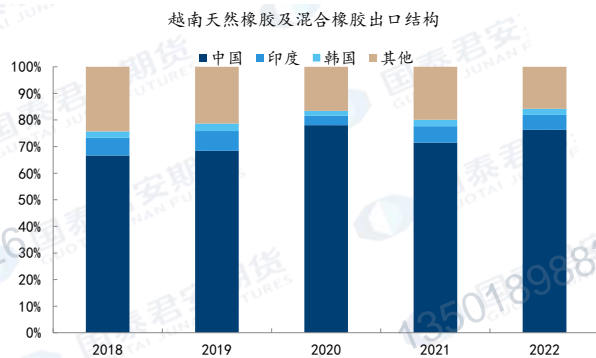
符合可持续森林认证的橡胶较多，预计发往欧盟数量增加。据 Qinrex 消息，截至 2023 年第三季度末，越南橡胶工业集团已有 18 个成员公司按照 VFCS/PEFC 标准获得可持续森林管理认证，橡胶面积超过 11.3 公顷，占 2023 年种植面积的 13.0% 左右，同比例换算到产量则对应 16.8 万吨左右。根据《关于到 2030 年越南重点经济作物发展提案》，到 2030 年，全国橡胶面积约为 80-85 万公顷，其中可持续森林认证的橡胶面积约 25-30 万公顷，占比约 1/3，我们按 2022 年橡胶总产量 133.8 万吨计算，将有约 44.6 万吨橡胶符合可持续森林认证。相比之下，2022 年越南出口到欧盟 27 国的天然橡胶及混合橡胶只有 5 万吨左右，远低于其可持续橡胶供应量，所以即使考虑到不是所有满足 VFCS/PEFC 等可持续标准的橡胶都能满足 EUDR，我们依然认为 EUDR 实施后越南出口欧盟橡胶数量增加。

图 18: 越南橡胶出口以中国、印度、韩国为主



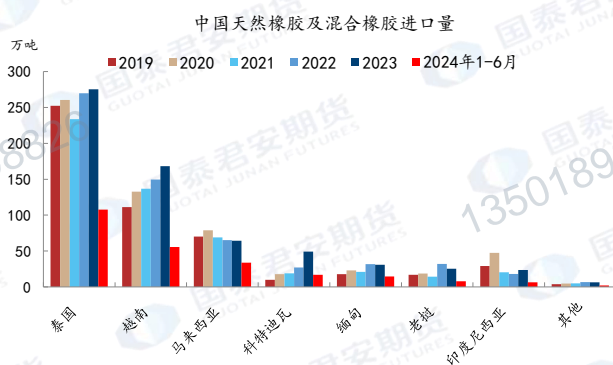
资料来源：越南货物进出口数据库，国泰君安期货研究

图 19: 越南约 70% 的橡胶出口到中国



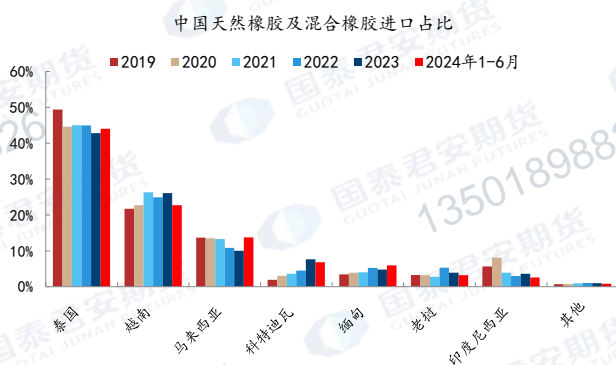
资料来源：越南货物进出口数据库，国泰君安期货研究

图 20: 2019-2023 中国天然橡胶及混合橡胶进口量 CAGR 为+5.9%



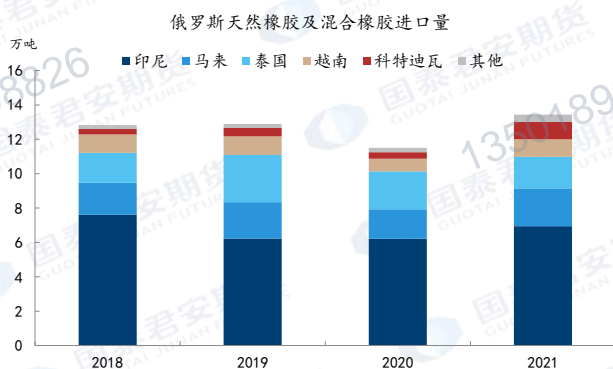
资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 21: 越南占中国橡胶进口量的 20% 左右



资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 22: 2021 年俄罗斯橡胶进口量同比+17%



资料来源：Un Comtrade，国泰君安期货研究

图 23: 越南占俄罗斯橡胶进口量的 8% 左右



资料来源：Un Comtrade，国泰君安期货研究

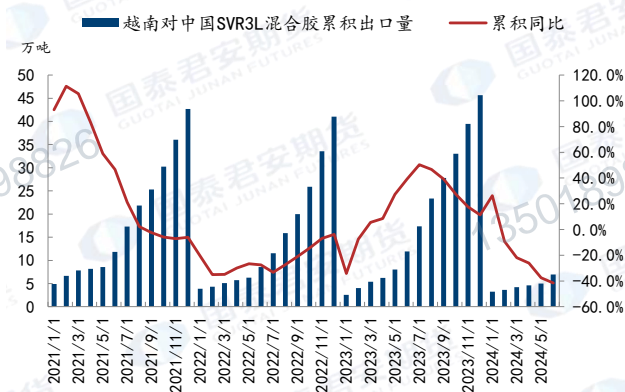
2.3 越南 3L 和越南 10 号与主流橡胶价差

SVR3L 杂质较 SVR10、20 号低得多，主要用于鞋底、轮胎、输送带、V 带、胶辊及密封产品等等，用途非常广泛。与国内 SCRWF 存在替换关系，杂质较国内 SCRWF 略少。

SVR10 具有较高的弹性、耐磨性和耐寒性，适用于制作轮胎、鞋子等产品。与国内 SCR10 存在替换，杂质、灰分较国内 SCR10 少。

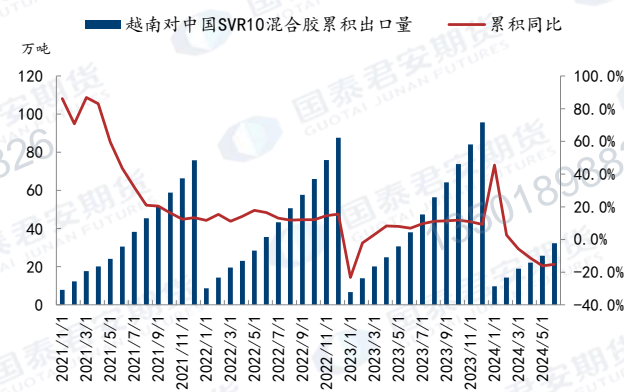
越南 3L 和越南 10 号胶自 2024 年 6 月左右，与全乳、RU、SCR10 等国内胶种的价差都突破了近两年的高位，而与泰混价差变化不明显。这主要是供给减少所致，越南受干旱影响开割推迟，原料价格高，而越南出口供应商前期部分预售价格偏低，销售利润亏损，合同执行积极性不足，交货船期推迟。据 Qinrex，2024 年 1-6 月越南对中国出口 SVR3L 混合橡胶 6.97 万吨，同比-41.6%，中国出口 SVR10 混合橡胶 32.29 万吨，同比-15.2%。

图 24：2024 年 1-6 月越南对中国出口 SVR3L 混合橡胶 6.97 万吨，同比-41.6%



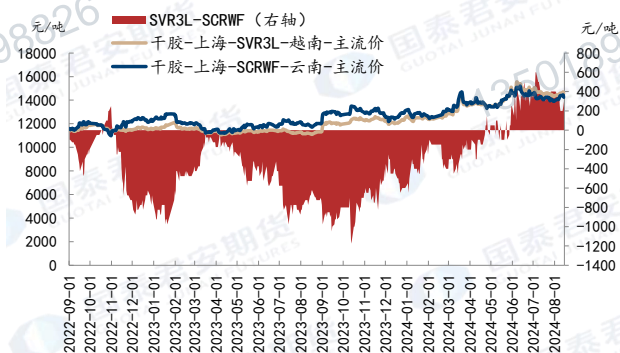
资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

图 25：2024 年 1-6 月越南对中国出口 SVR10 混合橡胶 32.29 万吨，同比-15.2%



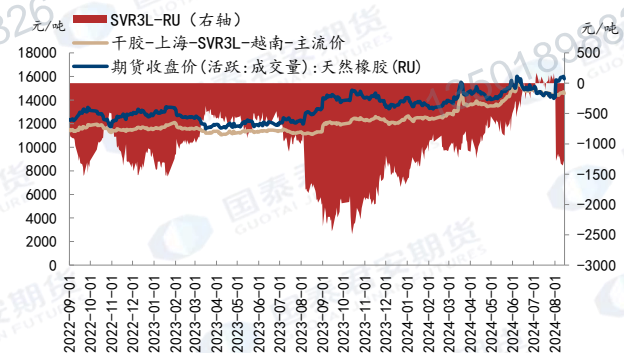
资料来源：Qinrex，国泰君安期货研究

图 26：截至 2024 年 08 月 14 日，SVR3L-SCRWF 价差为 300 元/吨



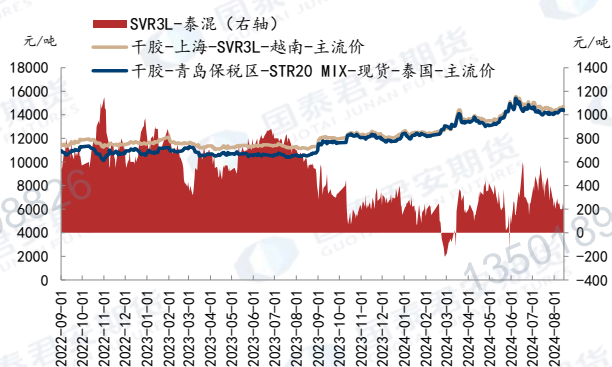
资料来源：隆众资讯，国泰君安期货研究

图 27：截至 2024 年 08 月 14 日，SVR3L-RU 价差为-1255 元/吨



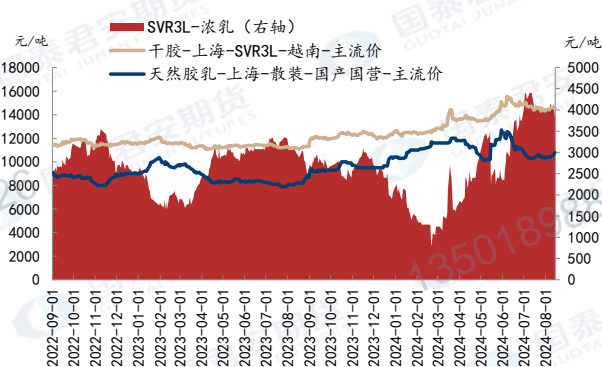
资料来源：隆众资讯，同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

图 28: 截至 2024 年 08 月 14 日, SVR3L-泰混价差为 200 元/吨



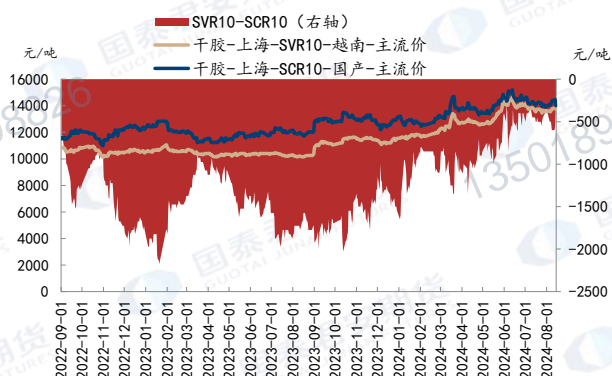
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

图 29: 截至 2024 年 08 月 14 日, SVR3L-浓乳价差为 3750 元/吨



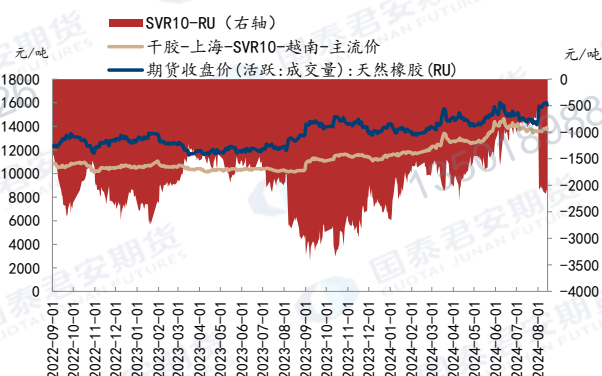
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

图 30: 截至 2024 年 08 月 14 日, SVR10-SCR10 价差为 -250 元/吨



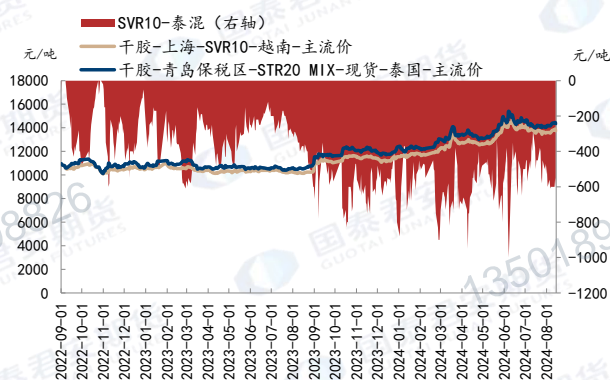
资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

图 31: 截至 2024 年 08 月 14 日, SVR10-RU 价差为 -2055 元/吨



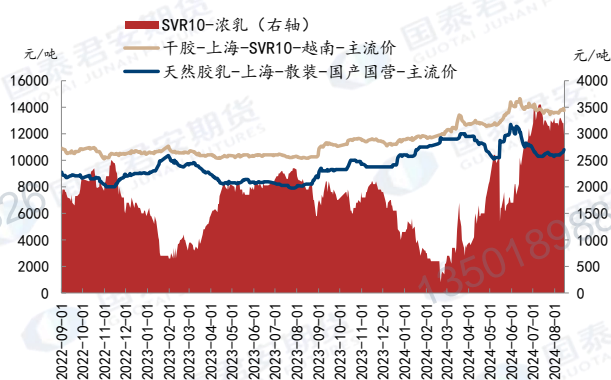
资料来源: 隆众资讯, 同花顺 iFind, 国泰君安期货研究

图 32: 截至 2024 年 08 月 14 日, SVR10-泰混价差为 -600 元/吨



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

图 33: 截至 2024 年 08 月 14 日, SVR10-浓乳价差为 2950 元/吨



资料来源: 隆众资讯, 国泰君安期货研究

3. 越南橡胶产需未来趋势、挑战和机遇

未来趋势: 产量和进口增量空间有限, 内需有望在轮胎产量带动下增长, 出口则依赖于中国天胶消费市场的增长。根据相关政策文件测算, 到 2030 年越南橡胶则总产能在 144-170 万吨左右, 而 2023 年为 162 万吨, 恰好处于上述区间之内, 叠加割胶率似乎到达瓶颈, 产量增加空间有限。进口方面, 虽然 2021 年后官方进口数据出现异常的大幅增加, 但这可能是数据失真所致, 且不太可能持续大幅增长, 随着柬埔寨橡胶产量的增长达到瓶颈, 将从根本上限制越南进口的增长。内需方面, 橡胶下游消费以轮胎为主。越南的原材料成本优势以及关税优势等吸引国际、中国轮胎企业将轮胎产能投放到越南, 使得越南轮胎产量 2015-2023 年产量持续增长, 预计将持续支撑橡胶内需消费。出口则主要取决于中国市场, 在国内橡胶消费量持续增加的预期下, 也将利好越南橡胶出口。整体来看, 越南橡胶呈现供不应求的趋势。

挑战: 对中国市场依赖较大, 与其他橡胶主产国竞争激烈等问题。一方面, 越南天然橡胶的数量和品种结构仍比较依赖中国市场。正如前文分析, 中国是越南最主要的橡胶出口市场, 越南最主要的橡胶出口品种混合橡胶也是为中国“定制”(中国进口混合橡胶比标胶关税更低), 而越南占中国进口市场的比例仍不够高, 因此议价权较低。另一方面, 越南国产橡胶原料面临的竞争激烈。越南自泰国、马来西亚、印度尼西亚等东盟国家进口的天然橡胶原料可享受 0% 的税率, 这将鼓励企业优先选择来自这些国家的进口原料, 质量有保证且种类多样, 与越南国产橡胶原料产生竞争压力。除此之外, 据越南橡胶协会秘书长傅黄安介绍, 越南在贸易方面仍然缺乏技术壁垒, 以防止劣质商品从其他国家进口, 减少对消费者造成的损害; 橡胶工业还面临着橡胶制品加工行业高素质、有经验的人力资源短缺的问题。

机遇: 绿色转型有望帮助越南橡胶拓展出口市场。正如 2.2 节中分析的, 即使考虑到满足 EUDR 等欧盟标准的橡胶可能只是符合可持续森林认证的橡胶的一小部分, 但越南目前和未来符合可持续森林认证的橡胶供应量远超其目前出口欧盟的橡胶数量, 所以我们依然认为其会将更多橡胶出口至欧盟国家, 拓宽出口市场, 从而减少对中国市场的依赖。

风险提示: 越南橡胶进口数据失真, EUDR 实施遇阻, 宏观经济波动, 地缘政治风险等

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

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或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。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国君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，未经国君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。