

调研报告-豆粕

豆粕供需面恶化，市场心态偏悲观

走势评级：豆粕：震荡
报告日期：2024 年 6 月 23 日

★调研背景

南美丰产预期基本兑现，进入北美大豆种植季后，美豆产区天气总体理想，目前市场等待 USDA 实播面积报告及 7-8 月关键生长期天气提供新的指引。国内方面，5-6 月我国平均每月有千万吨大豆到港，全国油厂大豆压榨量提升，豆粕进入持续累库阶段。山东作为国内大豆压榨大省，畜牧养殖中的白羽鸡、生猪产能同样位居前列。因此，此次调研我们走访了大豆产业链上中下游各个环节有代表性的企业，以期了解油厂买船情况和豆粕销售进度、山东地区饲料养殖情况、豆粕添比及替代情况、以及企业对豆粕后市看法。

★调研总结

供应压力有增无减。今年盘面榨利长时间表现良好，油厂积极采购大豆。市场不断上调 8 月到港预估，目前主流机构预估 6-8 月三个月累计进口高达 3200-3300 万吨，创历史同期最高。此外今年进口巴西豆含水量偏高、不易存放，也将促使企业保证开机生产。

需求难见增长，不排除下降可能。由于猪料大幅下降，即便把禽料（主要是肉鸡、肉鸭料）增加考虑进去，饲料企业普遍表示迄今为止今年饲料整体销量同比不同程度下降。山东今年豆粕在禽料中豆粕添比上调时间早、持续时间长，已经调至上限，未来缺乏增量。而若未来小麦进入饲用增加，叠加下跌行情中中下游缺乏补库意愿，豆粕需求甚至不减反降。

后市看法：市场本寄希望于美国天气市从进口大豆成本端给豆粕带来上涨驱动、国内 8 月到港下降令豆粕供需边际改善，但目前似乎事与愿违。调研企业基本一致认为，当前首先需要等待 6 月 28 日 USDA 实播面积报告，其次 7-8 月美豆关键生长期天气仍值得关注。若缺乏利多题材，则不论期货单边还是基差，疲弱态势持续时间或将超出此前市场预期。

★风险提示

宏观风险，政策风险，产地天气风险等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

黄玉萍 资深分析师(油籽&豆类粕)

从业资格号：F3079233

投资咨询号：Z0015897

Tel: 8621-63325888-3907

Email: yuping.huang@orientfutures.com

美豆连续及豆粕活跃合约行情走势图



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告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任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1、调研背景

南美丰产预期基本兑现，虽然巴西南里奥格兰德州洪水一度引发市场担忧，但目前该州已收获结束且减产被其它州增产所部分抵消。进入北美大豆种植季后，美豆产区天气总体理想，目前市场等待 USDA 实播面积报告及 7-8 月关键生长期天气提供新的指引。国内方面，5-6 月我国平均每月有千万吨大豆到港，全国油厂大豆压榨量提升，豆粕进入持续累库阶段。在此背景下，国内进口大豆压榨企业、贸易商及豆粕下游企业均面临一定风险与挑战。山东作为国内大豆压榨大省，畜牧养殖中的白羽鸡、生猪产能同样位居前列。因此，此次调研我们走访了大豆产业链上中下游各个环节有代表性的企业，以期了解油厂买船情况和豆粕销售进度、山东地区饲料养殖情况、豆粕添比及替代情况、以及企业对豆粕后市看法。

调研时间：2024 年 6 月 17-21 日

调研路线：济南——潍坊——日照——青岛

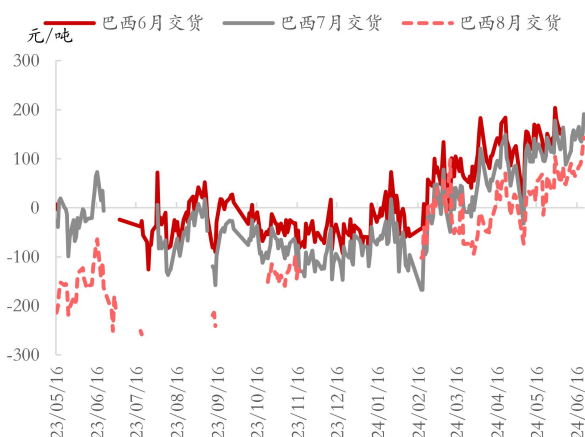
2、调研总结

2.1、豆粕供应压力有增无减

不同于往年，今年盘面榨利长时间表现良好，油厂积极采购大豆。海关数据显示我国 5 月进口大豆 1022 万吨，为历史同期第二高水平，仅次于去年 5 月的 1201 万吨。未来进口大豆到港仍将维持超高水平，市场原本预计 6-7 月大豆进口量超过千万吨、8 月略有下降（钢联 5 月底预估 6-8 月到港分别为 980、1150、880），但随着巴西 6 月发船数据逐渐明朗，市场不断上调 8 月到港预估。目前主流机构预估基本一致，6-8 月每月大豆进口都可能在 1000-1200 万吨区间，三个月累计进口高达 3200-3300 万吨。如果这一预估实现，这将创下历史同期最高纪录。

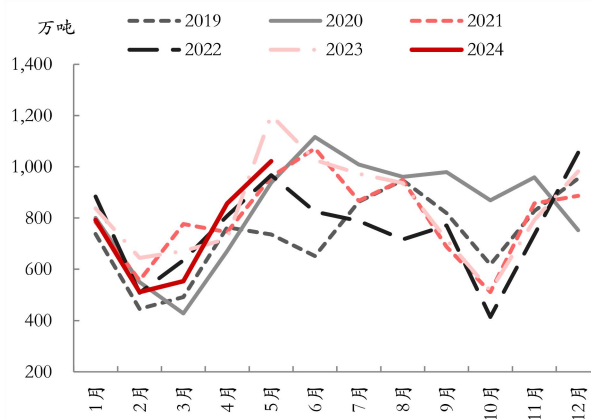
和进口大豆增加同步，港口和油厂大豆库存、油厂开机均上升。不过细心观察图表 4，油厂大豆压榨量增速并不明显，背后原因在于油厂所面临的两难。一方面，大豆原料供应源源不断增加，据了解今年进口巴西豆普遍水分偏高（更不易保存），包括山东在内的北方地区还在 6 月经历了长时间高温，一旦大豆碳化、热损，油厂将面临巨大损失，因此油厂迫切需要加快开机生产。但另一方面，油厂豆粕库存持续增加，部分油厂甚至胀库停机，因需求却难以匹配如此庞大的供应，即便豆粕价格持续下行，在山东地区也未看到豆粕需求新的增长点。这也是我们接下来要展开的第二点。

图表 1：大豆盘面榨利



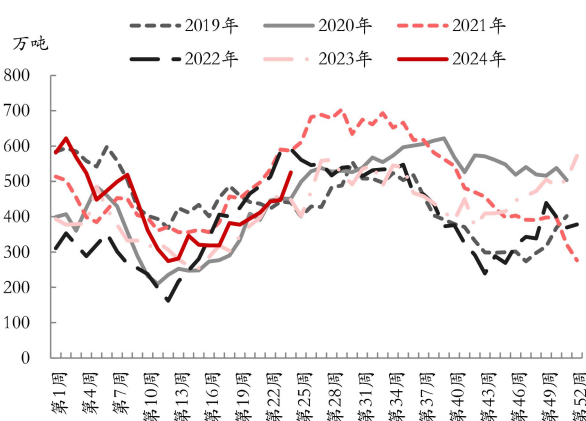
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 2：中国大豆月度进口



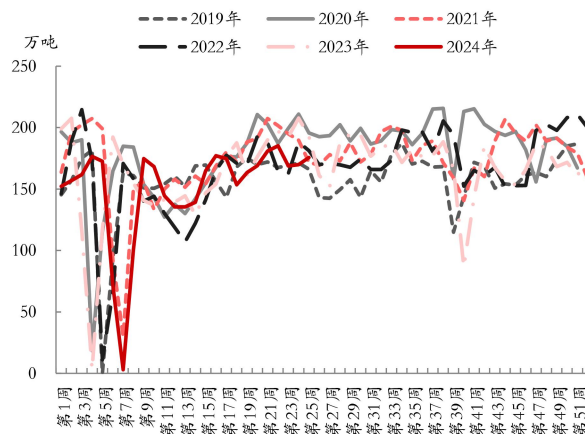
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 3：111 家油厂大豆库存



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 4：111 家油厂大豆周度压榨



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

2.2、需求难见增长，不排除下降可能

走访饲料厂普遍反映猪料（商品料）销量明显下降，今年累计同比下降 40-50% 甚至更多，单月降幅最大约 60%。山东地区散养户占比大，而此前生猪养殖连续亏损、去年又遇非瘟疫情，山东散养户群体基本退出市场，存栏也因此骤降。虽然近期猪价上涨、养殖利润也已转正，但散养户出于对非瘟的顾虑并未重返市场。由于猪料大幅下降，即便把禽料（主要是肉鸡、肉鸭料）增加考虑进去，饲料企业普遍表示迄今为止今年饲料整体销量同比不同程度下降、至多持平，且预计 2024 全年销量同比不降难度较大。

豆粕需求大方向和饲料产销量保持一致，两者差别来自豆粕添比变化和原料替代。据了解，在去年年底至今年春节前后，豆粕价格持续下跌并给出性价比，豆粕在禽料中添比

上调并基本达到上限。目前饲企中肉鸡料豆粕添加普遍达到最高的 25-30%（最低 16-18%），肉鸭料中豆粕添加也达到 6-8%（最低 0，最高 8-10%）。山东地区此轮豆粕在禽料中添加上调时间早、持续时间长，使得近期价格继续下行，豆粕需求也难见新的增长点。

杂粕方面，山东地区以使用棉粕、花生粕为主，菜粕等杂粕使用不多，限于水产和反刍料。去年棉籽收购价高，棉籽压榨厂亏损，但目前新季棉花长势良好，新季棉籽上市前棉粕可能集中出货。因花生油价格低迷，花生压榨开机下降，花生粕供应少，但因缺乏性价比花生粕用量也不多。总体而言今年山东棉粕、花生粕相比豆粕均缺乏性价比，企业用量下降。

未来可能令豆粕添加下降的重要因素在于小麦进入饲用。企业反映小麦-玉米价差在 100 以内即具有替代价值，现阶段小麦已经开始进入饲用（自用料尤其），考虑到小麦后熟期多数企业认为未来小麦替代玉米范围扩大、比例增加，豆粕添加则可能下降 2-3%。

除饲料需求和替代需求，我们也需要对所谓的“补库需求”做一点阐述。首先，各行各业中下游“买涨不买跌”心态都十分显著。其次，我们了解到，此前油厂 5-9 月豆粕基差合同销售良好，而这段时间豆粕期货和基差双双下跌，令豆粕基差合同已点价（或采购现货）的贸易商和饲料厂都面临亏损（或浮亏）。在这种情况下中下游基本随用随采，提货意愿差、更缺乏动力补库（为维持和供货商正常合作关系，在油厂催提情况下适当拿货的情况除外）。

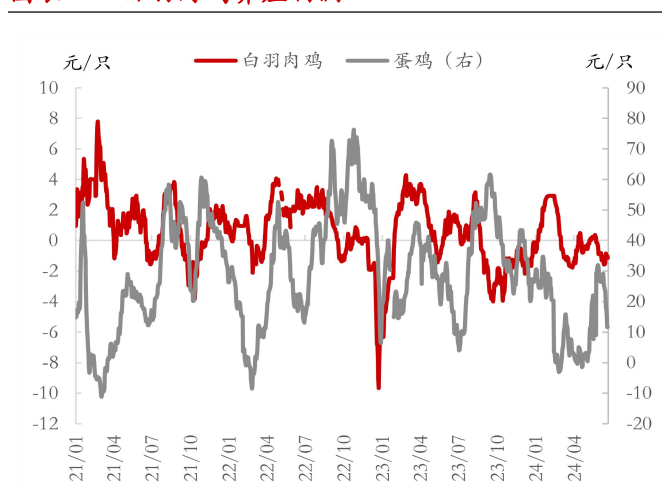
综合以上，企业反映迄今为止今年山东饲料外销量小幅下降，但豆粕需求好于全国（山东同比约增 10%，全国和去年大致持平）。但展望未来，山东地区豆粕需求短期难见增长，甚至不排除下降可能。

图表 5：生猪养殖利润



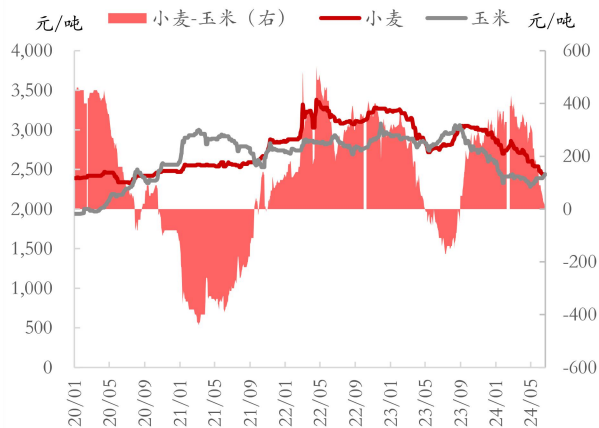
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 6：白羽肉鸡养殖利润



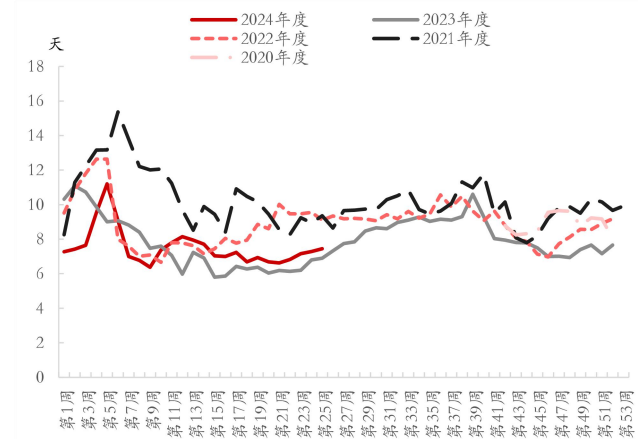
资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 7：山东济南小麦-玉米价差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 8：样本饲企豆粕物理库存天数

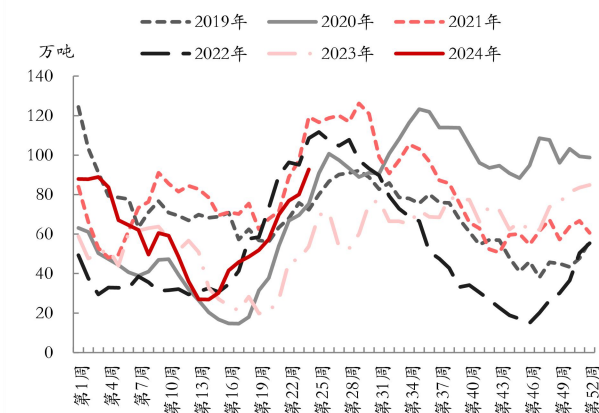


资料来源：钢联，东证衍生品研究院

2.3、后市看法：缺乏炒作题材则弱势可能长时间延续

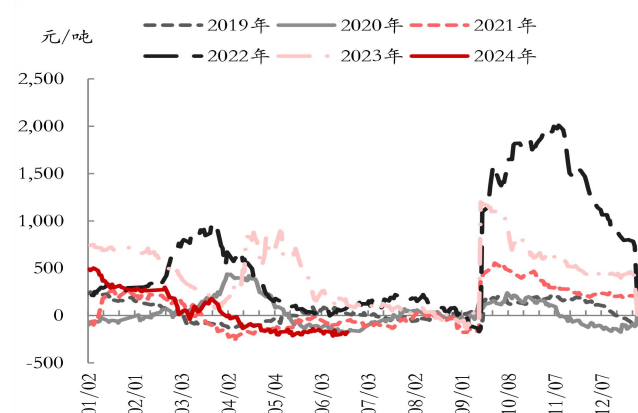
市场本寄希望于美国天气市从进口大豆成本端给豆粕带来上涨驱动、国内 8 月到港下降令豆粕供需边际改善，但目前似乎事与愿违。国内 6-8 月天量进口可能会令大豆库存来到历史高位，考虑到需求可能持平甚至略降，虽然目前预估显示 9、10 月大豆进口将下降，但 6-8 月大豆库存不断结转或令 9 月供应依旧充裕。调研企业基本一致认为，当前首先需要等待 6 月 28 日 USDA 实播面积报告，历史上不少年份此报告引发市场大幅波动；其次 7-8 月美豆关键生长期天气仍值得关注。但若利多题材始终未能出现，则不论期货单边还是基差，疲弱态势持续时间或将超出此前市场预期。

图表 9：111 家油厂豆粕库存



资料来源：钢联，东证衍生品研究院

图表 10：华东-M09 豆粕基差



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

4、附录：调研纪要

4.1、企业 A

- **企业概况：**聚焦大宗原料中的小众产品，主营牛羊饲料原料、进口饲料原料、替代玉米豆粕原料，业务范围辐射山东周边 20 多个省份。其中替代豆粕原料主要包括棕榈粕、双低菜粕、葵花粕、氨基酸渣四个产品，进口棕榈粕、葵花粕、甜菜粕及菜粕的月销售能力最大可达 5000-800 吨。
- **山东省饲料生产情况：**山东省饲料行业协会数据显示，4 月山东工业饲料总产量同环比下降，其中配合料、浓缩料、预混料同环比均下降。配合料中玉米添比同比增 0.62%，豆粕添比同比增 0.38%。山东 1-4 月饲料总产量同比降 4.54%，其中宠物饲料产量增幅最大、水产其次，猪料同比明显下降。
- **山东饲料原料替代情况：**菜粕广泛用于反刍料，双低菜粕在肉牛、奶牛、羊饲料中的使用已经非常成熟，均可 1:1 替代豆粕，且更具有性价比。
- **自配料使用情况：**肉鸡、肉鸭、水产料中基本不再使用自配料，但肥猪、蛋鸡、牛羊及鹅饲料中仍然使用，其中肥猪料 50% 以上、蛋鸡及牛羊饲料 80% 以上为自配料。

4.2、企业 B

- 应企业要求不外发座谈纪要。

4.3、企业 C

- **企业概况：**白羽肉鸡一条龙企业，年出栏白羽肉鸡 1-1.4 亿羽。同时饲料外销，外销量大于自用量，2023 年饲料销量约 450 万吨，禽料占比 80% 以上，猪料约 20%，其它料型占比极低可忽略不计。其中禽料又以肉禽料为主（肉鸡、肉鸭约各占一半），蛋禽料很少。豆粕年消耗量约 70 万吨。2024 年饲料外销量持平于 2023 年难度不小。
- **养殖需求情况：**养殖板块利润普遍不佳，仅近期生猪养殖利润有所好转。肉鸡存栏自 2018 年非瘟疫情以来连年增加，目前各个环节均难盈利。由于去年北方非瘟疫情等因素影响，山东、河南、河北生猪存栏大幅下降（降幅说法不一），散养户基本被淘汰。猪料外销量重挫，1-5 月合计同比下降 40% 左右，单月同比降幅最大约 60%。因生猪存栏低、且气温升高动物采食量低等原因，7 月需求仍可能表现低迷。
- **饲料原料添比及替代：**目前豆粕添比已达上限，其中肉鸡料中 28-30%、肉鸭料中 6-7%。除了豆粕更具性价比以外，杂粕毒素、供应稳定性问题也是企业重要考量因素。据介绍，今年山东饲料中豆粕添比提高时间早（今年 2-3 月开始上调，往年一般 5-7 月）、持续时间长（至今已持续约 4 个月）。小麦-玉米价差在 100 以内就会使用小麦，目

前使用不多，但预计后期小麦饲用数量增加，不利豆粕添比。

- **后市看法：**豆粕供给充足，油厂出货压力大，贸易商销售压力大，且暂时饲料需求看不到明显增量。油厂催提明显但该企业保持随用随买，目前企业豆粕库存使用天数为10天（今年2-3月时最低3-5天，若看好后市则可能提高到1.5-2个月）。目前不考虑采购10-1月豆粕基差合同，也不认为现有油厂10-1月报价具有吸引力。

4.4、企业 D

- **企业概况：**山东大型贸易商，全年豆粕销量70万吨、杂粕30万吨，除山东本地外，豆粕还销往河南、陕西、天津、东北等地。
- **油厂销售进度：**山东民营油厂众多，较少套保，销售进度普遍偏慢，当前行情下跌油厂出货压力将会逐渐加大，前期销售的基差合同也可能难以执行。油厂远月盘面榨利欠佳，报出的远月基差没有成交，因此远月买船速度也较慢。
- **养殖需求：**禽类养殖亏损，豆粕添比已达上限，未来夏季气温升高禽类采食量下降，来自禽料的需求增量不可指望。水产养殖利润差、南方暴雨不断，水产饲料实际需求表现不佳。生猪养殖利润较好，后期猪料可能表现相对较好。
- **原料替代：**当前小麦在饲料中添比大约20%，由于小麦有后熟期，当前价差下预计一个月以后小麦在饲料中添比能够升至50%、即完全替代玉米，届时豆粕添比将因此下降2-3%。
- **棉粕：**去年企业收购的棉籽价高，但棉粕行情不佳。目前为止疆棉长势较好，新季棉籽上市后价格可能走低，因此未来1-2个月陈作棉籽压榨的棉粕可能大量流出，对蛋白粕市场构成进一步冲击。

4.5、企业 E

- **企业概况：**该生产线产能3000吨/天，去年开机率达到89%，一年大豆压榨量约80万吨，目前还压榨储备拍卖大豆。大豆加工费70元/吨。除大豆压榨外还做华北地区豆粕贸易。大豆库容6万吨，豆粕库容9000吨，豆油库容1+万吨。6月豆粕基本售完，7-9月销售进度约30%。客户结构40%饲料厂、60%贸易商。
- **山东压榨厂现状：**产能过剩，且还有新增产能。民营油厂最多，外资油厂比例最低。民营油厂的特点是不套保，以销售一口价为主。
- **未来豆粕供应充足：**6-8月大豆到港量庞大，今年大豆水分偏高，压榨厂生产46%蛋白豆粕量少、45%蛋白豆粕量多，45%与43%蛋白豆粕价差约90元/吨。此外压榨厂普遍为钢板仓（而非储备的水泥仓），这意味着气温升高大豆不宜存放，未来油厂可能被迫保持高开机，豆粕供应压力大。

- **油厂普遍催提原因：**首先，除生猪外，禽类及水产等养殖亏损，饲料需求同比下降。其次，随着夏季高温即将到来，动物采食量下降，养殖户也可能一定程度降低养殖密度，同样不利饲料需求。第三，豆粕添比已达上限，没有继续提升空间，反而小麦进入饲用将使得豆粕添比下降。最后，基差持续下跌，近期豆粕期价也单边下跌，贸易商和饲料厂普遍亏损严重，拿货情绪普遍不高。该企业总体催提压力不大，且在行情下跌时及时追加客户保证金，因此也没有遇到过违约事件。

4.6、企业 F

- **企业概况：**外销商品饲料为主，少量集团内部饲料代加工，11 家工厂，23 年外销量约 80 万吨。禽料占比 60%、猪料 40%，禽料主要为白羽肉鸡。今年产品结构明显变化、利润变差，猪料同比降幅约 50%，禽料增加 30-40%，迄今为止今年饲料销量约降 10%。
- **配方及原料替代情况：**配方相对稳定，猪料豆粕平均添比 10-15%，禽料豆粕添比 20-25%，豆粕添比已达上限，基本不使用杂粕。小麦开始有性价比，考虑后熟期未来用量可能加大。
- **养殖需求：**此前生猪养殖连续亏损、叠加去年非瘟疫情影响，山东存栏损失严重，散养户退出明显。近期猪价上涨但并未吸引散养户重返市场，主要因担心非瘟，认为未来形势并不明朗。国内经济形势不乐观，人们对蛋白需求增速差；国际形势也较为严峻，食品等出口（往欧盟）受到不利影响，而进口初级农产品（大豆、牛肉等）数量增加。
- **豆粕采购：**80%自贸易商采购，去年到今年采购一口价和现货为主。目前豆粕库存使用天数保持 10 天左右，其中禽料 2-3 天、猪料 6-7 天，处于中等水平，去年年底至今年初的下跌行情中库存使用天数最低。

4.7、企业 G

- **企业概况：**山东大型饲料集团之一，12 家工厂，饲料年销量 180 万吨，其中猪料 20%、鸡料 30%、鸭料 50%（鸡鸭料均以肉禽为主，蛋禽料很少可忽略不计）。从油厂采购占比 90%，贸易商占比约 10%。
- **油厂销售进度：**山东外资油厂 7-9 月基差销售约 80%，其它油厂比例相对较低，预计山东整体比例不到 50%。
- **豆粕添比：**肉鸡料 25%，猪料 10%，鸭料 5-7%。豆粕添比已达上限，目前养殖利润不佳，需求难以好转。
- **后市看法：**目前豆粕物理库存 5-6 天，加上已点价基差头寸合计约 10 天。短期有加大大采购计划，主要原因是认为美豆下方空间有限，豆粕现货绝对价格处于近几年低

位，具有一定吸引力。

4.8、企业 H

- **企业概况：**饲料年销量 900-1000 万吨，其中肉禽料 70%、猪料 20%+。迄今为止今年猪料销量同比降 30-40%，单月最大降幅 50%，主要因山东散养户占比大、而去年非瘟及养殖利润差导致散养户大量退出。
- **豆粕添比：**相比去年 6 月豆粕添比才明显增加，今年山东地区 3 月以来豆粕添比上调，预计今年山东地区豆粕用量同比增 10%、而全国大致和去年同期持平。豆粕在猪料中添比变化不大，目前大猪料中基本不用豆粕，乳猪料中用。豆粕出现性价比时最先在禽料中上调添比，目前肉鸡料豆粕添比 25-30%（目前为最高水平，最低 16-18%），鸭料 5-6%（最低 0，最高 8%）。小麦-玉米价差 100 以内即可进入饲用，目前内部料中已经使用小麦，商品料中小麦添比还较少，预计未来小麦进入饲用将增加并使得豆粕添比下降。
- **杂粕：**棉粕在西南西北地区广泛用于反刍料，山东地区不同企业棉粕添比差异大。该企业在禽料中添加棉粕，但今年用量减半。去年棉籽收购价高，当前价格下棉籽压榨厂亏损，但目前新季棉花长势良好，新季棉籽上市前棉粕可能集中出货。因花生油价格低迷，花生压榨开机下降，花生粕供应少，但因缺乏性价比花生粕用量也不多。
- **采购情况：**10-1 月基差基本没买，因 5-9 月基差合同成本高于当前豆粕现货价格，有一定亏损，因此暂时也不考虑采购远期基差。基差合同采购一般不超过 30%。目前豆粕库存使用天数在 12 天左右，暂时缺乏建库意愿。

4.9、企业 I

- **企业概况：**大豆压榨厂，两条生产线产能分别为 2000 和 5000。2000 生产线工厂大豆仓容小，大豆主要从青岛港经铁路运往工厂，开机率高，主要销售给山东本地贸易商和饲料厂。5000 生产线工厂大豆集中在龙口港，主要客户群体为贸易商（占比约 80%）；产能大，开机率低，且豆粕还发往东北营口和大连等地，但由于山东与东北豆粕价差不断缩小，现在发往东北豆粕数量占比明显下降。去年开始由于不看好后市，采取减量策略，由一个月压榨 3-4 条船降为一个月 2-3 条船。豆粕出口数量不多，主要还是看利润，由于海运费比南方油厂更贵，豆粕出口缺乏优势。
- **山东油厂现状：**今年盘面榨利较好，但基差极差，油厂普遍亏损，是疫情后最艰难的一年，且还有新增产能（但该企业没有扩产计划）。油厂豆粕累库速度快，部分油厂已经憋库停机。此前基差销售较多的油厂催提严重，销售现货的油厂则出货和亏损压力巨大。从现金流和企业生产考虑，亏损也会保持一定开机。6-8 月每月大豆到港 1000 万吨以上，结转至 9 月大豆供应仍十分充足，等待 9-10 月需求转好。

- **国产豆压榨利润较好：**除进口大豆压榨外，该企业还有玉米深加工、国产豆加工等业务，国产豆蛋白含量高，生产浓缩蛋白、蛋白粉等食品出口利润较好，但今年利润恶化。
- **买船情况：**近月船期采购基本结束，下个月预计到船 2 条。暂时不考虑采购远月美豆，因盘面榨利欠佳，USDA 面积报告和接下来美豆产区天气具有较大不确定性，也希望等美国总统大选等宏观面相对明朗再做操作。会考虑采购明年 3-4 月巴西大豆。
- **后市看法：**认为当前只能等待美国天气炒作，若天气良好，则只能等待下游需求回暖。认为 USDA 实播面积报告公布之前美豆在 1100 美分处有支撑，但迄今未止天气良好、种植顺利，认为今年面积可能不会较种植意向报告下调。虽然气象预报显示未来美国部分产区高温，但盘面始终没有交易。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证期货衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com