

石化行业深度系列报告二： 中游炼化行业利润何时春归？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

经过复盘发现当原油价格高位回落至 60-80 美元 / 桶，带来炼油、化工、化纤产品利润回升，预计下半年原油价格 70-85 美元/桶，下半年主营高盈利持续，民营有望逆境转化。

能源转型与碳中和组

研究员：
朱子悦
从业资格号 F03090679
投资咨询号 Z0016871

摘要：

经过复盘发现当原油价格高位回落至 60-80 美元 / 桶，带来炼油、化工、化纤产品利润回升，预计下半年原油价格 70-85 美元/桶，石化行业利润有望逆境转化。

复盘近十年炼油利润与原油关系，我们发现：（1）国内油价在 60-80 美元/桶，炼油利润表现较好。2022 年油价中枢位于 95 美元/桶，国内炼油利润下降，但油价中枢运行至较低水平，需求侧收缩显著，同样不利于利润的扩张。（2）欧美炼油利润跟随油价波动，油价中枢高位利好炼厂。2010-2023 年 WTI 库欣 321 裂解价差和原油的相关性超 60%。国内外炼厂炼油利润表现不一致的主要原因是定价机制的差异。

复盘近十年炼化企业盈利与原油关系，我们发现：（1）主营炼厂盈利与油价相关度较高，油价在 40-80 美元/桶盈利均有较好表现。2000-2022 年油价与毛利率的负相关度接近 70%。油价在 40-80 美元/桶的区间，炼油毛利率均达到 20%以上，油价涨至 100 美元/桶时，利润空间完全消失。（2）民营炼厂的盈利与油价的相关度偏弱，受消费需求影响大。油价与民营炼化整体的毛利率负相关度为 60%。其中聚酯产品毛利受原油价格影响较强，负相关度高达 72%，炼油产品和化工产品毛利与油价相关度弱。主要原因在于（1）主营和民营炼化业务分布的不同；（2）不同的石化产品与原油价格相关性不同。原油与 PX 相关系数非常高在 0.71。聚酯产品受供需影响更多，与油价相关性较弱。乙烯作为原料的化工品与原油相关性差。

原油价格短期中枢在 70-75 美元/桶，中长期 70-85 美元/桶。OPEC+5 月起开始减产 100 万桶/日左右，但俄油出口量仍然维持高位，供应实际减量或偏低。海外制造业景气度维持低迷，国内经济运行节奏仍为弱复苏，石油供需关系接近平衡，基本面缺乏驱动。基于上述判断，下半年主营高盈利持续，民营有望逆境转化。（1）成品油：上半年炼油利润同比+293%。油价中枢下滑+疫情后需求修复，利好已经反应在炼油利润（2）化工品：芳烃利润先一步修复，化工品和聚酯价差筑底，消费需求有望回暖。

风险因素：1) 大炼化装置投产、达产进度不及预期。2) 宏观经济增速严重下滑。3) 地缘政治变动。

目录

摘要：.....	1
一、原油价格对炼化行业利润的影响.....	4
1、复盘：近十年油价经历三轮峰谷.....	4
2、国内：油价在 60-80 美元/桶，炼化利润表现较好.....	5
3、欧美：炼油利润跟随油价波动，油价中枢高位利好炼厂.....	5
4、原因：定价机制影响炼化利润，供需现实有放大器作用.....	6
二、原油价格对炼化企业盈利的影响.....	7
1、油价对石油化工板块景气度影响.....	7
2、原油价格对不同炼厂盈利水平的影响.....	8
3、主营和民营炼厂盈利与原油价格敏感度不同的原因.....	10
三、主营高盈利持续，民营有望逆境转化.....	12
免责声明.....	15

图目录

图 1:	近十年国际油价复盘.....	4
图 2:	国内炼化利润和原油价格负相关.....	5
图 3:	原油价格在 60-80 美元/桶炼油利润较好.....	5
图 4:	美国炼厂利润与油价正相关.....	6
图 5:	油价中枢上行带动利润增加.....	6
图 6:	国际油价与国内成品油定价规则.....	6
图 7:	供需偏紧对利润的放大效应.....	7
图 8:	石化行业营收与油价同向波动.....	7
图 9:	石化行业净利润与油价走势不完全一致.....	7
图 10:	石化化工板块不同类型企业数量.....	8
图 11:	石化化工板块不同类型企业市值.....	8
图 12:	主营炼厂营业成本与原油价格.....	8
图 13:	主营炼厂毛利与原油价格.....	8
图 14:	主营炼厂毛利率与原油价格.....	9
图 15:	主营炼厂炼油项目利润与原油价格.....	9
图 16:	化工行业综合景气指数与油价.....	9
图 17:	民营炼厂毛利与油价.....	9
图 18:	民营炼厂毛利率与油价.....	9
图 19:	民营 PTA 和聚酯毛利率与油价.....	9
图 20:	主营炼厂炼油业务收入占比.....	10
图 21:	某民营炼厂化工品业务收入占比.....	10
图 22:	国内汽油价格与原油高度相关.....	11
图 23:	国内柴油价格与原油价格高度相关.....	11
图 24:	近 5 年国内汽油、柴油和原油价格相关性.....	11
图 25:	国内汽油和柴油在不同阶段与原油的相关性.....	11
图 26:	近 10 年化工品和化纤价格与原油价格相关性.....	11
图 27:	主营炼厂成品油产量.....	12
图 28:	某民营炼厂石化产品产量.....	12
图 29:	EIA 原油平衡表.....	13
图 30:	国内炼油综合毛利.....	13
图 31:	国内 PX 价差.....	13
图 32:	国内化纤价差.....	14
图 33:	炼化产品当前价格分位.....	14

一、原油价格对炼化行业利润的影响

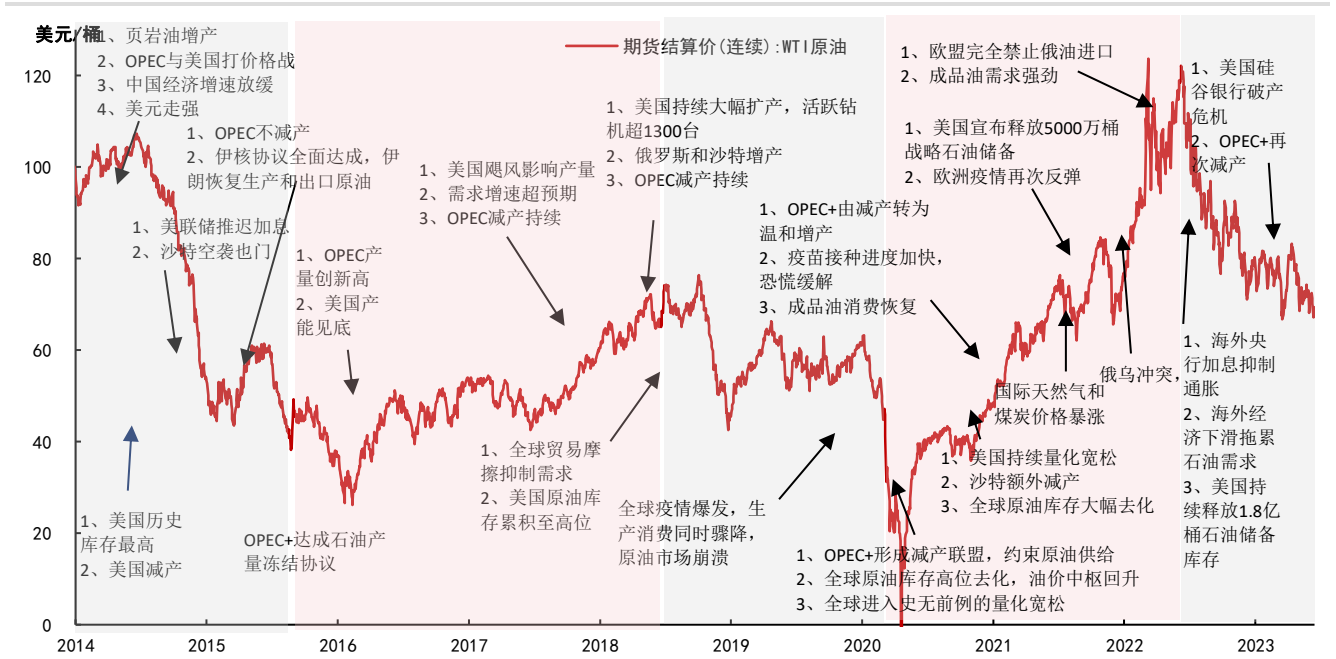
1、复盘：近十年油价经历三轮峰谷

第一轮页岩油革命：2014年美国页岩油产量迅速增长，而OPEC拒绝减产反而增产，试图将页岩油挤出市场，2014年6月至2016年1月，布伦特原油价格从115.06美元/桶跌至27.88美元/桶，区间最大跌幅达76%。OPEC与俄罗斯等产油国组成减产联盟，原油价格在2016年触底后缓慢回升，2018年初原油价格回到70美元/桶。

第二轮价格战+疫情冲击：2018年美国页岩油持续扩产，叠加中美贸易争端升级，经济增长预期下修，国际油价在供给过剩的担忧中大幅下跌。之后OPEC+达成减产120万桶/日的减产协议，原油价格震荡运行。2020年OPEC+减产磋商失败，沙特发动价格战，叠加疫情爆发，原油市场崩盘，WTI跌至-37美元/桶。后续随着美国量化宽松、天然气和煤炭价格共振以及俄乌冲突的事件叠加，价格再次上冲至120美元/桶的高位。

第三轮衰退预期+博弈：随着美国加息的推进，2022年底OECD对经济预期悲观，2023年全球经济增速将下滑至2.2%，低于2022年3.1%的增速。其中，美国的经济增速将从2022年的1.8%降至2023年的0.5%，欧元区将从3.3%降至0.5%，油价回吐俄乌冲突以来涨幅。2023年由于美国银行业危机和OPEC+联合减产，中东、俄罗斯和美国之间的博弈白热化，油价维持区间震荡。

图 1：近十年国际油价复盘



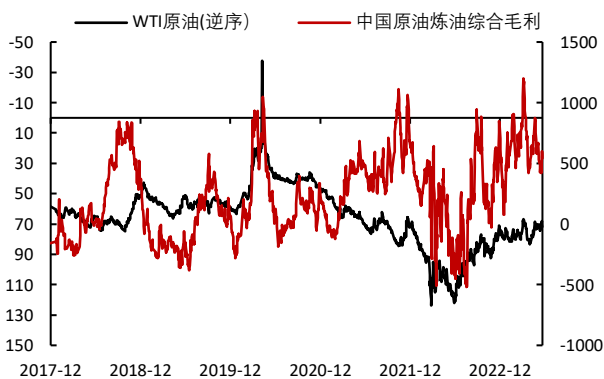
资料来源：Wind 中信期货研究所

2、国内：油价在 60-80 美元/桶，炼化利润表现较好

原油作为炼油原料，其价格影响炼厂成本和利润。从历史数据表现来看，WTI 原油期货价格和中国炼油综合利润有明显的负相关关系。2020 年 4 月疫情引发需求极端下滑油库爆满，WTI 价格跌至负值时，国内综合炼油利润升至高位 1047 元/吨。而 2023 年 6 月在供应压力和俄乌冲突的影响下，WTI 价格升至 122 美元/桶的高位，同时国内综合炼油利润也跌至-500 元/吨的水平。

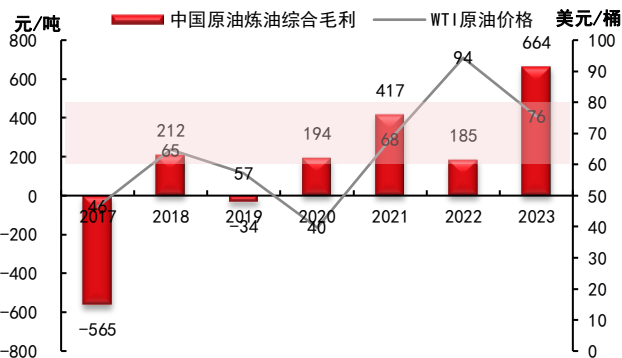
油价在 60-80 美元/桶，国内炼化利润表现较好。从年度油价均值角度来看，油价运行至高位，如 2022 年中枢位于 95 美元/桶，国内炼油利润下降，但油价中枢运行至较低水平，需求侧收缩显著，同样不利于利润的扩张，当 2018 年、2021 年和 2023 年油价中枢运行在 60-80 美元/桶的区间时，国内的综合炼油毛利分别达到 212 元/吨、417 元/吨和 664 元/吨。

图 2： 国内炼化利润和原油价格负相关



资料来源：Wind 卓创 中信期货研究所

图 3： 原油价格在 60-80 美元/桶炼油利润较好



资料来源：Wind 卓创 中信期货研究所

3、欧美：炼油利润跟随油价波动，油价中枢高位利好炼厂

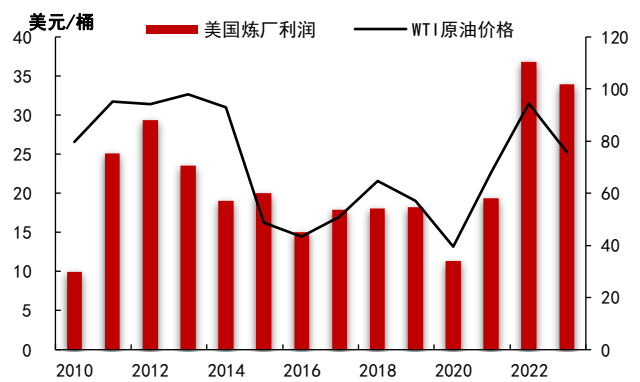
欧美炼油利润跟随油价波动，油价运行至高位利好炼厂。美国炼厂利润表现与国内不同，油价与炼厂综合利润具有较好的一致性。2010-2023 年 WTI 库欣 321 裂解价差和原油的相关性超 60%。2014-2016 年由于中东和美国的价格战，油价中枢震荡下行 55%，美国炼厂裂解价差也显著收缩 35%。2020 年疫情引发油价中枢再度下滑 30%至 40 美元/桶，美国炼厂裂解价差也随着收缩 37%。2022 年汽柴的低库存加上俄乌战争和相关制裁，带来了炼油利润的迅速上涨。炼厂裂解价差 2-4 月增加了 100%以上。

图 4: 美国炼厂利润与油价正相关



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 5: 油价中枢上行带动利润增加



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

4、原因：定价机制影响炼化利润，供需现实有放大器作用

国内外炼厂炼油利润表现不一的主要原因是定价机制的差异。全球成品油定价模式主要包含三种模式：1、完全政府定价的机制；2、市场化的定价机制；3、政府调控下的市场化定价机制。我国定价模式属于第三类，2016 年发改委发布《石油价格管理办法》，其中第六条较为明确地规范了国内成品油市场的定价问题如下图。因此国内汽柴价格上涨相对受限，也导致炼厂利润会在油价极端高位时被挤压。欧美等发达国家定价模式属于第二类，成品油价格通过市场竞争形成，政府对成品油价格几乎不做调控，因此价差空间相对灵活，传导也更加通畅。

此外，供需偏紧的现实会对利润产生放大器作用。海外炼厂利润的波动规律不仅体现在与原油价格的同向性上，由于市场化的交易模式，炼厂在生产上对成品油供应的影响，以及下游消费对成品油需求的影响也会共同作用于炼厂利润。当原油汽油同跌但炼厂供需偏紧时，利润走阔；当原油成品油同涨但供需偏松时，利润缩窄。2022 年 Q1 由于欧美炼厂产能的减少和对俄罗斯制裁，炼厂供应紧张，当原油价格大幅上行 47 美元至 123 美元/桶时，汽油价格上涨 61 美元至 156 美元/桶，裂解价差扩大 66%。

图 6: 国际油价与国内成品油定价规则

国际油价（单位：美元/桶）	成品油指导价定价规则
国际油价 ≤ 40	按原油价格每桶 40 美元、正常加工利润率计算成品油价格。
40 < 国际油价 ≤ 80	按正常加工利润率计算成品油价格
80 < 国际油价 < 130	扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格
国际油价 ≥ 130	扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格；按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提

资料来源: 发改委 中信期货研究所

图 7: 供需偏紧对利润的放大效应

区间	区间	原油价格涨跌幅度	汽油供需	汽油裂解价差涨跌
下跌区间	2014年6月—2015年1月	-58%	偏紧	-37%
	2015年6月—2016年6月	-55%	偏松	-48%
	2018年10月—2018年12月	-43%	偏松	-23%
	2020年1月—2020年4月	-80%	偏紧	79%
	2022年3月—2023年3月	-46%	偏紧	24%
上行区间	2014年6月—2015年1月	-58%	偏紧	-37%
	2015年1月—2015年6月	31%	偏紧	83%
	2016年6月—2018年10月	186%	偏松	-8%
	2018年12月—2020年1月	47%	偏松	1%
	2020年4月—2022年3月	902%	偏紧	80%

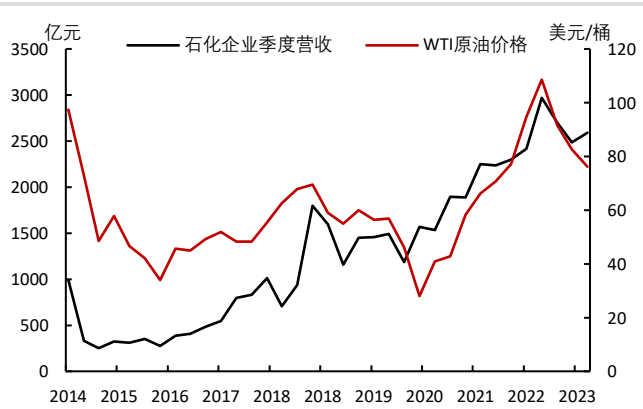
资料来源: bloomberg 中信期货研究所

二、原油价格对炼化企业盈利的影响

1、油价对石油化工板块景气度影响

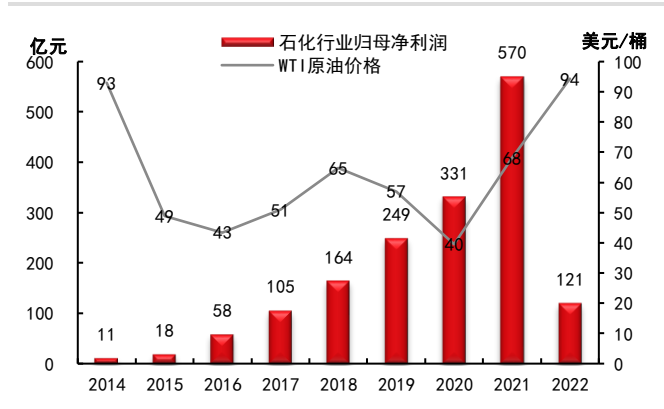
油价与石油化工板块净利润的变化趋势不一致。从石油化工板块整体来看,行业的成本与产品收入与油价具有高度的正相关性,但油价与净利润的变化却不完全一致,因此很难直接判断油价上涨对石化企业炼油利润的影响。根据申万基础化工+石油化工一级分类,我国目前共有石化化工企业 392 家,其中央企有 35 家,占比约 9%;民营企业有 261 家,占比约 67%。不同主体的模式不尽相同,因此需要从主营炼厂、民营炼厂的角度来具体二者关系分析。

图 8: 石化行业营收与油价同向波动



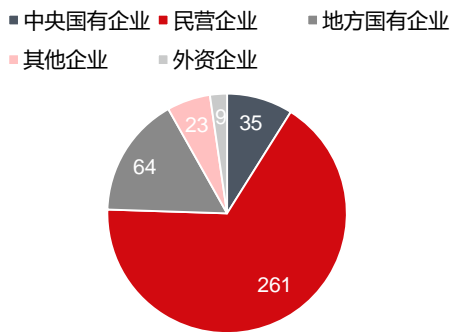
资料来源: EIA 中信期货研究所

图 9: 石化行业净利润与油价走势不完全一致



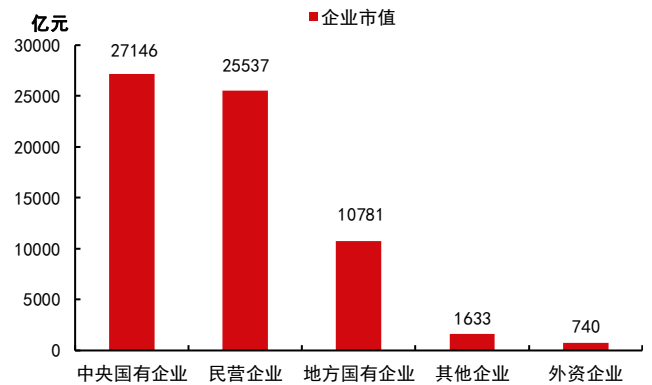
资料来源: EIA 中信期货研究所

图 10：石化化工板块不同类型企业数量



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 11：石化化工板块不同类型企业市值



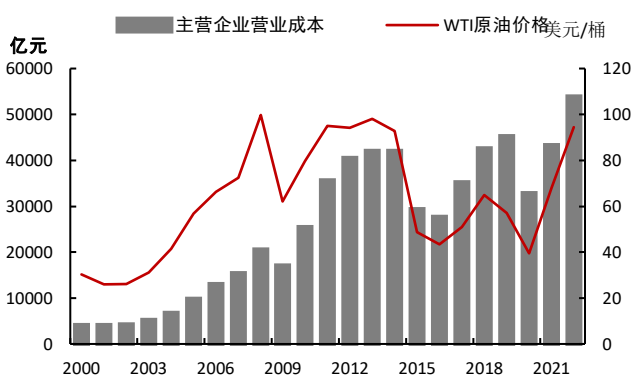
资料来源：Wind 中信期货研究所

2、原油价格对不同炼厂盈利水平的影响

(1) 主营炼厂盈利与油价相关度较高，且容忍度较好

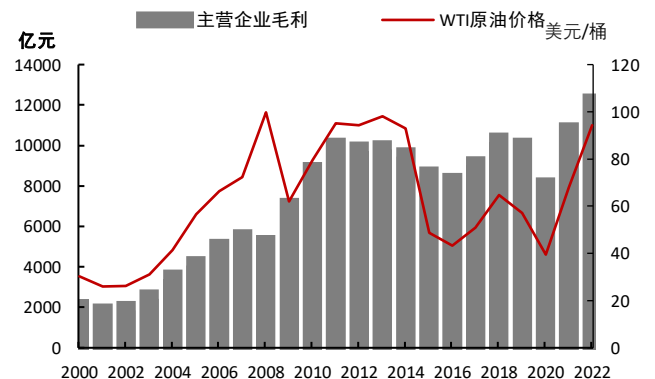
从主营炼厂的总体盈利数据上来看，2000-2022 年油价与营收、成本和毛利率的正相关性分别达到 64%、63%、65%的水平，同时与毛利率的负相关度接近 70%。说明虽然油价的上行会带来收入的增加，但主要是原料价格上行带来的成本占比的增加。从主营炼厂炼油毛利率的角度来看，油价的上行会压制炼油业务的利润，同时油价在 40-80 美元/桶的区间，炼油的毛利率均可达到 20%以上，当油价涨至 100 美元/桶时，利润空间才会完全消失，因此主营炼厂对油价波动的容忍度较行业更有优势。

图 12：主营炼厂营业成本与原油价格



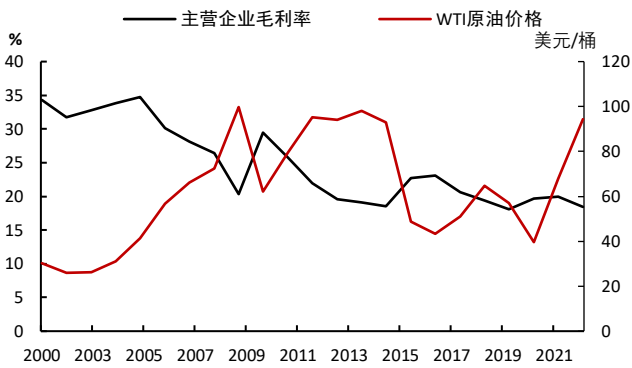
资料来源：EIA 中信期货研究所

图 13：主营炼厂毛利与原油价格



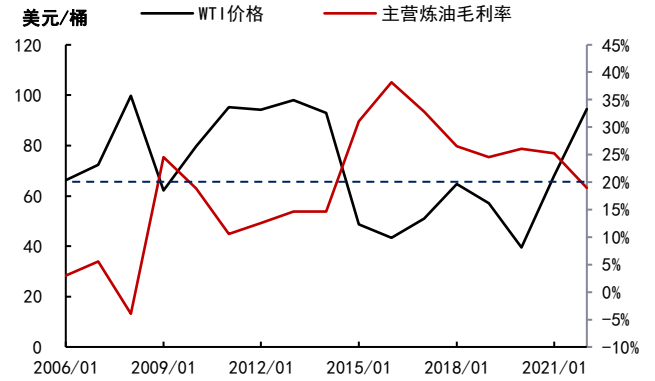
资料来源：EIA 中信期货研究所

图 14: 主营炼厂毛利率与原油价格



资料来源: EIA 中信期货研究所

图 15: 主营炼厂炼油项目利润与原油价格

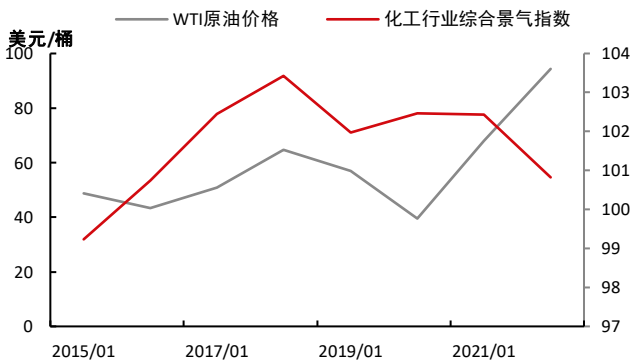


资料来源: EIA 中信期货研究所

(2) 民营炼厂的盈利与油价的相关度偏弱, 更多受到需求影响。

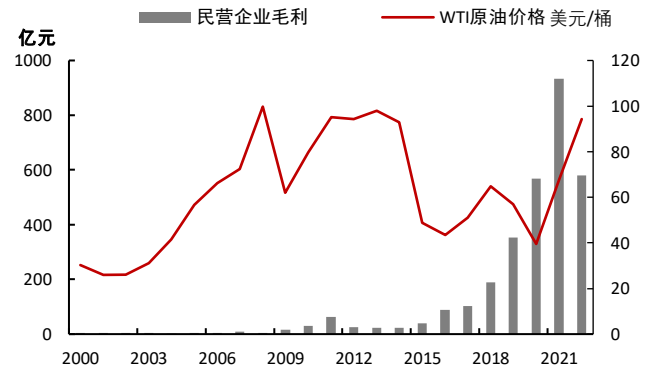
从市值较大的几家民营炼化盈利表现来看, 原油价格与化工行业的景气度、民营炼厂的营业成本以及毛利的相关性较低, 但原油价格与民营炼化整体的毛利率负相关度可达 60%。分项来看, 民营炼化化纤产品毛利受原油价格影响较强, 负相关度高达 72%, 但炼油产品和化工产品与油价相关度较弱。

图 16: 化工行业综合景气指数与油价



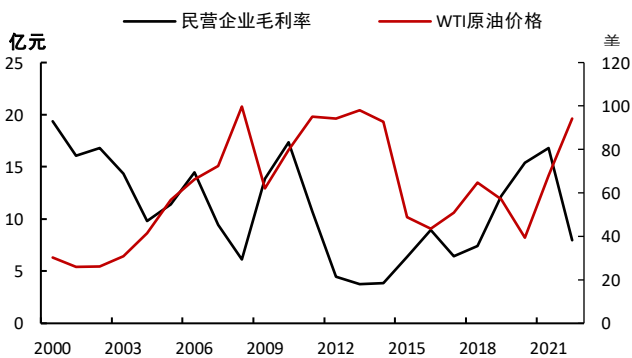
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 17: 民营炼厂毛利与油价



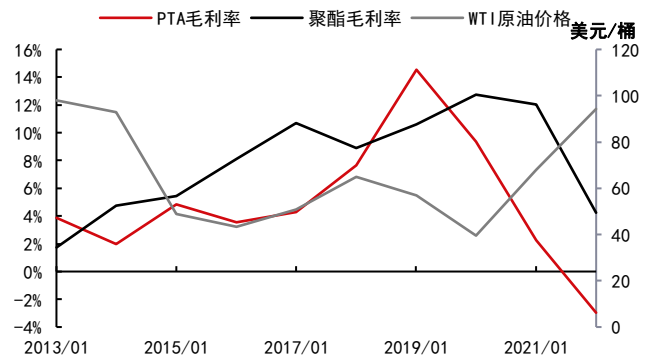
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 18: 民营炼厂毛利率与油价



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 19: 民营 PTA 和聚酯毛利率与油价



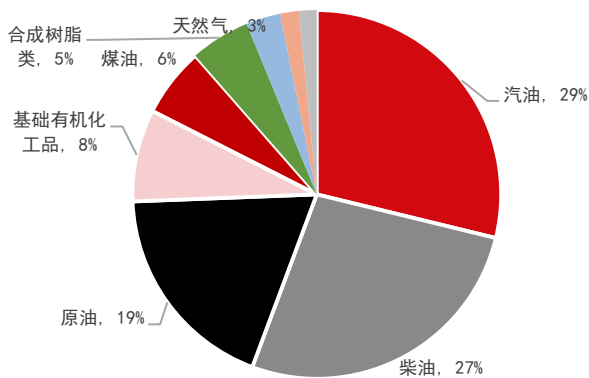
资料来源: Wind 中信期货研究所

3、主营和民营炼厂盈利与原油价格敏感度不同的原因

(1) 主营和民营炼化业务分布的不同

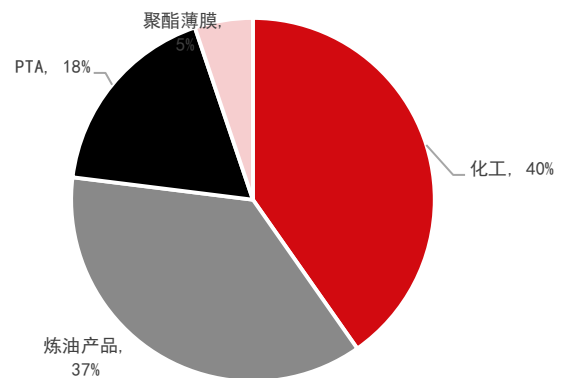
石油化工企业主要有炼油、化工两大业务板块。炼油业务主要是生产包括各种燃料油（汽油、煤油、柴油等）和润滑油以及液化石油气、石油焦碳、石蜡、沥青等。化工业务主要是指将常减压产出的轻质油进一步加工，生成以三烯三苯为代表的基本化工原料，以及在三烯三苯基础上延伸产业链，生产多种有机化工原料及合成材料（塑料、合成纤维、合成橡胶）。民营炼化的化工业务占比超 50%，主营炼厂的炼油业务占比超 60%。

图 20： 主营炼厂炼油业务收入占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 21： 某民营炼厂化工品业务收入占比



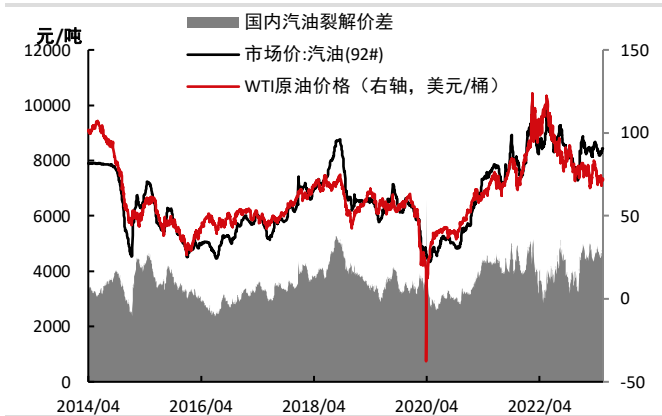
资料来源：Wind 中信期货研究所

(2) 不同的石化产品与原油价格相关性不同

炼油业务相对原油价格敏感度更高，聚酯行业次之，而化工业务敏感度较弱。越是产业链下游的产品，其价格决定因素越复杂，会受供需关系、生产工艺、替代原料等多重因素影响。因此，油价对化工产品和聚酯的影响整体弱于对炼油产品的影响。

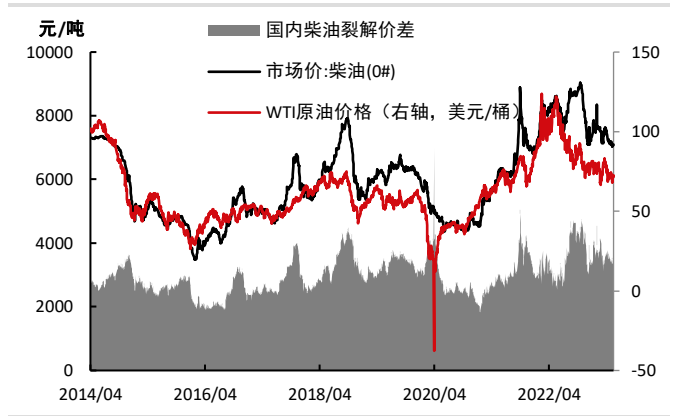
汽油和柴油价格与原油价格相关性较高。从历史数据表现来看，WTI 原油期货价格和中国汽油和柴油有强相关性。其中近十年情况来看，国内汽油价格和原油价格相关度高达 91%，在近三年能源价格大幅极端波动的情况下相关性增长至 93%；近十年柴油价格与原油的关系相对偏弱，但也高达 84%。由于供需内部的结构性差异，去年油品间价格出现的较大的走势差异。

图 22: 国内汽油价格与原油高度相关



资料来源: Wind 卓创 中信期货研究所

图 23: 国内柴油价格与原油价格高度相关



资料来源: Wind 卓创 中信期货研究所

图 24: 近 5 年国内汽油、柴油和原油价格相关性

	汽油价格	柴油价格	WTI 价格
汽油市场价格	100%	90%	91%
柴油市场价格	90%	100%	84%
WTI 期货价格	91%	84%	100%

资料来源: Wind 卓创 中信期货研究所

图 25: 国内汽油和柴油在不同阶段与原油的相关性

	汽油价格	柴油价格
2014 年—2023 年	89%	86%
2020 年—2023 年	93%	87%
2022 年—2023 年	63%	49%

资料来源: Wind 卓创 中信期货研究所

原油与 PX 相关系数非常高在 0.71。首先原油-石脑油-PX-PTA 传导最为直接，市场上各种纸货及盘面的跨品种套利较为成熟，因此理论上化工品种距离原油最近的是 PX 和 PTA。此外原油-石脑油-PX 的传导还有一个是调油逻辑，汽油调油需求抢占 PX 的原料，即成品油的价格与 PX 相关度增强，该逻辑主导下 PX 与原油的相关性会提升。PTA 与原油的相关系数表现仅有 0.64，主要原因是 PX 加工费以及 PTA 加工费自身根据供需的摆动。

聚酯产品受供需影响更多，与油价相关性较弱。瓶片、POY、FDY、DTY 与原油的相关性依次减弱为 0.56、0.46、0.45、0.41。除去疫情这种情况，聚酯终端需求是相对稳定的，而产业链成熟前中间化工品的供给是不稳定的，聚酯较 PTA 和 PX 较原油距离更远，相关性也更低。

乙烯作为原料的化工品与原油相关性差。LL 与 MEG 的原料乙烯，国内主要是裂解乙烯，距离原油较远，实际相关系数表现亦只有 0.22 以及 0.03。苯乙烯原料包括纯苯和乙烯单体，因此相比 PTA 与原油相关性弱化。PP 与原油的相关系数在 0.43，PP 的原料丙烯来源于乙烯裂解装置副产和 FCC 装置，后者离油品更近。

图 26: 近 10 年化工品和化纤价格与原油价格相关性

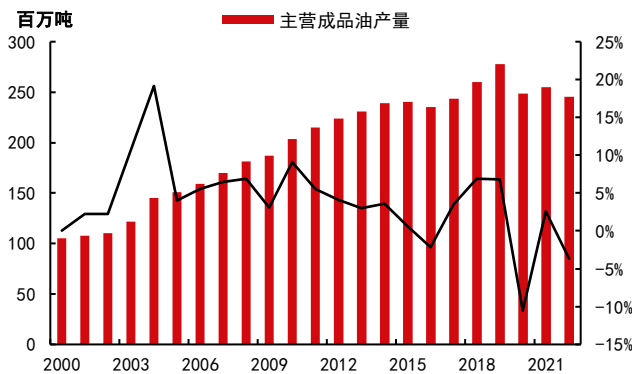
	PX	PTA	瓶片	DTY	FDY	POY	苯乙烯	丙烯	MEG	LLDPE	PP
与油价相关性	71%	64%	56%	41%	45%	46%	47%	54%	3%	22%	43%

资料来源: EIA 中信期货研究所

(2) 民营炼化产能和产量仍处于爬升阶段

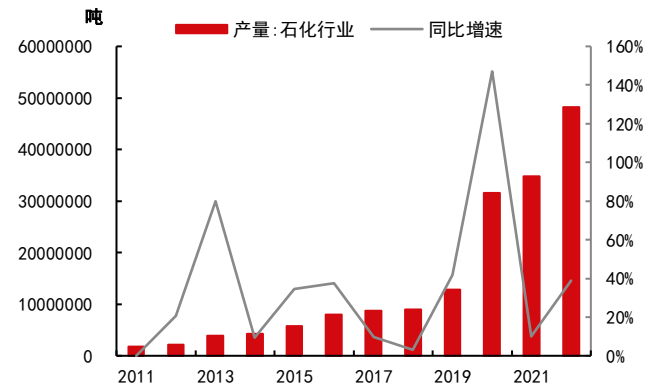
主营的炼油产能相对稳定，同时主营的成品油产量也进入了增速放缓的区间，甚至在 2020 年出现 8% 的负增速。但近两年民营炼化产能的扩张速度惊人，恒力炼化产能达到 2000 万吨/年，浙江石化产能达到 4000 万吨/年。2022 年盛虹炼化 1600 万吨/年炼化一体化项已经运行。民营炼化成品油和化工品的产量增加带来收入和利润的扩张，与原油价格走势背离。

图 27： 主营炼厂成品油产量



资料来源：EIA 中信期货研究所

图 28： 某民营炼厂石化产品产量



资料来源：EIA 中信期货研究所

三、主营高盈利持续，民营有望逆境转化

综上所述，油价在 40-80 美元/桶的水平，主营炼厂的盈利会维持在较高水平；对于民营炼化来讲，两个时期的盈利有望上行：（1）原油价格缓慢上升且未超 80 美元/桶，带来库存增值；（2）原油价格高位回落至 60-80 美元 / 桶，带来炼油、化工、化纤产品利润回升。

油价中枢短期运行在 70-75 美元/桶，中长期中枢在 70-85 美元/桶。 OPEC+ 减产在即，供应或有所收缩。OPEC+5 月起开始减产 100 万桶/日左右，但俄油出口量仍然维持高位，而美国原油产量已回升至 1250 万桶/日左右，供应实际减量或偏低。海外制造业景气度维持低迷，而国内经济运行节奏仍为弱复苏，5 月官方制造业 PMI 仍位于收缩区间，全球工业用油需求表现萎靡。短期投机情绪偏弱，原油期货基金净多持仓降至历史低位。长期估值抬升，中枢略向上：（1）6 月 4 日 OPEC 会议延长减产至 2024 年底；（2）6 月美联储议息会议推迟加息；（3）近期美股上行，黄金回落，避险情绪缓和；（4）供应减少，显性库存低位。

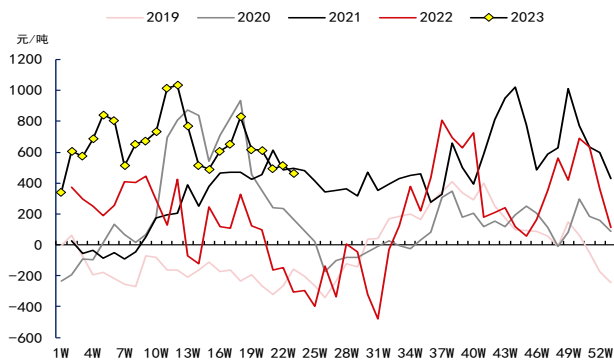
图 29: EIA 原油平衡表

百万桶/日	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2E	23Q3E	23Q4E	2023E
全球供应	98.93	98.74	100.95	101.12	99.93	101.18	100.85	101.34	101.41	101.20
其中 OPEC	33.75	33.94	34.86	34.52	34.26	34.27	33.83	33.84	33.69	33.90
其中非 OPEC	64.99	64.79	66.10	66.60	65.62	66.91	67.03	67.50	67.72	67.29
全球需求	99.29	98.56	100.22	99.99	99.52	100.67	100.94	102.20	102.17	101.50
其中 OECD	45.81	45.39	46.61	45.95	45.94	45.49	45.76	46.77	46.08	46.03
其中非 OECD	53.36	53.31	53.97	54.28	53.73	54.73	55.30	55.52	55.80	55.34
供需差	-0.36	0.18	0.73	1.12	0.42	0.51	-0.09	-0.86	-0.77	-0.30

油价中枢下行+疫情之后出行需求修复，主营炼厂高盈利有望持续。2023 年以来原油价格中枢下滑，在 70-80 美金的油价中枢下，炼油板块成本压力改善，上半年国内炼油利润同比大幅提升 293%，达到 5 年来的较高水平。同时伴随出行恢复、项目开工等，汽、柴、煤油需求显著修复，网约车出行订单同比+33%，城市客运量同比+132%，1-5 月汽柴煤产量同比+16%。主营面临高盈利持续+中特估助推。

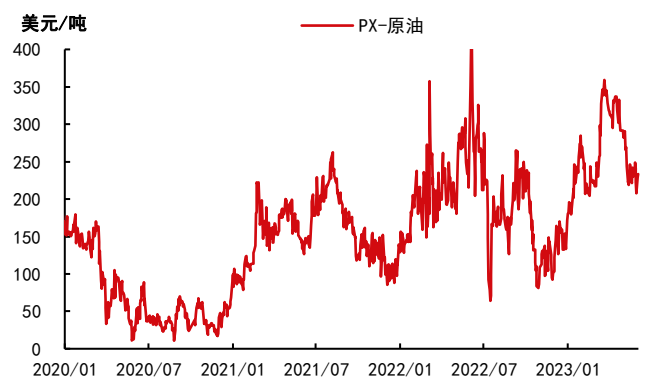
业绩修复叠加估值底部，民营炼化下半年有望逆境转化。芳烃利润先一步修复，上半年 PX 平均价差环比+47%，调油逻辑推进聚酯链条利润修复，化工品价差筑底，主要化工品进入历史 30%以下分位区间，若下半年降息+地产企稳+促消费政策推进，化工品需求回暖，利润有望修复，同时投产周期持续推进，油化工产品产能增速大多超 15%，Q1 产能兑现率超 50%。盈利的量价两端均有好转，叠加高价原料库存逐步消耗，民营炼化有望逆境转化。

图 30: 国内炼油综合毛利



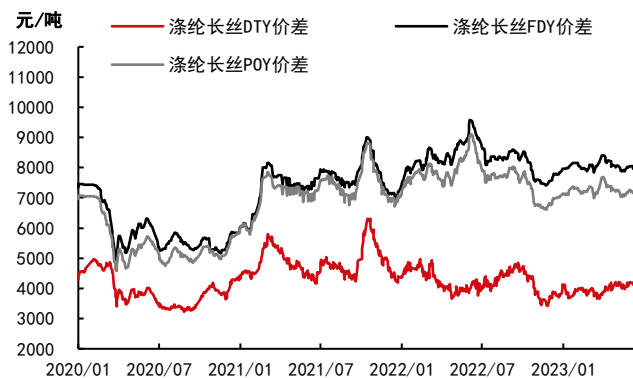
资料来源: EIA 中信期货研究所

图 31: 国内 PX 价差



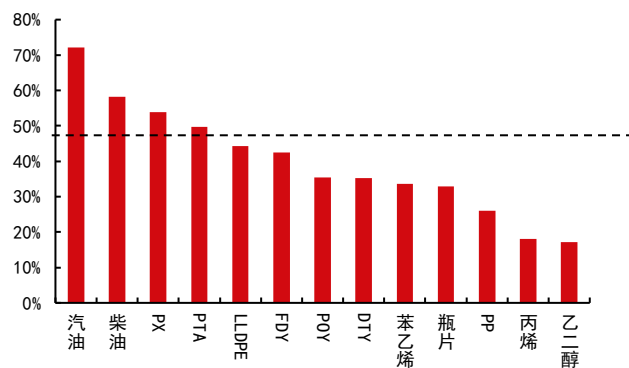
资料来源: EIA 中信期货研究所

图 32: 国内化纤价差



资料来源: EIA 中信期货研究所

图 33: 炼化产品当前价格分位



资料来源: EIA 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司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有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司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，或者中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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，但中信期货有限公司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，且中信期货有限公司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有限公司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有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

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