

应变与求变：能源危机及碳中和背景下我国炼化产业发展调研报告

报告要点

今年国际油价大幅波动，国内炼化企业的运营状况备受关注，我司研究所联合经发管委、中信寰球商贸、分支机构等部门对炼化企业进行了调研。调研采用了线上的形式，选取的样本来自山东、江浙等炼化企业集中区域，总计有十余家企业，覆盖面较广、代表性较强。最终形成的调研报告力求能真实、全面地反映全国炼化产业的现状，希望对炼化产业的朋友和投资者有所帮助。

摘要：

经营情况：今年开工率前低后高，柴油相对汽油强势。上半年受疫情影响，国内油品需求较差，叠加查税问题影响，地炼开工率普遍低迷。9月份后国内需求逐步恢复，叠加出口配额下发，炼厂开工率开始回升。由于柴油需求受疫情影响小于汽油，且柴油供应存在结构性问题，故今年柴油价格与利润较汽油强势，企业亦增加了柴油的产出，但汽柴比、油化比调整空间有限。原料方面，俄乌冲突后俄油大幅折价，挤压了南美油及西非油的空间，但由于俄油折价被运费大量侵吞，部分企业在采购俄油时仍较为谨慎。

明年展望：衰退背景下需求承压，明年配额预期谨慎乐观。尽管目前防疫管控已基本放开，但需求恢复仍需时日，且当前经济基本面情况亦不算乐观，明年国内油品需求或仍呈前低后高走势。海外经济衰退压力与日俱增，需求难有增量，今年调油品的大行情或难以复制，即使有出口窗口，时间仍或较为短暂。明年成品油出口配额增发的可能性较小，但如果明年国内经济仍然不景气，不排除以成品油出口作为提振外贸的手段。

柴油列作危化品：对中下游的影响远大于炼厂。对贸易商的冲击会比较大，大量缺少资质的贸易商会被迫退市，短期预计会有一波抛压行为。长期来看，社会上柴油流通资源减少，一定程度上会加剧资源紧张的问题。对炼厂的直接影响较小，但炼厂需要重新去联系下游客户，下游资源不多的炼厂会比较难受。下游方面，部分工矿或农业生产场地无法继续储油，必须申请资质或去加油站加油，对加油站的利润有较大利好。

碳中和：长期发展战略不变，企业均积极谋求转型。尽管今年碳中和的热度下降了，但碳中和仍然是长期的趋势，但山东地炼受制于业务模式、资金不足等多种因素，难以实现彻底转型，更多是走延申产业链路线，走“油头化尾”模式，增加化工原料产出并减少燃料产出。中长期来看，落后产能将持续出清，而民营大炼化在工艺改进方面的空间更大，除精细化工外，可能往氢能、碳捕捉与碳加工等方向发展。

风险因素：地缘政治、经济衰退

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、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。

能源转型与碳中和组

研究员：
朱子悦
从业资格号 F3090679
投资咨询号 Z0016871

化工组

研究员：
胡佳鹏
从业资格号 F3039655
投资咨询号 Z0013196

黄谦
从业资格号 F3063512
投资咨询号 Z0014611

杨家明
从业资格号 F3046931
投资咨询号 Z0015448

目录

摘要:	1
一、炼化企业调研总结.....	4
1、经营情况: 今年开工率前低后高, 柴油相对汽油强势.....	4
2、明年展望: 衰退背景下需求承压, 明年配额预期谨慎乐观.....	4
3、柴油列作危化品: 对中下游的影响远大于炼厂.....	4
4、碳中和: 长期发展战略不变, 企业均积极谋求转型.....	4
二、炼化调研背景.....	5
1、我国炼化企业概况.....	5
2、调研目的及样本企业.....	6
三、企业调研详情.....	6
1、油品板块	
1.1、企业当前经营情况如何?	6
1.2、对今明两年国内成品油市场的看法与展望?	6
1.3、企业原料结构如何? 今年进口俄油多吗? 俄油进口成本如何?	7
1.4、今年调油品的行情明年还会发生吗?	7
1.5、对明年的原油进口配额以及成品油出口配额怎么看?.....	7
1.6、对碳中和有什么看法? 碳中和对公司经营战略有什么影响?	8
2、化工板块	
2.1、调油品的行情明年是否仍然会发生?	8
2.2、柴油被列入危化品对炼厂、贸易商生产和销售会有什么影响?短期抛压是不是会增加?	9
2.3、企业调整汽柴比、油化比的空间大吗?.....	9
四、相关品种明年展望.....	10
1、原油: 供需双弱格局, 弱平衡下油价重心或震荡下移。.....	10
2、燃料油: 高低硫价差迎来确定性修复。.....	10
3、沥青: 沥青期价逐步寻底.....	10
4、塑料、PP: 需求及预期对抗产能压力, 聚烯烃或筑底反弹.....	11
5、苯乙烯: 过剩压力犹存, 成本或为价格中枢.....	11
6、PTA、乙二醇及短纤: 价格估值偏低确定, 上半年价格弹性或相对较低.....	11
免责声明.....	12

图目录

图 1:	我国炼油能力不断增长.....	5
图 2:	我国民营炼厂产能扩张.....	5
图 3:	我国成品油产量主要集中在东部沿海.....	5
图 4:	我国成品油产量增速下降.....	5

一、炼化企业调研总结

1、经营情况：今年开工率前低后高，柴油相对汽油强势

上半年受上海疫情的影响，国内油品需求较差，叠加查税问题影响，地炼开工率普遍低迷。9月份后国内需求逐步恢复，叠加出口配额下发，炼厂开工率开始回升，目前多数受访企业均维持高开工率。由于柴油需求受疫情影响小于汽油，且柴油供应存在结构性问题，故今年柴油价格与利润较汽油强势，企业亦增加了柴油的产出，但汽柴比、油化比调整空间有限。

原料方面，俄乌冲突后俄油大幅折价，挤压了南美油及西非油的空间，但由于俄油折价被运费大量侵吞，俄油在经济性方面仍不如伊朗油及稀释沥青，部分企业在采购俄油时仍较为谨慎。

2、明年展望：衰退背景下需求承压，明年配额预期谨慎乐观

尽管目前防疫管控已基本放开，但需求恢复仍需时日，且当前经济基本面情况亦不算乐观，明年国内油品需求或仍呈前低后高走势。海外经济衰退压力与日俱增，需求难有增量，今年调油品的大行情或难以复制，即使有出口窗口，时间仍或较为短暂。明年成品油出口配额增发的可能性较小，但如果明年国内经济仍然不景气，不排除以成品油出口作为提振外贸的手段。

3、柴油列作危化品：对中下游的影响远大于炼厂

各省市的具体政策仍然不明朗，但对贸易商的冲击会比较大，大量缺少资质的贸易商会被迫退市，短期预计会有一波抛压行为。长期来看，社会上柴油流通资源减少，一定程度上会加剧资源紧张的问题。对炼厂的直接影响较小，但炼厂需要重新去联系下游客户，下游资源不多的炼厂会比较难受。下游方面，部分工矿或农业生产场地无法继续储油，必须申请资质或去加油站加油，对加油站的利润有较大利好，实质上把贸易商的利润转移到了加油站。

4、碳中和：长期发展战略不变，企业均积极谋求转型

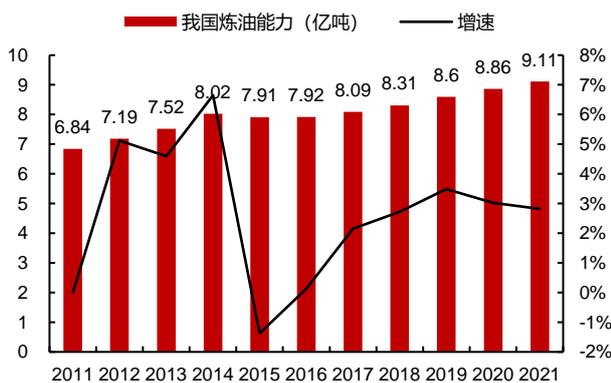
尽管今年碳中和的热度下降了，但碳中和仍然是长期的趋势，但山东地炼受制于业务模式、资金不足等多种因素，难以实现彻底转型，更多是走延申产业链路线，走“油头化尾”模式，增加化工原料产出并减少燃料产出。中长期来看，落后产能将持续出清，而民营大炼化在工艺改进方面的空间更大，除精细化工外，可能往氢能、碳捕捉与碳加工等方向发展。贸易商方面，认为出于安全考虑，预计未来成品油贸易环节更多将由国有企业负责。

二、炼化调研背景

1、我国炼化企业概况

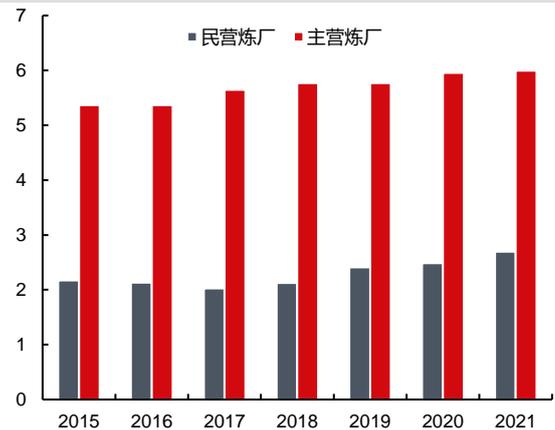
我国炼能主要集中在东部地区，炼厂加工能力不断提升。2021 年华东、东北、华南三大炼油集中地区占全国总能力的 73.7%。山东占比高达 27%，排名前五省份成品油产量占总产量的 59%，前五省市均位于我国东南沿海一带。未来五年华东地区依旧是我国主要炼油区域，其中民营发展更为迅速，近 5 年民营的比例从 27.4% 升至 29.6%。国家发改委提出了发展七大石化产业基地的规划：大连长兴岛、河北曹妃甸、江苏连云港、浙江宁波、上海漕泾、广东惠州和福建漳州古雷。2021 年我国炼厂加工总能力升至 9.1 亿吨/年，预计 2025 年我国炼油能力将接近 10 亿吨。随着国内疫情好转，2021 年成品油的年产量也显著回升至 3.57 亿吨，同比增加 7.89%。

图 1： 我国炼油能力不断增长



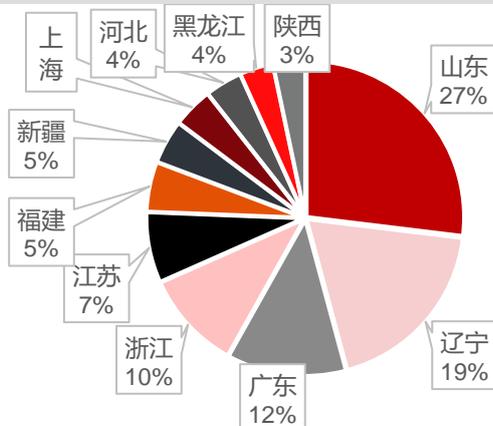
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 2： 我国民营炼厂产能扩张



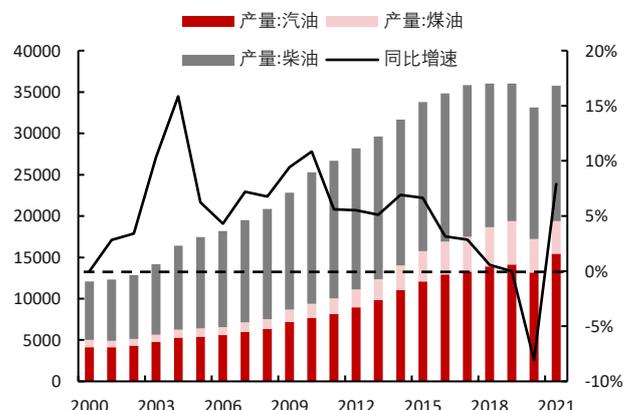
数据来源：Wind 中信期货研究所

图 3： 我国成品油产量主要集中在东部沿海



数据来源：Wind 中信期货研究所

图 4： 我国成品油产量增速下降



数据来源：Wind 中信期货研究所

2、调研目的及样本企业

2022 年国际政治经济形势变幻莫测，国际油价出现大幅波动，各类型炼厂的运营方式亦面临着前所未有的挑战与机遇。展望 2023 年，随着我国防疫政策逐步优化，国内经济逐步好转，油品需求预期将持续恢复，但国际地缘关系仍然紧张，国际油价仍面临较大不确定性。而从长周期视角来看，我国“双碳”决心不改，传统炼化企业在业务转型方面仍面临巨大挑战。在此大变革之际，我们调研主要是为了加强产业与金融业的沟通协作，力争做好期货市场服务实体经济的工作。本次调研涉及的企业主要为地炼、民营炼化和贸易商。

三、企业调研详情

1、油品板块

1.1、企业当前经营情况如何？

贸易商：受疫情等多方面因素影响，销量较往年同期下降近半；由于未来行情仍存在较大不确定性，企业备货较为保守，以维持常态库存为主。

地炼：开工率前低后高。之前受疫情及查税的影响，开工率长期维持低位，9 月起国内需求逐步好转，利润开始上升，炼厂纷纷提负，受访企业开工率当前最低为 80%，多数接近满负荷，与下游合作紧密的企业开工率相对更高。

民营炼化：目前基本维持满产状态。但各类产品库存量都不大。9 月以来国内柴油需求进入旺季，叠加出口配额下发，柴油供应有所上升。但现在旺季已过，柴油利润下降，而出口任务基本完成，预期柴油产出将开始下降。

1.2、对今明两年国内成品油市场的看法与展望？

贸易商：今年需求前低后高，预计明年延续该格局。今年上半年受上海疫情影响，需求较差，下半年有所好转；在防疫管控进一步放开后，关注明年是否有刺激经济的政策推动国内成品油需求进一步好转，预计明年上半年需求相对偏弱，主要受疫情及季节性影响，下半年需求或相对比较好。

地炼：国内柴油市场存在结构性矛盾，短期仍不看好需求。今年国内价格汽弱柴强。需求方面，汽油需求受疫情影响较为严重，而柴油需求表现相对有韧性；供应方面，往年华东、华南地区通过进口轻循环油再调和生产柴油，但增加消费税后轻循环油进口大减，贸易商调和部分基本消失，柴油供应出现结构性问题，现在更多由北方炼厂向南运输提供柴油。认为需求短期内仍难以恢复，相对看空柴油裂解价差，部分炼厂已经在做预售以对冲后期利润下降的风险，明年开春后或有所改善。

民营炼化：对柴油需求较为担心，汽油需求已经在最差的水平。海内外经济运行情况都比较糟糕，对后期柴油需求不太乐观，看空柴油裂解价差。汽油需求现在比较糟糕，汽油利润在亏损线以下，但当前应该是最坏的时候，防疫管控放开后汽油需求预计会有边际改善。

1.3、企业原料结构如何？今年进口俄油多吗？俄油进口成本如何？

地炼：整体进口的俄油量级并不大，进口的俄油也以 ESPO 为主，乌拉尔油很少。不进口乌拉尔油一方面是由于比较敏感，操作难度大，但主要还是因为在经济性上没有优势。乌拉尔油 FOB 折价幅度最大时接近 20-30 美元/桶，但运输至中国需要 40 天左右，到岸价最多时也只折价 8-9 美元/桶，最低时折价仅有 1-2 美元/桶，大量折价被运费侵吞。相比而言，伊朗油能维持 8-9 美元/桶的稳定折价，经济性上更具备竞争力，乌拉尔油还是去印度比较多。

民营炼化：今年用的俄油比较多，某企业表示今年进口的 60%-70%都是俄油，俄油相对南美油以及西非油还是有经济性优势。俄油海运进口以民营炼化较多，主营在采购俄油方面较为谨慎。

1.4、今年调油品的行情明年还会发生吗？

贸易商：芳烃调油品的行情预计明年不太可能重现。今年主要因海外成品油供应紧张及需求有一定韧性，明年海外需求难言乐观，具体取决于海外经济形势发展的情况。

地炼：明年即使有出口窗口，时间也会很短暂。现在 MTBE 的出口利润仍然比较好，11 月起出口窗口再次打开，主要因海外汽油需求相对国内更好，叠加海外高通胀导致物价更高，客观上推高了出口利润，部分企业出口单子排到明年一月份。但是调油品出口基本是利润主导的，后期海外经济衰退背景下需求不一定很好，即使出口窗口打开，预计也比较短暂，今年的行情难以复制。

民营炼化：难有趋势性行情。今年受地缘政治等因素影响，海外缺乏原料且价格高昂，引发了今年调油品的行情。但目前调油品整体出口利润并没有特别大，未来可能有机会，但是时间窗口会比较短。长期来看，海内外新能源车的渗透率将持续上升，调油品需求不振，难以出现趋势性的行情。

1.5、对明年的原油进口配额以及成品油出口配额怎么看？

贸易商：对配额量级相对悲观。由于明年海外经济不景气，预计成品油出口配额会有所下降，叠加当前国际政治局势紧张，出口有一定困难；原油进口配额预计会保持不变或小幅下降

地炼：预计配额较今年无明显变化。已经提前下发了一批明年的原油进口

配额，并要求一月前用完。原油进口配额的申请有严格的程序，预计不会多给，但也不会减。如果明年行情好，不排除会继续将配额提前发放。中长期来看，配额可能偏宽松一些，主要因为地炼行业税收规范后，鼓励地炼在税收体系内市场化竞争，增厚地方财税收入。成品油出口配额方面，预计明年相比今年不会有太大变化。

民营炼化：原油进口配额不会收紧，但执行情况可能打折扣。明年配额的一部分已经提前下发，国家大方向上是鼓励进口的，因为现在直接在原油进口端开始计税，但部分炼厂对于领取配额有一定抵触心理。同时，今年地炼和民营炼化进口了一定数量的俄油，减少了与国际大贸易商的合作，如果明年俄油出口无法持续，部分炼厂在寻找进口渠道方面有一定困难。**成品油出口配额明年增发的可能性较少，但如果明年经济还是不景气，不排除以成品油出口作为提振外贸的手段。**

1.6、对碳中和有什么看法？碳中和对公司经营战略有什么影响？

贸易商：未来成品油贸易环节或将国营化。今年碳中和话题的热度直线下降，但出于安全考虑，预计未来成品油贸易环节更多将由国有企业负责，不符合资质的企业将持续出清。民营大炼化和资金比较雄厚的企业可能会持续做油转化，传统地炼和小型企业受生产效益差的影响，投资化工型装置的积极性可能不如以前。

地炼：难以彻底转型，更多走延申产业链路线。尽管今年碳中和的热度下降了，但碳中和仍然是长期的趋势，即使没有碳中和，也会有环保等多方面的要求。但山东地炼受制于业务模式、资金不足等多种因素，难以实现彻底转型，更多是走延申产业链路线，走“油头化尾”模式，增加化工原料产出并减少燃料产出。中长期来看，落后产能将持续出清。很多炼厂都有产氢气，但以自用为主。

民营炼化：仍在观望中，预计以产能出清与改进工艺为主。认为明年碳中和仍然不是热点，企业仍在观望中，但是落后产能出清的长期趋势较为确定。企业一直都在走减油增化路线，先走精细化工，向下游产业链延申，长期可能会向氢能发展。炼厂生产的碳排放量其实不大，但碳捕捉、碳深加工等工艺亦为企业考虑的选项。

2、化工板块

2.1、调油品的行情明年是否仍然会发生？

从海外炼化生产历史来看，高辛烷值的产品如甲苯以及异构二甲苯，在化工生产经济性不高的阶段，抽提分离的量还是少的，甚至炼厂会转而寻求油品效益，因此，调油行情对外盘芳烃扰动较大。

国内炼化来看，区别于欧美地区，国内现行汽油调和配方中重整料及芳烃料占比较低，就国内汽油需求来说，对三苯供需影响不大。考虑到明年芳烃联合新装置的投产带来的增量，油品效益好对芳烃的冲击会进一步下降。

大型炼化一体化企业一般有长约协议或下游配套产业，轻易不会对芳烃联合装置单元进行降负操作。外盘调油需求支撑芳烃价格坚挺，从生产效益角度，芳烃产品也有较大利润，驱动企业维持稳定生产。传统地炼虽处于减油增化过渡期，但因为经济原因，化工型装置投产积极性有削弱，主要出口的调油料仍以 MTBE 为主。

整体而言，今年调油品种对国内的影响主要体现在调油料 MTBE 和成品油受内外价差驱动的出口，调油品种和海外供需、外盘市场联系更紧密，当下外盘异构二甲苯的定价更多也是锚定在汽油而不是 PX 之上。后期是否再现需要考虑多方面的因素，包括海外经济形势、国内成品油配额下放情况、以及明年对俄成品油制裁带来的新变化。

2.2、柴油被列入危化品对炼厂、贸易商生产和销售会有什么影响？短期抛压是不是会增加？

贸易商：不符合资质的贸易商会被迫退市，加剧柴油社会资源紧张。各省市的具体政策仍然不明朗，但对贸易商的冲击会比较大，大量缺少资质的贸易商会被迫退市，短期预计会有一波抛压行为。长期来看，社会上柴油流通资源减少，一定程度上会加剧资源紧张的问题，但对于有资质的贸易商而言，明年是一个良好的入市时点。

地炼：对炼厂影响有限，会使柴油贸易过程简化。炼厂都是有资质的，对炼厂没有什么直接影响，对贸易商的冲击比较大，会淘汰一批没有资质的贸易商，可能短期会有一定抛压行为。后期柴油仓储成为大难题，社会库存下降将导致资源偏紧。而随着贸易商的退出，柴油市场贸易流向简化为炼厂-加油站-下游。

民营炼化：对炼厂基本没有直接影响，更多影响中下游。对上游加工企业没什么直接影响，但是部分中游贸易商会出清，炼厂需要重新去联系下游客户，下游资源不多的炼厂会比较难受。下游方面，部分工矿或农业生产场地无法继续储油，必须申请资质或去加油站加油，对加油站的利润有较大利好，实质上把贸易商的利润转移到了加油站。

2.3、企业调整汽柴比、油化比的空间大吗？

地炼：成品油收率偏高，汽柴比调整空间有限。山东地炼的成品油收率要求控制在 70%以上，9 月以来柴油利润相对较好，柴油产出有所增加，但整体汽柴比的调整空间不大。地炼的主要利润还是来自成品油，若某种油品利润好带

动相关油品产出增加，对应产能的化工品产出亦会上升，但较少因化工品的行情而进行产能切换。今年国内有工厂调整生产方向增产柴油，重整装置进料中来自加氢裂化单元的重石脑油受此影响减量，重整装置原料不足的情况下，后续PX生产装置负荷也跟随降低。

民营炼化：汽柴比调整空间不大，但成品油收率偏低。成品油收率大概在30%-40%，汽柴比调整空间不大，受原料影响大，中质油柴油收率会比汽油高。

四、相关品种明年展望

1、原油：供需双弱格局，弱平衡下油价重心或震荡下移。

加息交易难以继续主导油价走势，核心矛盾或回归基本面因素。供应方面，俄油减量明年难以避免，但实际减量低于预期；美国增产相对确定，但兑现时点或为下半年；OPEC+暂时未有进一步减产动作。需求方面，衰退背景下欧美经济体需求整体承压，需求增长的引擎回归发展中国家，随着我国防疫管控政策放开，我国需求或成为明年最大增量。由于长期缺乏投资，供应弹性偏低仍将对油价下方形成支撑，考虑需求压力，或出现先抑后扬的走势，明年价格区间或为70-100美元/桶。

2、燃料油：高低硫价差迎来确定性修复。

随着美国抛储进入尾声，OPEC+暂不增产情况下重质原油贴水上移。预计欧洲对俄制裁生效后俄罗斯燃料油产量将下降，亚太高硫燃油局部供应过剩将缓解；需求端高硫燃油加工经济性高位，高硫燃油热值经济性将驱动高硫燃油发电需求高位，高低硫价差高位刺激高硫燃油加注需求提升。供需支撑下高硫燃油裂解价差迎来确定性向上修复。低硫方面，中东、亚太各国低硫燃油供应持续提升；需求端船用加注需求低迷，供应增加需求转弱，低硫燃油持续承压。但冷冬一旦兑现对低硫燃油需求预期仍有支撑。

3、沥青：沥青期价逐步寻底

高利润高供应低需求沥青累库预期强化。高硫燃油裂解价差暴跌拖累下，稀释沥青贴水较高，沥青炼厂利润高位，产量兑现概率较高；沥青需求环比改善但高价对需求抑制作用明显。展望2023年交通固定资产投资企稳但沥青需求较悲观，需要价格大跌后才有明显改善，供应产能产量充足，沥青期价或逐步寻底。

4、塑料、PP：需求及预期对抗产能压力，聚烯烃或筑底反弹

2023年仍是聚烯烃产能周期，增速到10%以上，而需求或略有修复，预估3%左右，且外需压力仍存，过剩压力仍将增加，产能利用率要到80%以下，这必然要求聚烯烃估值处于低位，价格需要下跌去挤出供应，因此先有个跌的过程。从节奏上去看，上半年压力或较大，有望看到再平衡，价格将筑底，而随着需求现实及预期好转确认，估值会修复，价格有望筑底反弹，只是空间受制于产能压力。综合评估下来，我们预计LLD和PP运行区间为7100-9000和6900-8600，拐点或看二季度。

5、苯乙烯：过剩压力犹存，成本或为价格中枢

2023年，苯乙烯上下游仍高速扩张，下游增速与终端劈叉较大，预计产能无法全部释放，苯乙烯供应过剩压力犹存。估值修复的路径为调节供需弹性，方式包括非一体化减产、绝对低价吸引下游补库以及终端改善超预期。纯苯产能增速10%，下游产能折纯苯为21%。Q1大炼化产能集中释放，纯苯过剩压力较大，随下游投产落地，纯苯供需或先松后紧。

6、PTA、乙二醇及短纤：价格估值偏低确定，上半年价格弹性或相对较低

2022年国内纺服行业需求收缩、预期偏弱，叠加产业链中下游主动去库。2022年聚酯产销压力贯穿全年，产品现金流降至低位、产品开工率不断调降。进入2023年，我们认为，纺服行业消费或有所改观，聚酯有望边际改善，我们预计2023年聚酯产量增速在6-8%之间。

2023年PTA和乙二醇产能的实际利用率仍然难以明显提升，且有进一步下调风险，其中，乙二醇生产的调整或许是更大的。2023年乙二醇产量或在1480-1500万吨，开工率预计53-55%之间，比2022年均值下调3-5%。

2023年市场的判断，主要有两个方面，一是PTA、乙二醇及短纤价格估值偏低是确定的，仍然是2023年主要的配置方向；二是2023年上半年受产能投放冲击影响，PTA、乙二醇价格的弹性或相对较低；下半年伴随需求的扩张，PTA、乙二醇市场或有改善，布局中期做多机会。

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。

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>