



2024 年 11 月 16 日

原木期货上市首日策略

高琳琳

投资咨询从业资格号: Z0002332 gaolinlin@gtjas.com

金启恒(联系人) 从业资格号: F03119420 jinqiheng028808@gtjas.com

报告导读:

原木期货将自 2024 年 11 月 18 日(周一)起上市交易。首批上市交易的原木期货合约 LG2507、LG2509、LG2511。我们认为,其中 LG2507 合约是交投最为活跃的合约,将会成为主力合约。根据大连商品交易所公告, LG2507、LG2509、LG2511 合约的挂牌基准价为 810 元/立方米。

通过对原木期货交割质量标准、交割地区升贴水等规则的梳理,我们整理出低于挂牌价 810 元/立方米的规格材种有 3.9 米 30+辐射松、3.9 米 20+辐射松、5.9 米 30+辐射松、5.9 米 20+辐射松。其中目前最便宜的主流可交割品为江苏市场的 5.9 米 30+辐射松,交割成本约为 795 元/立方米。从非主流市场及交割品种来看,潜在更低价格交割品主要为国产材及 K 材。通过调研,国产 3.9 米 20+马尾松交割成本按目前贸易商报价约为 750-830 元/立方米,但这部分体量小且价格代表性较弱,3.9 米 30+辐射松 K 材计入分拣费用后,最低或可以达到 750 元/立方米的交割成本。

从供需配比来看,今年下半年起针叶原木进口量整体提升,9、10 月新西兰港口发运量也处在较高水平,以船期及季节性因素推测,未来供应或偏宽松;需求方面,随着目前逐步进入旺季的尾声,10 月下旬后原木港口出货量下降,主港库存速度明显放缓,出现向被动补库周期切换的迹象。预计未来一段时间,原木达到供需平衡仍主要由现实的需求端向供应端进行传导,当下原木供需格局偏弱。

根据以上分析,我们认为原木挂牌基准价 810 元/方略偏高,在无强宏观政策的预期下,我们建议初期仍以做空的思路对待,但向下空间或有限。如果开盘后,市场情绪低迷,价格迅速下跌至 785 元/方附近(2023 年 7 月中位数),我们建议暂时不追空。如果价格下跌至 750 元/方(潜在最低价交割品 4 米中 A 辐射松 K 材+分拣费用 10 元/方),可以转多等待需求预期修复,同时年底是宏观政策密集出台期,特别关注 12 月中的中央经济工作会议及明年两会,寻求增量政策刺激下成本端对估值的提振机会。月差策略上,推荐 7-9 逢高反套。7 月为传统木材加工产业淡季,9 月开始逐渐进入旺季,港口日均出货量整体抬升,现货价格抬升,7-9 合约更容易表现出远月升水结构。根据整理近几年的现货价格,7-9 月差预计从平水走弱至(-30,-50)区间。

目录

1. 原木期货合约关键要素解析.....	3
1.1 大商所原木合约细则.....	3
1.2 原木期货交割等级升贴水.....	3
1.3 原木期货交割树种及升贴水.....	5
1.4 原木期货交割区域及升贴水.....	6
2. 原木期货估值.....	8
2.1 原木期货最便宜可交割品.....	8
3. 原木供需趋势.....	9
4. 原木期货投资展望.....	10
4.1 原木期货上市首日单边策略.....	10
4.2 原木期货上市首日跨期策略.....	11

(正文)

1. 原木期货合约关键要素解析

1.1 大商所原木合约细则

原木期货将自 2024 年 11 月 18 日（周一）起上市交易。首批上市交易的原木期货合约为 LG2507、LG2509、LG2511。我们认为，其中 LG2507 合约是交投最为活跃的合约，将会成为主力合约。根据大连商品交易所公告，LG2507、LG2509、LG2511 合约的挂牌基准价为 810 元/立方米。此外，上市初期原木期货合约交易保证金标准为 8%，涨跌停板幅度为±6%；原木期货合约上市当日涨跌停板幅度为合约挂牌基准价的±12%。

表 1：大连商品交易所原木期货合约

交易品种	原木
交易单位	90 立方米 / 手
报价单位	元（人民币）/立方米
最小变动价位	0.5 元 / 立方米
涨跌停板幅度	上一交易日结算价±6%
合约月份	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	上午 9:00-11:30，下午 13:30-15:00，以及交易所规定的其他交易时间
最后交易日	合约月份倒数第 4 个交易日
交割日期	最后交易日后的第 3 个交易日
交割品级	大连商品交易所原木交割质量标准（F/DCE LG001-2024）
交割地点	大连商品交易所原木指定交割仓库、指定车板交割场所
最低交易保证金	合约价值的 8%
交割方式	实物交割
交易代码	LG
上市交易所	大连商品交易所

资料来源：大连商品交易所，国泰君安期货研究

1.2 原木期货交割等级升贴水

大商所原木期货合约基准交割品为检尺径 30+，材长 3.9 米的辐射松，即规格指标需符合 $3.85\text{m} \leq \text{材长} < 5.85\text{m}$ ，在一个检验批次内， $36\text{cm} \leq \text{平均检尺径} < 46\text{cm}$ ，且单根检尺径 $\geq 28\text{cm}$ ，无明显外观缺陷，具体标准品质量要求如下表：

表 2：大商所原木期货标准品质量要求

项目	允许范围
树种	辐射松
材长	$3.85\text{m} \leq \text{材长} < 5.8\text{m}$
检尺径	在一个检验批次内， $36\text{cm} \leq \text{平均检尺径} < 46\text{cm}$ ，单根检尺径 $\geq 28\text{cm}$
外观缺陷	节子 每个节子直径与该根原木检尺径的百分比 $\leq 50\%$

	边材腐朽	边腐径向深度 $\leq 3\text{cm}$
	心材腐朽	心腐直径 $\leq 3\text{cm}$
	纵裂	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的, 深度向中心延长 $\leq 3\text{cm}$
	环裂	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的, 沿原木材长延伸 $\leq 3\text{cm}$

资料来源: 大连商品交易所, 国泰君安期货研究

在规格指标上, 原木期货设立三项材长范围 (3.9 米、5.9 米、11.8 米) 及三项检尺径范围 (20+, 30+, 40+)。升贴水设置上均参考历史现货价格差值, 具体升贴水设置见下表:

表 3: 交割替代品各规格升贴水

项目	允许范围	升贴水
材长	$5.8\text{m} \leq \text{材长} < 11.7\text{m}$	+50 (元/ m^3)
	材长 $\geq 11.7\text{m}$	+150 (元/ m^3)
检尺径	在一个检验批次内, $26\text{cm} \leq \text{平均检尺径} < 36\text{cm}$, 单根检尺径 $\geq 18\text{cm}$	-50 (元/ m^3)
	在一个检验批次内, 平均检尺径 $\geq 46\text{cm}$, 单根检尺径 $\geq 38\text{cm}$	+50 (元/ m^3)

资料来源: 大连商品交易所, 国泰君安期货研究

在外观指标上, 大商所原木合约参考现货贸易买方看货定价的方式及境内外标准, 选取国标中腐朽、开裂指标, 并在此基础上参考现货市场习惯, 增加深度指标:

- 节子: 若原木存在直径较小的节子, 在下游加工制作建筑口料时影响不大, 但若整手交割品种存在直径较大节子的原木影响较大, 现货市场中认为价值下降约为 30 元/方 (约 3%)。辐射松易出现节子较大情况, 云杉、冷杉、花旗松等树种出现概率较低。
- 开裂: 开裂对货物价值的具体金额影响难以衡量, 与开裂位置与下游用途有关, 现货贸易中端头轻微开裂可以接受, 大开裂则根据实际材长现场议价扣尺。开裂情况在辐射松、花旗松等树种出现概率较低, 云杉、冷杉易出现。
- 腐朽: 对货物价值影响较大, 现货市场中若发现存在大面积腐朽, 原木基本无法使用, 会要求换货, 小面积腐朽按比例扣尺。辐射松、花旗等树种出现腐朽概率较低, 云杉、冷杉易出现腐朽情况。腐朽的扣价在期货合约设置中较为严格, 如出现严重心材腐朽将单根扣价 250 元, 严重心材腐朽的原木可以通过切片加工来生产木片, 用于制作纸浆或能源处理。

表 4：交割品外观指标标准及扣价设置

项目	标准品	替代品	扣价
节子	每个节子直径与该根原木检尺径的百分比 $\leq 50\%$	任一节子直径与该根原木检尺径的百分比 $> 50\%$	单根扣价 50 元
边材腐朽	边腐径向深度 $\leq 3\text{cm}$	边腐径向深度 $> 3\text{cm}$	单根扣价 150 元
心材腐朽	心腐直径 $\leq 3\text{cm}$	心腐直径 $> 3\text{cm}$	单根扣价 250 元
纵裂	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的，深度向中心延长 $\leq 3\text{cm}$	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的，深度向中心延长 $> 3\text{cm}$	单根扣价 150 元
环裂	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的，沿原木材长延伸 $\leq 3\text{cm}$	宽度 $\geq 3\text{mm}$ 的，沿原木材长延伸 $> 3\text{cm}$	单根扣价 250 元

资料来源：大连商品交易所，国泰君安期货研究

1.3 原木期货交割树种及升贴水

在替代交割品方面，在树种指标上，为保障实物交割的货源充足，对于替代交割品扩大至所有针叶树种，目前现货市场中除了辐射松外，主要树种有欧洲云杉、冷杉，日本柳杉，以及国产针叶原木，如杉木、马尾松等。升贴水设置上均参考各树种历史现货价格差值。

主要替代交割树种及特点有：

- 云杉、水杉为原木现货市场上第二重要树种，其中最为常见的单一规格为 11.8 米 20+ 云杉/冷杉。由于云杉、冷杉树种的材长普遍较辐射松更长，在下游锯切加工过程中可以进行更多样的锯材组合，以满足订单需求，所以结合现货市场情况，在树种上设置 100 元/ m^3 的升水。
- 铁杉、柳杉、杉木、樟子松、花旗松、马尾松这些树种市场占有率较低，在现货市场中价格略高于辐射松，不设置升贴水。
- 以火炬松为代表的其他针叶树种在目前现货市场中普遍低于辐射松价格，以火炬松为例，火炬松最常见的规格为 3.9 米 30+，在 2021 年原木出现大行情，市场缺货，价格上升时，有部分贸易商从乌拉圭进口，但在长期正常行情下不适合用作替代，同时火炬松外观质量较差，容易引起质量争议，降低检验效率。故对此项设置 200 元/ m^3 的贴水，在正常市场条件下，限制其他树种的交割，若期货市场价格上涨幅度大于现货市场，其他树种则获得交割利润空间。

表 5：原木期货交割树种及升贴水设置

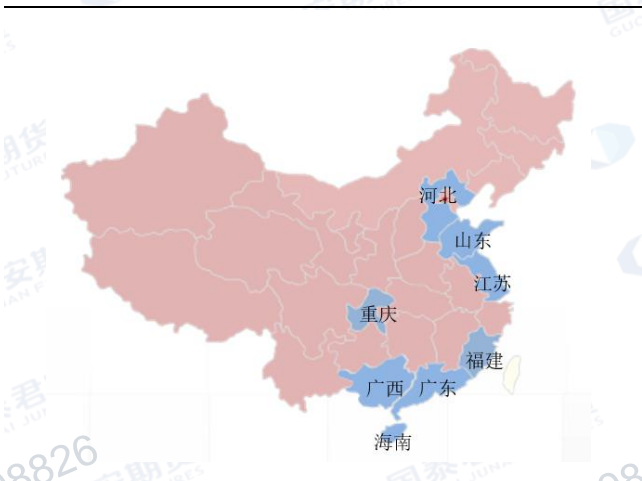
标准品	替代树种	升贴水
辐射松	云杉	+100 (元/m ³)
	冷杉	+100 (元/m ³)
	铁杉	0 (元/m ³)
	柳杉	0 (元/m ³)
	杉木	0 (元/m ³)
	樟子松	0 (元/m ³)
	花旗松	0 (元/m ³)
	马尾松	0 (元/m ³)
	火炬松等其他针叶原木	-200 (元/m ³)

资料来源：大连商品交易所，国泰君安期货研究

1.4 原木期货交割区域及升贴水

目前大商所共设置 9 个交割省市，均在原木交易市场具有较强影响力，其中重庆因运输费用问题，单独设置 100 元每方的升贴水。若最终买方被分配到了不想要的交割地点，可以通过大商所设置的场外市场进行仓单串换。如果在仓单串换中无法实现匹配，可以考虑在交割后，以现货方式在交割地卖出。

图 1：原木期货交割地区



资料来源：大连商品交易所，国泰君安期货研究

表 6：交割地区升贴水设置

省市	升贴水
山东（基准交割地）	-
江苏	0
天津	0
河北	0
福建	0
广东	0
重庆	100
广西	0
海南	0

资料来源：大连商品交易所，国泰君安期货研究

11 月 14 日，大连商品交易所公布原木交割厂库 7 家，分别位于山东、江苏两地，厂库升贴水均为 0 元/立方米；原木车板交割场所 7 家，分别位于山东、江苏、广东、重庆、福建、广西，其中重庆珞璜港设置 100 元/立方米的升水。具体名录见下表：

表 7：大连商品交易所原木指定交割仓库名录（指定厂库）

序号	仓库名称	装运地址	标准仓单最 大量（立方 米）	日发货速度 （立方米/ 天）	基准库/非 基准库	与基准库升贴水 （元/立方米）
1	浙江物产森华集团 有限公司	（山东海都晟）山东省 日照市岚山区 222 省道 西侧、田横二路南侧山 东华钢工业有限公司 001 幢	40500	2700	基准库	0
2	江苏汇鸿国际集团 中锦控股有限公司	（太仓鑫海港）太仓市 璜泾镇鑫海码头	40500	2700	非基准库	0
3	浙江凯德嘉瑞国际 贸易有限公司	（扬州凯林）江苏省扬 州市江都区大桥镇三江 大道江都经济开发区木 材产业园	40500	2700	非基准库	0
4	山东隆盛进出口有 限公司	（日照弘生）山东省日 照市岚山区坪岚铁路 北，田横一路南	81000	5400	基准库	0
5	浙江长兴北新林业 有限公司	（新民洲港）江苏省镇 江市京口区新民洲疏港 路以东，青春路以南	81000	5400	非基准库	0
6	湖北福汉木业（集 团）发展有限责任 公司	（山东海都晟）山东省 日照市岚山区 222 省道 西侧、田横二路南侧	81000	5400	基准库	0
7	北新国际木业有限 公司	（日照临港）山东省日 照市岚山区临港工业园 园区二路西侧、342 省 道北侧	40500	2700	基准库	0

资料来源：大连商品交易所，国泰君安期货研究

表 8：大连商品交易所原木指定车板交割场所名录

序号	指定车板交割场所名称	装运地址	每日最大可交割数量 （立方米）	与基准库升贴水 （元/立方米）
1	日照临港国际物流有限公司	日照市岚山区碑廓镇莆 田路南首西侧碑廓木材 货场	5400	0
2	中林青港供应链有限公司	山东省日照市坪岚铁路 南侧、园区一路西侧	5400	0
3	太仓鑫海港口开发有限公司	太仓市黄泾镇鑫海码头	2700	0

4	东莞港国际集装箱码头有限公司	广东省东莞市沙田镇港前路 27 号 1 号楼	2700	0
5	重庆珞璜港务有限公司	重庆市江津区珞璜镇珞璜港务有限公司	2700	100
6	中国外运华中有限公司	福建漳州招商局经济技术开发区招商大道乌山路 9 号（中外运物流漳州分发中心）	2700	0
7	广西钦州保税港区炬中国际物流有限公司	中国（广西）自由贸易试验区钦州港片区钦州港保税港大街 6 号	1350	0

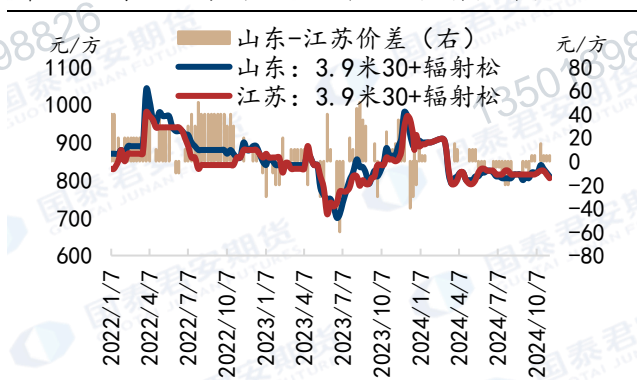
资料来源：大连商品交易所，国泰君安期货研究

2. 原木期货估值

2.1 原木期货最便宜可交割品

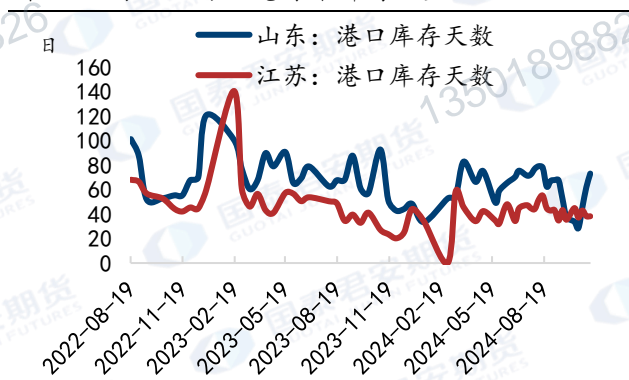
从地理位置上来看，现货交易一定程度上锚定江苏太仓、山东日照市场原木估价，回顾历史数据，2022 年山东市场现货价格普遍高于江苏市场，但从 2023 年以来两地现货价格在多数时间内基本持平，在需求低迷的格局下，山东市场较江苏市场更容易出现相对低价。根据 2023 年至今的报价数据，江苏区域价格低于山东的天数占总数的 51%，山东-江苏现货价差的中位数为 0 元/方。但山东市场波动性相对更加剧烈，主要受到两方面因素影响：1. 山东市场下游产业链更加完备，各规格等级原木均有对应消化途径，同时由于地价及人工等成本低，当地产业集群规模也相对更大，总体而言整体货物流通性强，这使得贸易商更集中往岚山港发货。从港口库存天数来看，山东地区显著高于江苏地区，故下游需求对山东市场价格影响更为剧烈，例如下游需求走弱时，区域内供应过剩的绝对量更大；2. 华东地区经济基础相对更好，对价格底部支撑更强。LG2507 交割时处于淡季，我们预计届时山东-江苏价差会处于偏低的位置，意味着盘面更多锚定到山东市场报价。

图 2：山东、江苏两地 3.9 米 30+辐射松价差



资料来源：千里目资讯，国泰君安期货研究

图 3：山东及江苏主港原木库存天数



资料来源：木联数据，国泰君安期货研究，计算方式为港口库存/日均出库量

从树种、规格上来看，我们结合现货报价及原木期货升贴水设置，整理了目前主流规格的交割成本，其中低于挂牌价 810 元/立方米的规格材种有 3.9 米 30+辐射松、3.9 米 20+辐射松、5.9 米 30+辐射松、5.9 米 20+辐射松。目前最便宜可交割品为江苏市场的 5.9 米 30+辐射松，交割成本约为 795 元/立方米。

表 9：主流树种规格交割成本

树种规格	地区	近期现货市场价 (元/立方米)	树种升贴水 (元/立方米)	规格升贴水 (元/立方米)	交割成本 (元 /立方米)
3.9 米 30+辐射松	山东	800	0	0	800
	江苏	805	0	0	805
3.9 米 40+辐射松	山东	875	0	50	825
	江苏	885	0	50	835
3.9 米 20+辐射松	山东	770	0	-50	820
	江苏	755	0	-50	805
5.9 米 30+辐射松	山东	850	0	50	800
	江苏	845	0	50	795
5.9 米 40+辐射松	山东	940	0	100	840
	江苏	940	0	100	840
5.9 米 20+辐射松	山东	800	0	0	800
	江苏	805	0	0	805
11.8 云杉 20+	山东	1080	100	100	880

资料来源：千里目资讯，国泰君安期货研究

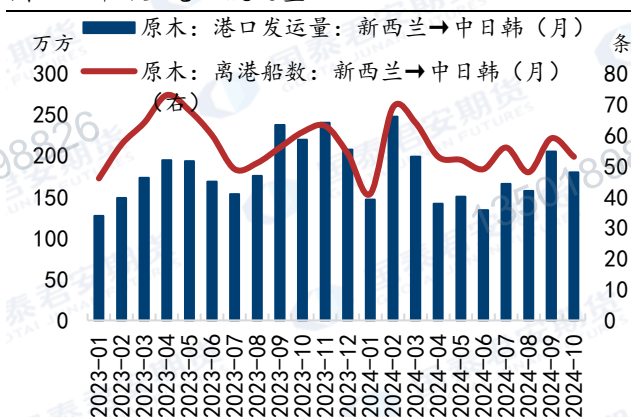
从非主流市场及交割品种来看，潜在更低价格交割品主要为国产材及 K 材。首先，国产材方面，在我们“补充篇：从国内主要交割区域看国产针叶原木分布及供应”报告中也提到在云贵川地区存在符合满足材长 3.9 米、检尺径 20+的国产杉木和马尾松。通过调研部分重庆地区的贸易商，算上分拣及合规成本（如检验检疫证明），定制一批可交割的 3.9 米 20+马尾松报价大约在 800-880 元/方，算上规格及地区升贴水（检尺径贴水 50，重庆地区升水 100），交割成本约为 750-830 元/方，且价格代表性较弱。虽不排除存在更低成本国产材渠道的可能性，但在短期内难以增量，对盘面影响预计有限。其次，由于原木期货对于标准品的节子指标要求较为宽松（每个节子直径与该根原木检尺径的百分比 $\leq 50\%$ ），有部分比例 K 材理论上可以满足该条件。以 3.9 米 30+ K 材辐射松为例，根据木联数据，目前山东市场报价 740 元/立方米，江苏市场报价 750 元/立方米，以 10 元/方的分拣费用进行估算，或最低可以达到 750 元/立方米的交割成本。

3. 原木供需趋势

从供需配比来看，今年下半年起针叶原木进口量整体提升，2024 年 7-9 月共进口针叶原木 635 万方，较去年同期增长 5.8%，9、10 月新西兰港口发运量也处在较高水平，以船期及季节性因素推测，未来供应或偏宽松；需求方面，随着目前逐步进入旺季的尾声，10 月下旬后原木港口出货量下降，主港库存速度明显放缓，出现向被动补库周期切换的迹象。预计未来一段时间，原木达到供需平衡仍主要由现实的需求端向

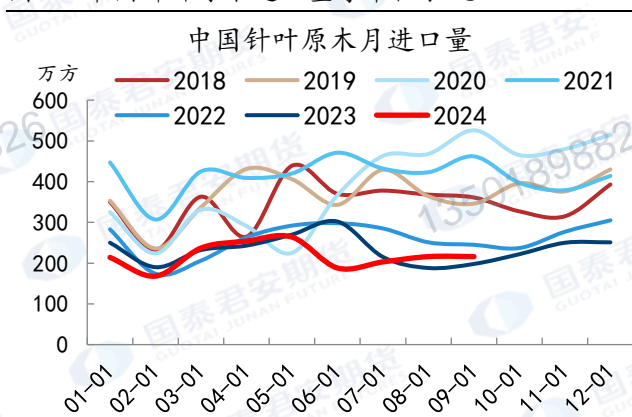
供应端进行传导，当下原木供需格局偏弱。

图 4：新西兰港口发运量



资料来源：木联数据，国泰君安期货研究

图 5：中国针叶原木进口量季节性表现



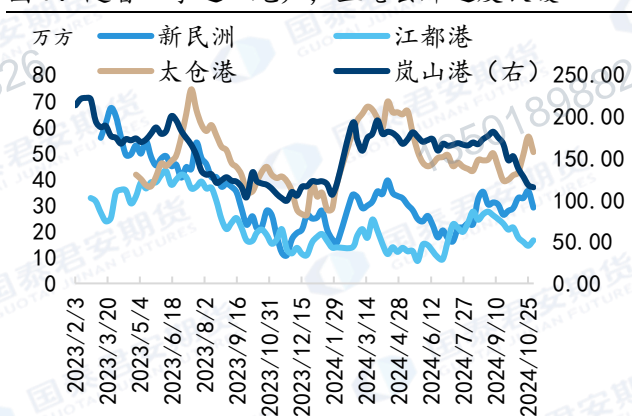
资料来源：海关总署，国泰君安期货研究

图 6：进入 10 月下旬后原木港口出货量下降



资料来源：木联数据，国泰君安期货研究

图 7：随着旺季进入尾声，主港去库速度放缓



资料来源：千里目资讯，国泰君安期货研究

4. 原木期货投资展望

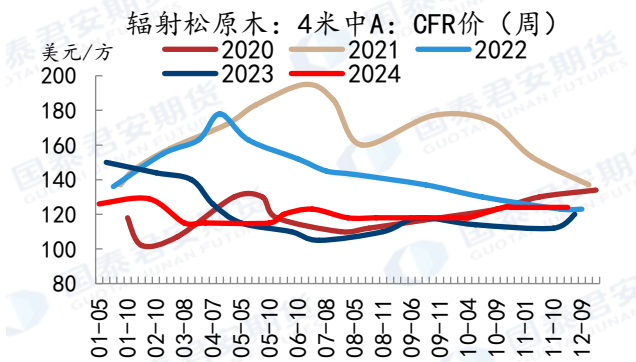
LG2507 预计将成为主力合约，大连商品交易所公布的 LG2507 的合约挂牌价为 810 元/立方米。

4.1 原木期货上市首日单边策略

根据前文对近期供需情况分析，基本面端对原木估值支撑偏弱，结合历史季节性表现来看，7 月为木材加工产业淡季，现货价格普遍位于较低位置。通过对 2021 至 2023 年现货价格的统计，山东市场 3.9 米 30+辐射松价格最低点为 700-710 元/方，出现时点为 2023 年 6 月下旬，同年 7 月初现货报价区间在 740-760 元/方，7 月下旬受中林封库影响，价格上抬至 840-860 元/方，外商 CFR 报价维持在 105-110 美元/方。站在目前时点看，外商报价从今年二季度起整体抬升，截止 11 月达到 124 美金/方，以外盘 CFR 报价 * 美元兑人民币即时汇率 * 1.09（原木增值税率为 9%）/ 1.15（由于外商规格口径与国标存在差异，普遍存在涨尺，岚山地区涨尺幅度在 15%-18%，保守取 15%）+ 50 元/方（港杂费用，包括卸货、堆存等）的公式进行进口成本粗略测算，目前贸易商进口成本大约在 880 元/方，但在以需定价为主的原木品种上，成本

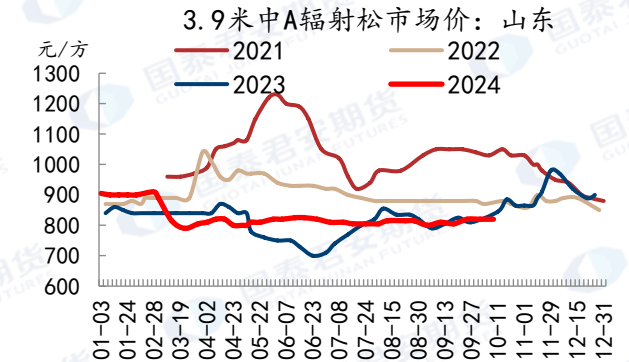
端对估值的支撑在需求悲观下暂时无法体现。从新开工面积及商品房销售指标来看，地产端未见明显好转，在无强宏观政策的预期下，我们建议初期仍以做空的思路对待，但向下空间或有限。如果开盘后，市场情绪低迷，价格迅速下跌至 785 元/方附近（2023 年 7 月中位数），我们建议暂时不追空。如果价格下跌至 750 元/方（潜在最低价交割品 4 米中 A 辐射松 K 材+分抹费用 10 元/方），可以转多等待需求预期修复，同时年底是宏观政策密集出台期，特别关注 12 月中的中央经济工作会议及明年两会，寻求增量政策刺激下成本端对估值的提振机会。

图 8：3.9 米 30+辐射松 CFR 报价季节性表现



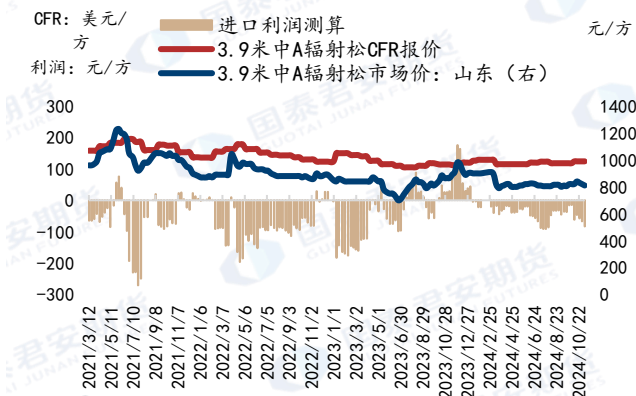
资料来源：木联数据，国泰君安期货研究

图 9：3.9 米 30+辐射松山东现货报价季节性表现



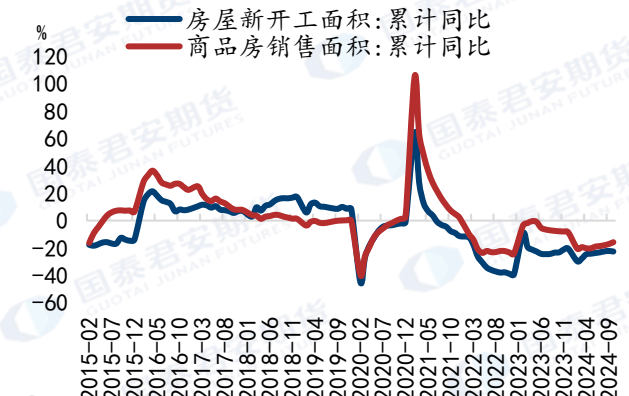
资料来源：千里目资讯，国泰君安期货研究

图 10：贸易商进口利润持续倒挂



资料来源：千里目资讯，木联，国泰君安期货研究，进口利润测算公式为：市场价-[CFR 报价*美元兑人民币即时汇率*增值税率 1.09/平均涨尺 1.15+港杂费用 50 元/方（包括卸货、堆存等）]

图 11：新开工及销售面积同比历史走势



资料来源：同花顺 iFinD，国泰君安期货研究

4.2 原木期货上市首日跨期策略

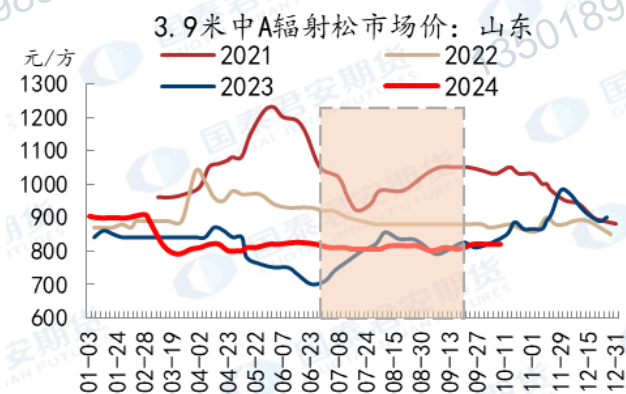
大连商品交易所原木期货首轮上市合约约为 2507、2509、2511，合约挂牌基准价平水，均为 810 元/方。从历史表现看，7 月为传统木材加工产业淡季，现货价格普遍处于较低位置，9 月开始逐渐进入旺季，港口日均出货量整体抬升，现货价格抬升，11 月为旺季尾声阶段，受旺季长度不同较有不确定性。因此，我们认为至少在 7、9 月合约上原木价格结构或表现出远月升水结构。根据整理近几年的现货价格，我们建议采用 7-9 逢高反套的策略，7-9 月差预计从平水走弱至（-30，-50）区间。

表 10：历史现货价格于 7、9、11 月统计

指标	地区	2024 年	2023 年	2022 年
7 月价格区间	太仓	820-830	760-810	900
	日照	800-810	740-860	930
7 月份报价中位数	太仓	820	785	900
	日照	810	860	930
9 月价格区间	太仓	810-820	810-830	920-930
	日照	800-830	810-820	940-970
9 月份报价中位数	太仓	810	810	930
	日照	800	810	970
11 月价格区间	太仓	800-810	850-910	880-920
	日照	800-810	870-960	895-930
11 月份报价中位数	太仓	810	850	880
	日照	810	890	910

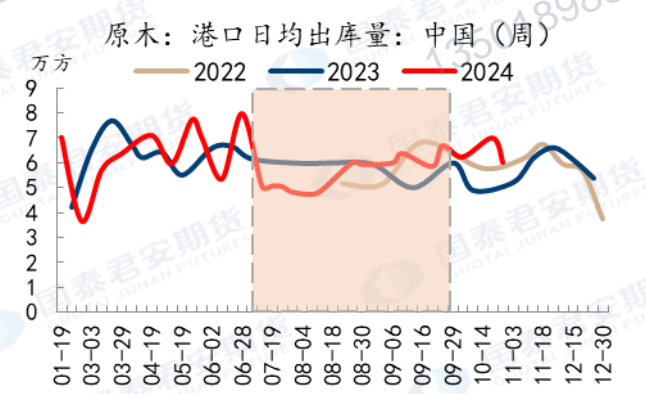
资料来源：木联数据，国泰君安期货研究，其中 2024 年 11 月报价数据截止 11 月 15 日

图 12：9 月现货报价整体较 7 月上行



资料来源：千里目资讯，国泰君安期货研究

图 13：9 月逐步进入旺季，港口出货量上升



资料来源：千里目资讯，国泰君安期货研究

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。