



研究院 农产品组

研究员

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号: F3047125

投资咨询号: Z0015474

李馨

✉ lixin@htfc.com

从业资格号: F03120775

投资咨询号: Z0019724

联系人

白旭宇

☎ 010-64405663

✉ baixuyu@htfc.com

从业资格号: F03114139

薛钧元

☎ 010-64405663

✉ xuejunyuan@htfc.com

从业资格号: F03114096

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

棉花观点

■ 市场分析

国际方面，本年度全球棉市供应宽松的局面难以改变，叠加全球贸易战加剧，需求端预计进一步受到制约，外盘 05 合约还面临巨量的 On-call 采购未点价订单压制。假期中国宣布对产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税，美棉期价在“对等关税”恐慌下连续大幅收跌。不过 3 月底 USDA 意向种植面积公布，美棉新年度缩种预期增强，随着特朗普关税落地，美棉交易重心或逐渐转移到新季供应。

国内方面，供应端，24/25 年度国内超预期增产，商业库存处于历史同期高位，新年度国内植棉面积预期增加，种植端目前来看缺乏明显的利好驱动。需求端，3 月下游表现环比有所改善，不过对比旺季同期水平依旧偏弱，4 月后纱厂库存压力或将逐步增大。本次特朗普“对等关税”对中国及东南亚国家大幅加征关税，对中国纺织品服装的利空影响较大，外需压力在二季度或将逐渐显现。

■ 策略

中性偏空。短期受关税影响不确定性增加，盘面波动或有加剧。基本面来看，旺季不旺，4-5 月需求预期进一步走弱，郑棉短期震荡偏弱，关注前低支撑性。

■ 风险

宏观及政策风险、主产国天气风险

纸浆观点

■ 市场分析

3 月纸浆期货市场呈现震荡下行态势。供应方面，外盘美金报价仍在继续提涨，成本面支撑依旧较强。不过全球发运仍处于高位，1-2 月国内纸浆进口量大增，3 月到港量预计也不低，短期供应压力逐渐增加，年后国内青岛港、常熟港等主要枢纽库存量维持在 190 万吨以上相对高位，对市场价格形成持续压制。需求方面，欧洲需求未见明显起色，欧洲木浆港口库存仍居历史高位。国内下游旺季成色不足，开工及产量表现平

平，纸厂采购仍以刚需为主。由于规模纸厂还在提涨纸价，随着近期浆价回落，纸厂利润略有改善，当前成品纸库存压力不大，不过终端需求预期并不乐观，下游接货情绪未见改善。且5月以后行业即将进入传统淡季，需求仍有继续走弱的可能性。

■ 策略

中性。当前需求面影响偏空，不过纸浆期价已经跌到了近一年半低点，下方存在刚需及成本端的支撑，持续下跌空间或有限，短中期预计震荡承压为主。长期走势由于针叶浆无新增投产，若继续下跌低位多配性价比将逐渐凸显。

■ 风险

外盘报价超预期变动、汇率风险

白糖观点

■ 市场分析

原糖方面，24/25榨季北半球生产基本结束，印度食糖减产的消息已经基本在盘面反映，而是否由出口转进口是远期话题，当前市场焦点仍在巴西25/26榨季开榨进度及产区天气。短期原糖库存低位，原糖05合约又临近交割，下方支撑较强，关注20美分/磅压力。中期巴西丰产预期仍存，糖价中期或依旧承压，关注巴西天气情况。

郑糖方面，国内本榨季维持增产，但前期加工糖厂存洗船情况，短期进口糖源十分有限，糖浆及预拌粉政策又继续收紧，放开的时间或有推迟，在进口糖源补充之前，国内糖价预计高位震荡，近期资金做多情绪并未消退，郑糖表现明显强于外盘，但6300一线阻力预计较强。中期走势预计跟随原糖，重点关注糖浆政策以及进口节奏。

■ 策略

中性。郑糖大方向跟随原糖波动为主，重点关注巴西天气及政策变化。

■ 风险

宏观及政策影响、主产国天气

目录

策略摘要	1
棉花市场分析	5
纸浆市场分析	6
白糖市场分析	7

图表

图 1: 郑棉主力收盘价 单位: 元/吨	8
图 2: 中国棉花价格指数:328 单位: 元/吨	8
图 3: NYBOT 2 号棉花主力收盘价 单位: 元/吨	8
图 4: CFTC 非商业净持仓 单位: 张	8
图 5: 郑棉 5 月基差 单位: 元/吨	8
图 6: 郑棉 9 月基差 单位: 元/吨	8
图 7: 郑棉 5-9 价差 单位: 元/吨	9
图 8: 郑棉 9-1 价差 单位: 元/吨	9
图 9: 棉花月度进口量 单位: 万吨	9
图 10: 棉花累计进口量 单位: 万吨	9
图 11: 棉花工业库存 单位: 万吨	9
图 12: 棉花商业库存 单位: 万吨	9
图 13: 纯棉纱厂负荷 单位: %	10
图 14: 全棉坯布负荷 单位: %	10
图 15: 纱厂棉花库存 单位: 天	10
图 16: 纱厂棉纱库存 单位: 天	10
图 17: 织厂棉纱库存 单位: 天	10
图 18: 全棉坯布库存 单位: 天	10
图 19: 服装鞋帽、针纺织品类当月零售额 单位: 亿元	11
图 20: 服装鞋帽、针纺织品类累计零售额 单位: 亿元	11
图 21: 纺织纱线、织物及制品当月出口额 单位: 万美元	11
图 22: 纺织纱线、织物及制品累计出口额 单位: 万美元	11
图 23: 服装及衣着附件当月出口额 单位: 万美元	11
图 24: 服装及衣着附件累计出口额 单位: 万美元	11
图 25: 纸浆主力收盘价 单位: 元/吨	12
图 26: 国内漂针浆现货价 单位: 元/吨	12
图 27: 山东银星基差 单位: 元/吨	12
图 28: CFR 外盘报价 单位: 美元/吨	12
图 29: 纸浆当月进口量 单位: 万吨	12
图 30: 纸浆累计进口量 单位: 万吨	12
图 31: 针叶浆月度进口量 单位: 万吨	13
图 32: 阔叶浆月度进口量 单位: 万吨	13

图 33: 青岛港周度纸浆库存 单位: 万吨	13
图 34: 青岛港+常熟港+高栏港+天津港月度库存 单位: 万吨	13
图 35: 双胶纸周度产量 单位: 万吨	13
图 36: 铜版纸周度产量 单位: 万吨	13
图 37: 白卡纸周度产量 单位: 万吨	14
图 38: 生活用纸周度产量 单位: 万吨	14
图 39: 双胶纸周度企业库存 单位: 万吨	14
图 40: 铜版纸周度企业库存 单位: 万吨	14
图 41: 白卡纸周度企业库存 单位: 万吨	14
图 42: 生活用纸周度企业库存 单位: 万吨	14
图 43: 白糖主力收盘价 单位: 元/吨	15
图 44: ICE11 号糖收盘价 单位: 美分/磅	15
图 45: 白糖现货价格 单位: 元/吨	15
图 46: 郑糖 05 基差 单位: 元/吨	15
图 47: 郑糖 09 基差 单位: 元/吨	15
图 48: 全国食糖产量: 累计值 单位: 万吨	15
图 49: 全国食糖销量: 累计值 单位: 万吨	16
图 50: 国内食糖新增工业库存 单位: 万吨	16
图 51: 国内食糖月度进口量 单位: 万吨	16
图 52: 国内食糖累计进口量 单位: 万吨	16
图 53: 巴西中南部累计甘蔗压榨量 单位: 万吨	16
图 54: 巴西中南部双周累计产糖量 单位: 万吨	16
图 55: 巴西食糖月度出口量 单位: 万吨	17
图 56: 印度甘蔗种植面积 单位: 万公顷	17
图 57: 印度食糖月度出口量 单位: 万吨	17
图 58: 印度食糖累计出口量 单位: 万吨	17
图 59: 泰国双周糖累计产量 单位: 吨	17
图 60: 泰国食糖月度出口量 单位: 万吨	17

棉花市场分析

■ 价格行情

期货方面，截止3月底收盘，棉花2505合约收盘价13540元/吨，环比下跌30元/吨，跌幅0.22%。现货方面，新疆棉到厂价14616元/吨，环比下跌78元/吨，现货基差CF05+1076，环比下跌48。全国棉花现货加权均价14881元/吨，环比下跌66元/吨，现货基差CF05+1341，环比下跌36。

■ 棉花供需

国际方面，美国农业部（USDA）发布2025/26年度作物种植意向报告，数据表现基本符合市场预期。美棉新年度意向种植面积预期在986.7万英亩（5989.6万亩），同比减少11.8%。其中陆地棉面积意向预期971.0万英亩（5894.3万亩），同比减少11.5%；皮马棉意向面积15.7万英亩（95.3万亩），同比减少24.2%。

国内方面，据棉花信息网调研数据，截至2025年3月31日，新疆棉花春播工作已有序展开，整体播种进度约1.1%。其中，南疆棉区最早从3月下旬开始播种，进度约为1.1%。已播地块多以孜然与棉花套种试播为主。受近期持续低温及沙尘天气影响，播种进度有所放缓。北疆及东疆棉区同样受到气温偏低影响，大面积播种尚未开始。随着近期天气条件逐步改善，预计4月10-15日期间，全疆将进入棉花播种高峰阶段。

■ 后市展望

国际方面，本年度全球棉市供应宽松的局面难以改变，叠加全球贸易战加剧，需求端预计进一步受到制约，外盘05合约还面临巨量的On-call采购未点价订单压制。假期中国宣布对产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税，美棉期价在“对等关税”恐慌下连续大幅收跌。不过3月底USDA意向种植面积公布，美棉新年度缩种预期增强，随着特朗普关税落地，美棉交易重心或逐渐转移到新季供应。

国内方面，供应端，24/25年度国内超预期增产，商业库存处于历史同期高位，新年度国内植棉面积预期增加，种植端目前来看缺乏明显的利好驱动。需求端，3月下游表现环比有所改善，不过对比旺季同期水平依旧偏弱，4月后纱厂库存压力或将逐步增大。本次特朗普“对等关税”对中国及东南亚国家大幅加征关税，对中国纺织品服装的利空影响较大，外需压力在二季度或将逐渐显现。

综合来看，短期受关税影响不确定性增加，盘面波动或有加剧。基本面来看，旺季不旺，4-5月需求预期进一步走弱，郑棉短期震荡偏弱，关注前低支撑性。

纸浆市场分析

■ 价格行情

期货方面，截止3月底收盘，纸浆2505合约5644元/吨，相较上月下跌318元/吨，跌幅5.33%。现货方面，山东地区“银星”针叶浆现货价格6450元/吨，较上月下跌130元/吨，现货基差SP05+806，环比上涨188；山东地区“俄针”针叶浆现货价格5650元/吨，较上月下跌250元/吨，现货基差SP05+6，环比上涨68。

■ 纸浆供需

国际方面，据Europulp数据，2025年2月欧洲港口总库存较1月下降0.70%，较2024年2月增长24.39%。2月仅荷兰/比利时/法国/瑞士港口库存环比增长18.88%，英国、德国、意大利以及西班牙港口库存分别环比下降0.83%、21.24%、16.60%以及10.91%。智利Arauco公司公布2025年4月份木浆外盘报价：针叶浆银星持平于825美元/吨；本色浆金星持平于690美元/吨；阔叶浆明星提涨20美元/吨至630美元/吨。

国内方面，据卓创资讯，3月份，国产阔叶浆行业开工负荷率60%，较上月持平；国产化机浆行业开工负荷率72%，较上月上升2%；非木浆方面，竹浆开工负荷率81%，较上月上升6%；甘蔗浆开工负荷率70%，较上月上升27%。3月份，双铜纸开工负荷率较上月提升3.37%；双胶纸开工负荷率较上月上升2.88%；白卡纸开工负荷率较上月提升4.76%；生活用纸开工负荷率较上月提升6.98%。

■ 后市展望

3月纸浆期货市场呈现震荡下行态势。供应方面，外盘美金报价仍在继续提涨，成本面支撑依旧较强。不过全球发运仍处于高位，1-2月国内纸浆进口量大增，3月到港量预计也不低，短期供应压力逐渐增加，年后国内青岛港、常熟港等主要枢纽库存量维持在190万吨以上相对高位，对市场价格形成持续压制。需求方面，欧洲需求未见明显起色，欧洲木浆港口库存仍居历史高位。国内下游旺季成色不足，开工及产量表现平平，纸厂采购仍以刚需为主。由于规模纸厂还在提涨纸价，随着近期浆价回落，纸厂利润略有改善，当前成品纸库存压力不大，不过终端需求预期并不乐观，下游接货情绪未见改善。且5月以后行业即将进入传统淡季，需求仍有继续走弱的可能性。

综合来看，当前需求面影响偏空，不过纸浆期价已经跌到了近一年半低点，下方存在刚需及成本端的支撑，持续下跌空间或有限，短中期预计震荡承压为主。长期走势由于针叶浆无新增投产，若继续下跌低位多配性价比将逐渐凸显。

白糖市场分析

■ 价格行情

期货方面，截至3月底收盘，白糖2505合约收盘价6075元/吨，环比上月上涨144元/吨，涨幅2.43%。现货方面，广西南宁地区白糖现货价格6150元/吨，环比上涨75元/吨，现货基差SR05+75，环比下跌69；云南昆明地区白糖现货价格5930元/吨，环比上涨30元/吨，现货基差SR05-145，环比下跌114。

■ 白糖供需

国际方面，据UNICA，2024/25榨季截至3月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为61728.5万吨，同比降幅达4.94%；累计制糖比为48.09%，较去年同期的48.96%减少0.87%；累计产乙醇344.24亿升，同比增幅达4.11%；累计产糖量为3998.3万吨，同比降幅达5.34%。根据印度全国合作糖厂联合会（NFCSF）发布的数据，2024/25榨季截至2025年3月31日，全国还剩113家糖厂正在进行食糖生产工作，同比减少91家；入榨甘蔗26532.6万吨，降幅11%；产糖2485万吨，降幅17.85%。

国内方面，据广西糖业协会，截至3月31日，2024/25年榨季广西全区已有73家糖厂收榨，同比增加18家；共入榨甘蔗4857.48万吨，同比减少193.57万吨；产混合糖646.08万吨，同比增加35.59万吨；产糖率13.30%，同比提高1.21个百分点；累计销糖347.80万吨，同比增加56.31万吨；产销率53.83%，同比提高6.08个百分点。其中3月份单月产糖29.37万吨，同比减少62.63万吨；单月销糖59.47万吨，同比增加3.37万吨；工业库存298.28万吨，同比减少20.72万吨。

■ 后市展望

原糖方面，24/25榨季北半球生产基本结束，印度食糖减产的消息已经基本在盘面反映，而是否由出口转进口是远期话题，当前市场焦点仍在巴西25/26榨季开榨进度及产区天气。短期原糖库存低位，原糖05合约又临近交割，下方支撑较强，关注20美分/磅压力。中期巴西丰产预期仍存，糖价中期或依旧承压，关注巴西天气情况。

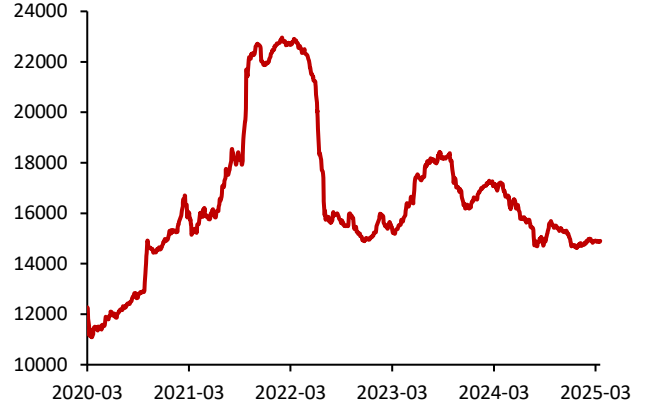
郑糖方面，国内本榨季维持增产，但前期加工糖厂存洗船情况，短期进口糖源十分有限，糖浆及预拌粉政策又继续收紧，放开的时间或有推迟，在进口糖源补充之前，国内糖价预计高位震荡，近期资金做多情绪并未消退，郑糖表现明显强于外盘，但6300一线阻力预计较强。中期走势预计跟随原糖，重点关注糖浆政策以及进口节奏。

图 1: 郑棉主力收盘价 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 中国棉花价格指数:328 | 单位: 元/吨



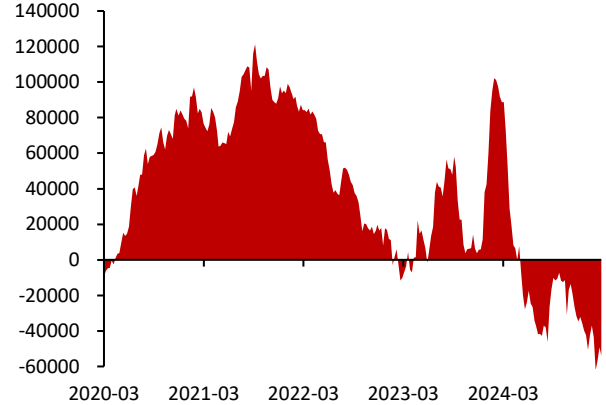
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: NYBOT 2 号棉花主力收盘价 | 单位: 元/吨



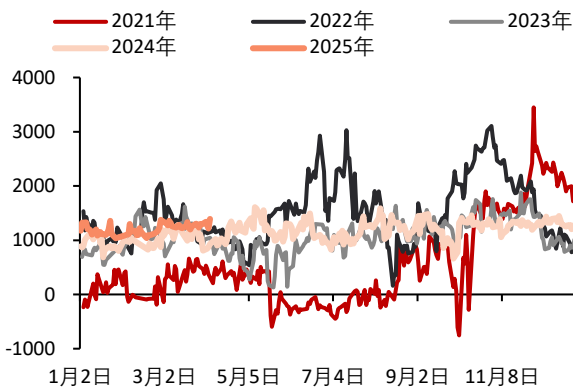
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: CFTC 非商业净持仓 | 单位: 张



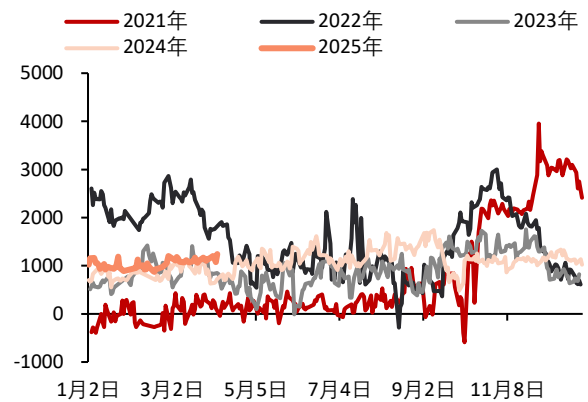
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 郑棉 5 月基差 | 单位: 元/吨



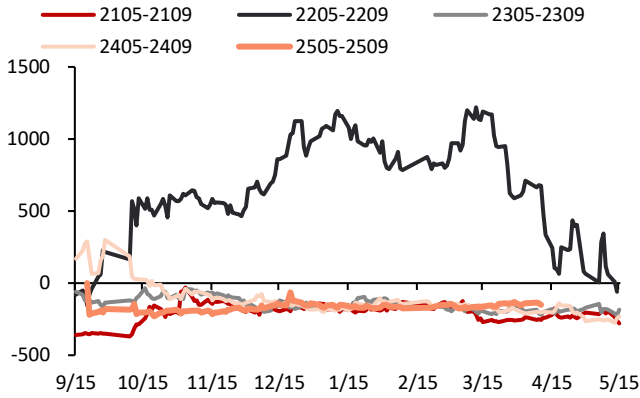
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 郑棉 9 月基差 | 单位: 元/吨



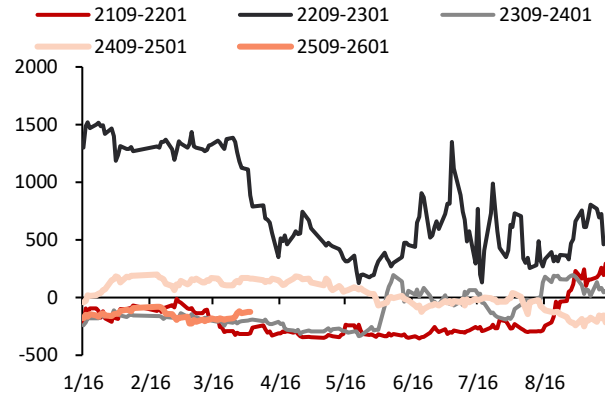
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 郑棉 5-9 价差 | 单位: 元/吨



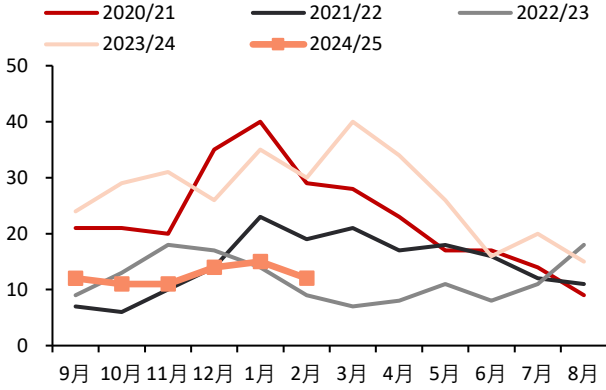
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 郑棉 9-1 价差 | 单位: 元/吨



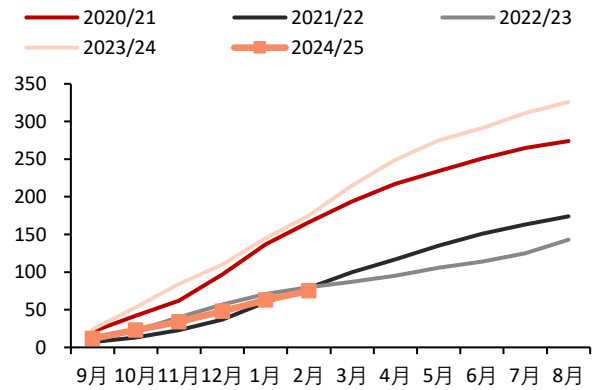
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 棉花月度进口量 | 单位: 万吨



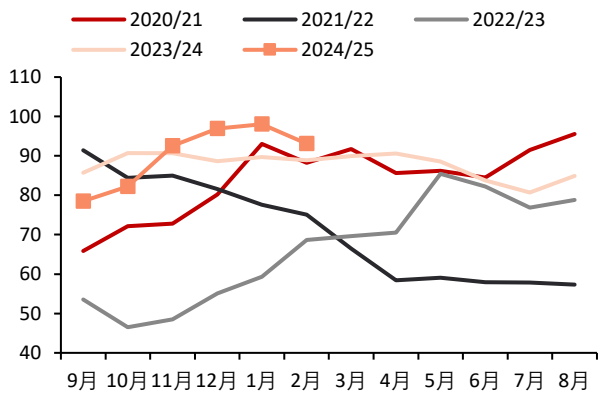
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 棉花累计进口量 | 单位: 万吨



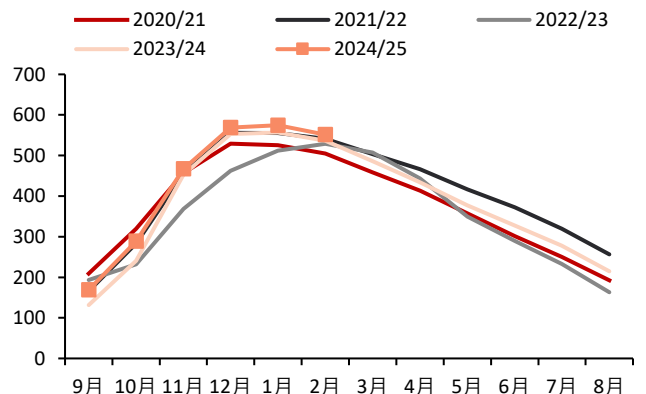
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 棉花工业库存 | 单位: 万吨



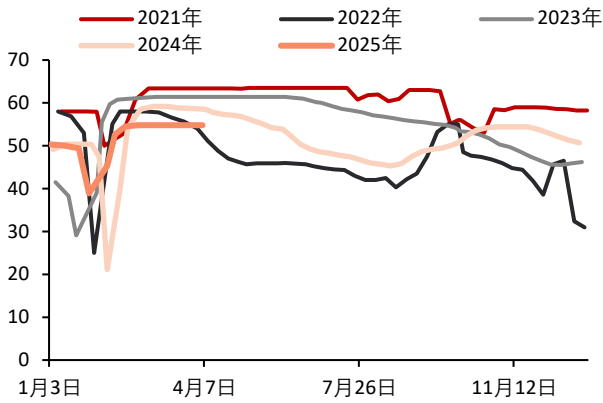
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 棉花商业库存 | 单位: 万吨



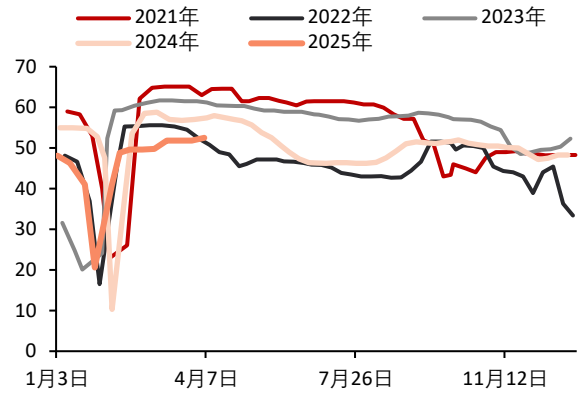
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 纯棉纱厂负荷 | 单位: %



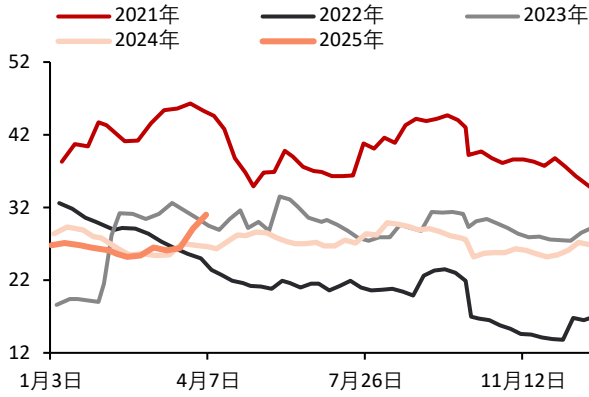
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 14: 全棉坯布负荷 | 单位: %



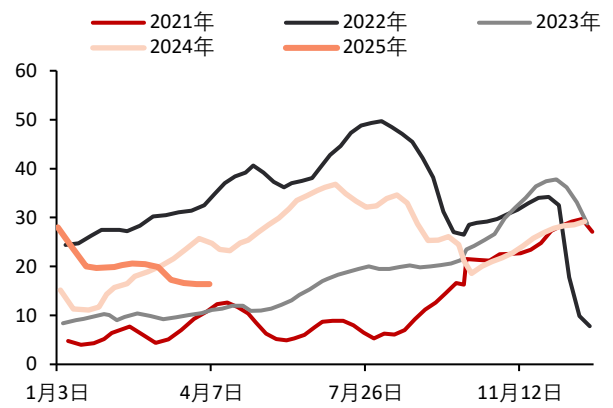
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 15: 纱厂棉花库存 | 单位: 天



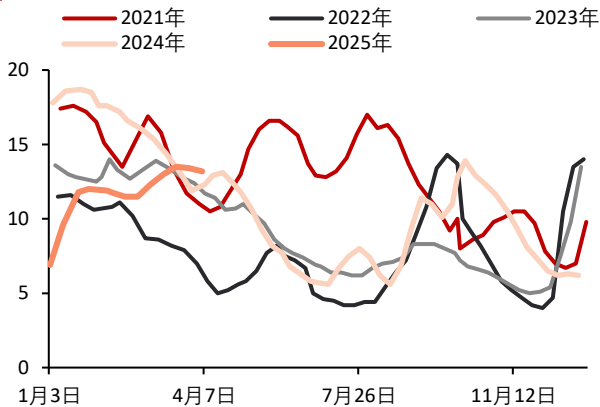
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 16: 纱厂棉纱库存 | 单位: 天



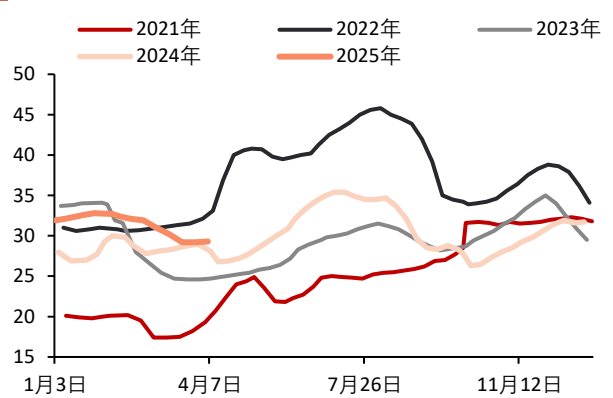
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 17: 织厂棉纱库存 | 单位: 天



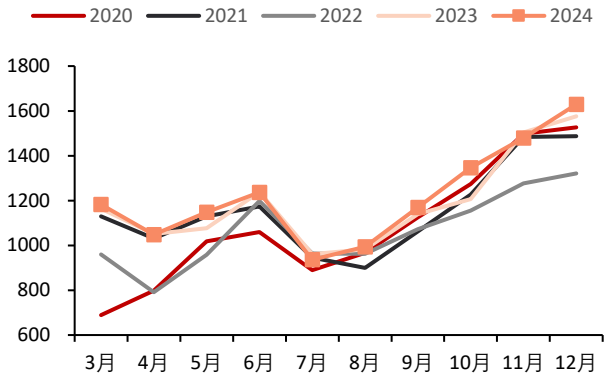
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 18: 全棉坯布库存 | 单位: 天



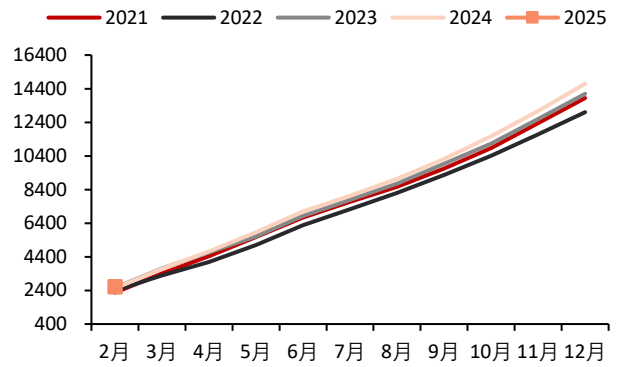
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 19:服装鞋帽、针纺织品类当月零售额 | 单位: 亿元



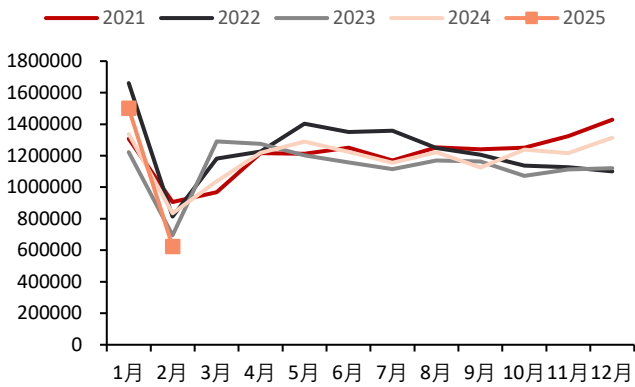
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20:服装鞋帽、针纺织品类累计零售额 | 单位: 亿元



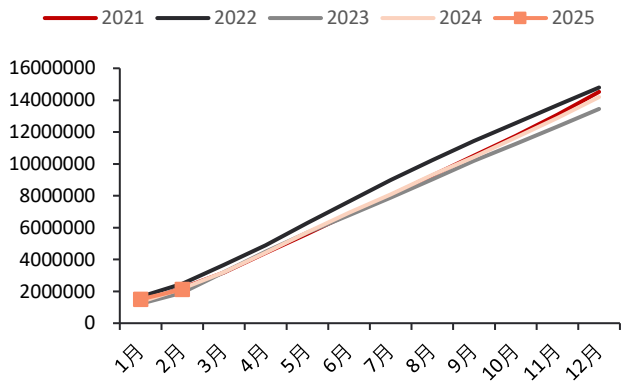
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21:纺织纱线、织物及制品当月出口额 | 单位: 万美元



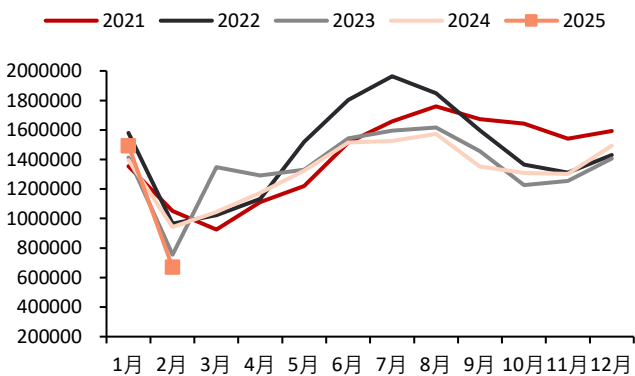
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22:纺织纱线、织物及制品累计出口额 | 单位: 万美元



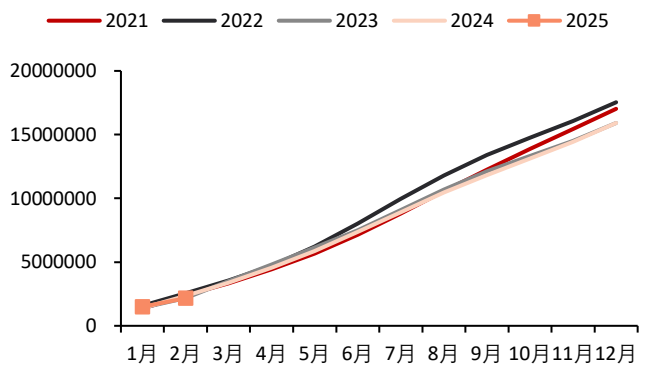
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23:服装及衣着附件当月出口额 | 单位: 万美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24:服装及衣着附件累计出口额 | 单位: 万美元



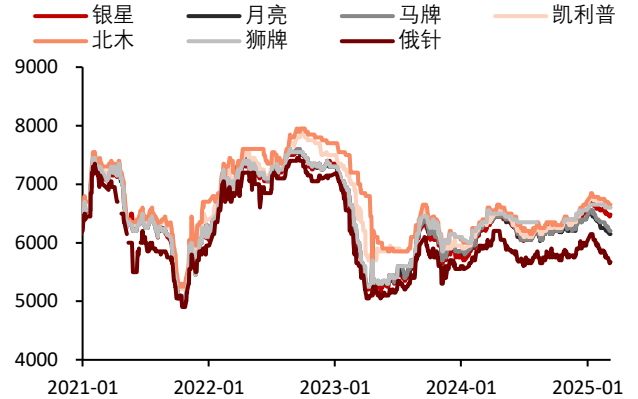
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 纸浆主力收盘价 | 单位: 元/吨



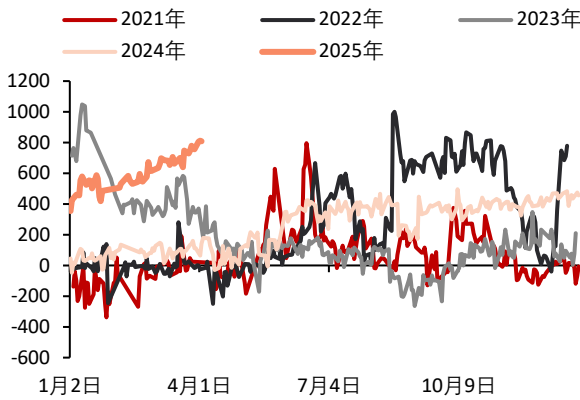
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 国内漂针浆现货价 | 单位: 元/吨



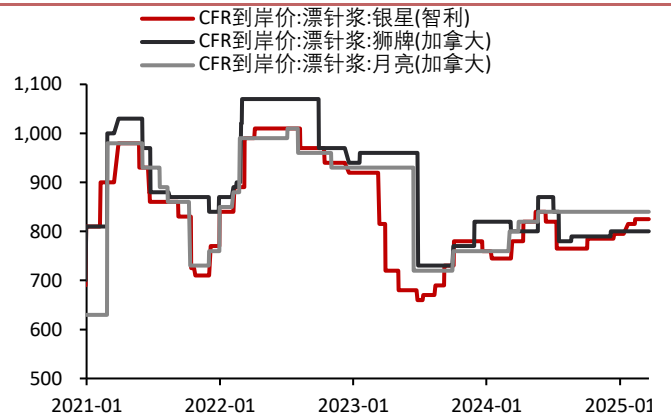
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 山东银星基差 | 单位: 元/吨



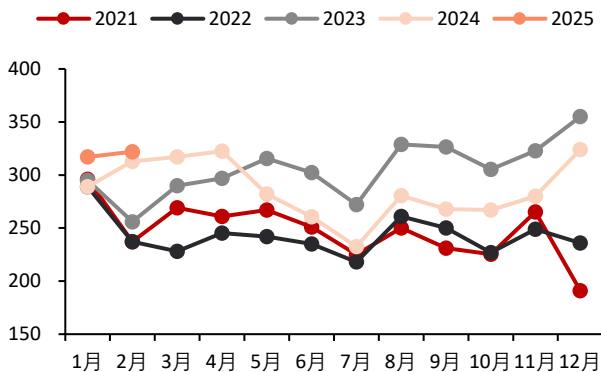
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: CFR 外盘报价 | 单位: 美元/吨



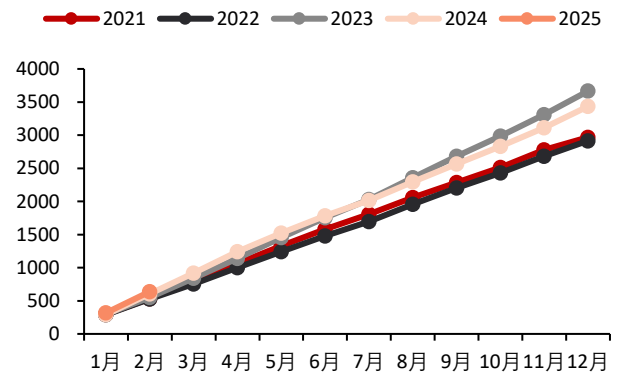
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 纸浆当月进口量 | 单位: 万吨



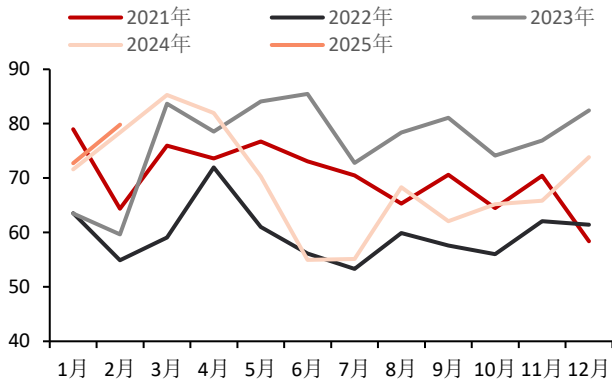
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 纸浆累计进口量 | 单位: 万吨



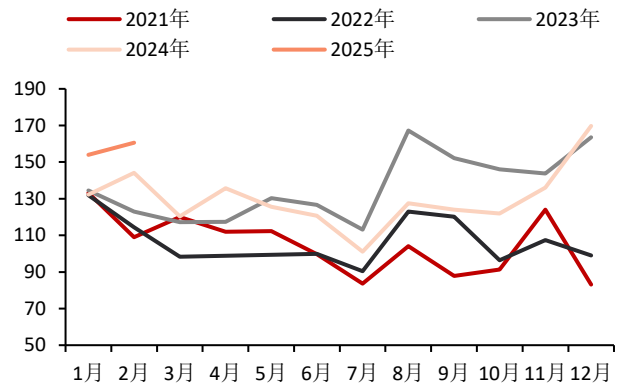
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 针叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



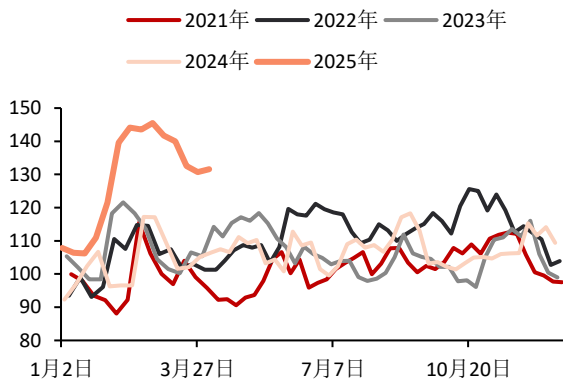
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 阔叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



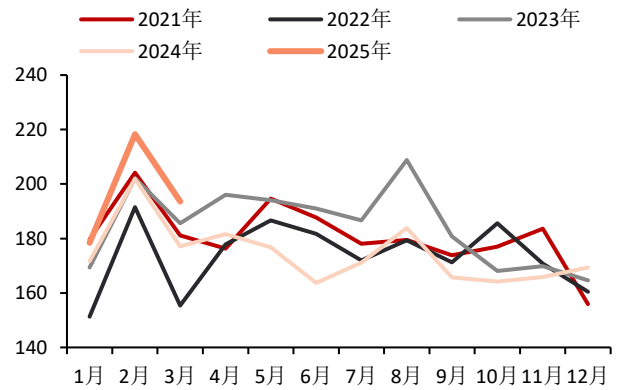
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 青岛港周度纸浆库存 | 单位: 万吨



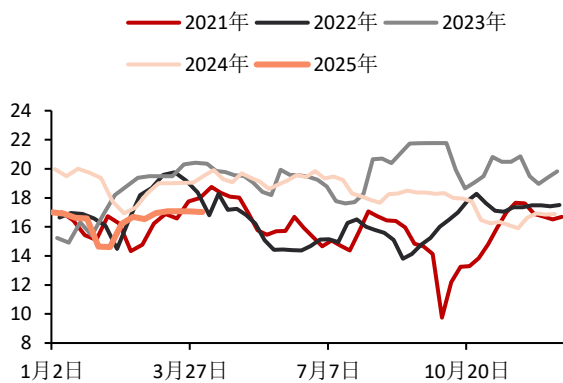
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 34: 青岛港+常熟港+高栏港+天津港月度库存 | 单位: 万吨



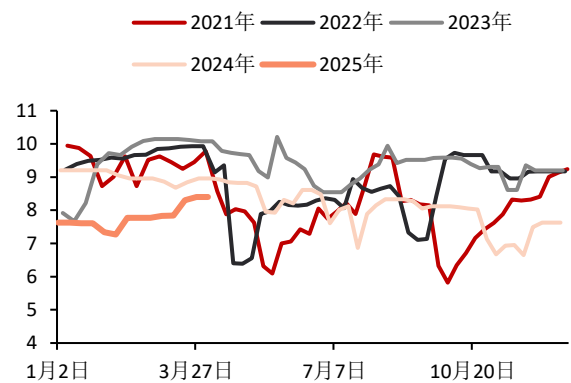
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 35: 双胶纸周度产量 | 单位: 万吨



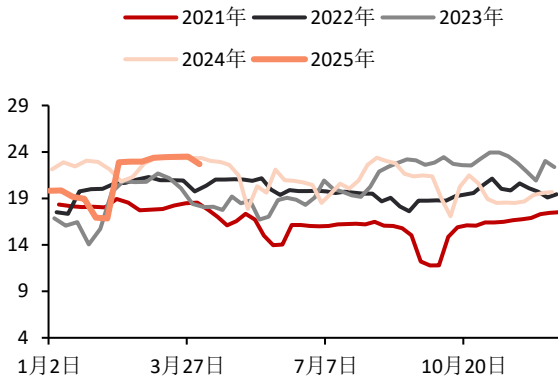
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 36: 铜版纸周度产量 | 单位: 万吨



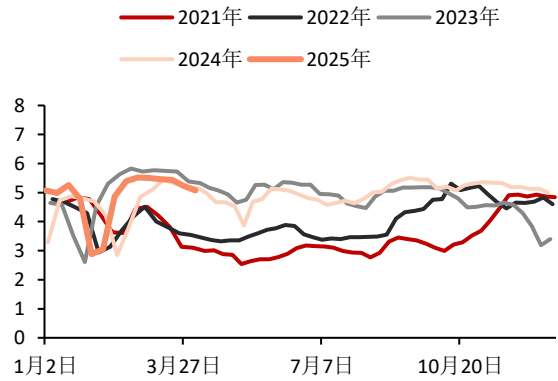
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 37: 白卡纸周度产量 | 单位: 万吨



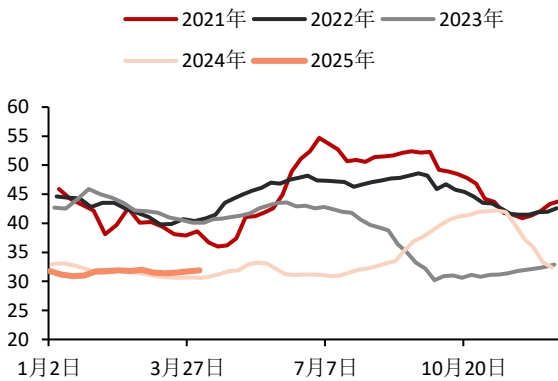
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 38: 生活用纸周度产量 | 单位: 万吨



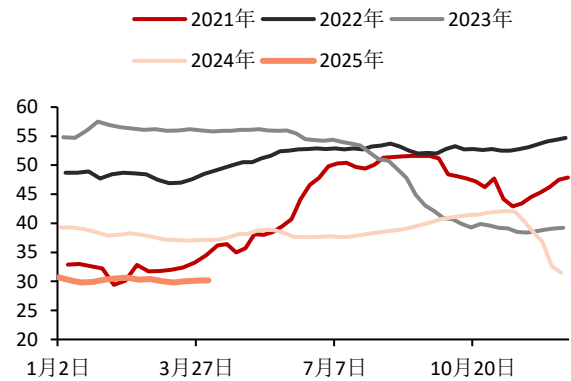
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 39: 双胶纸周度企业库存 | 单位: 万吨



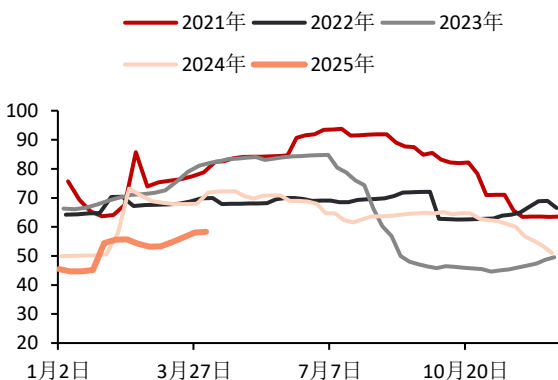
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 40: 铜版纸周度企业库存 | 单位: 万吨



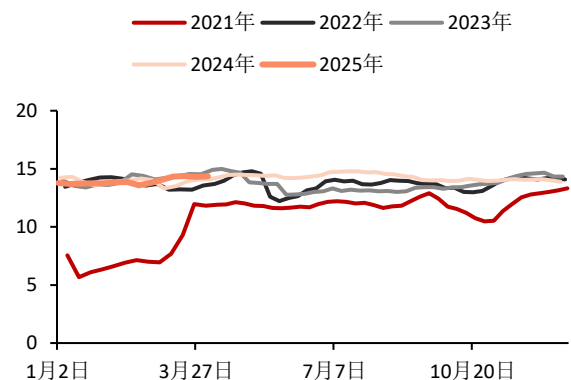
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 41: 白卡纸周度企业库存 | 单位: 万吨



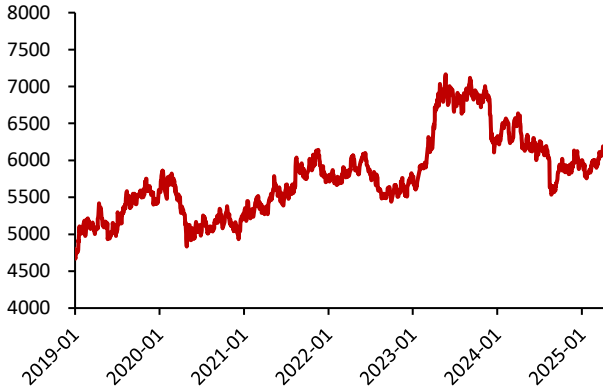
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 42: 生活用纸周度企业库存 | 单位: 万吨



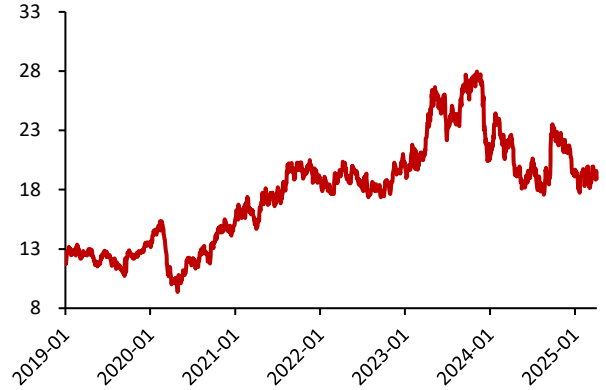
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 43:白糖主力收盘价 | 单位: 元/吨



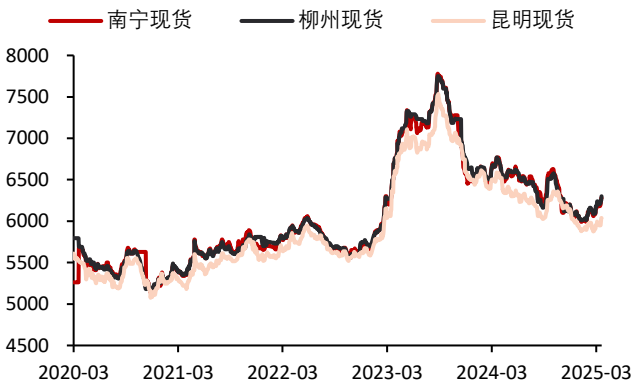
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 44:ICE11 号糖收盘价 | 单位: 美分/磅



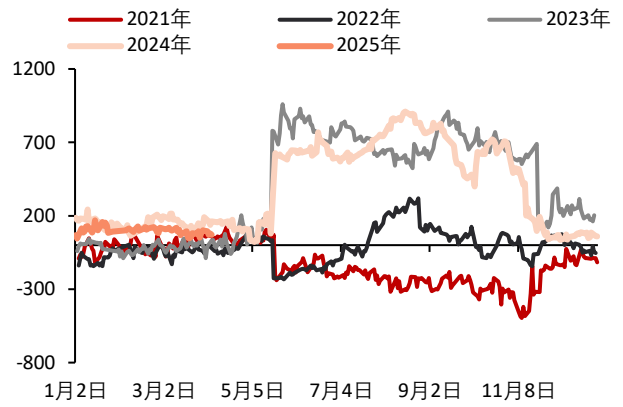
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 45:白糖现货价格 | 单位: 元/吨



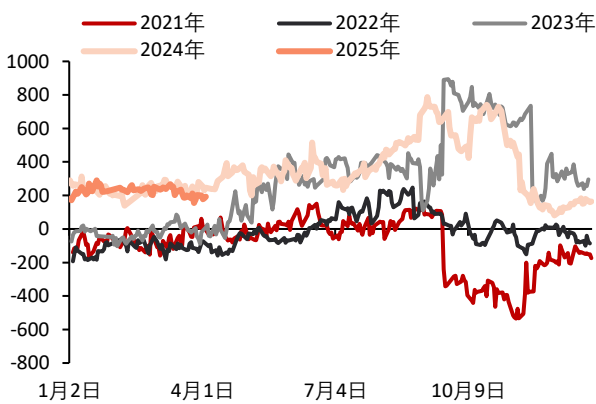
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46:郑糖 05 基差 | 单位: 元/吨



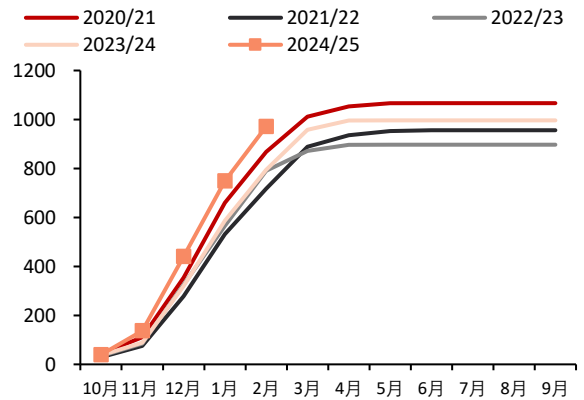
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 47:郑糖 09 基差 | 单位: 元/吨



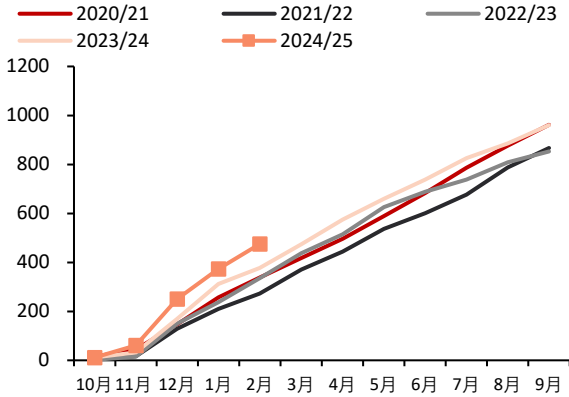
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 48:全国食糖产量: 累计值 | 单位: 万吨



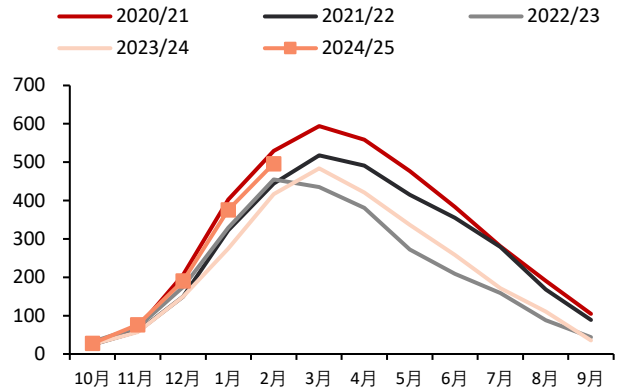
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 49: 全国食糖销量: 累计值 | 单位: 万吨



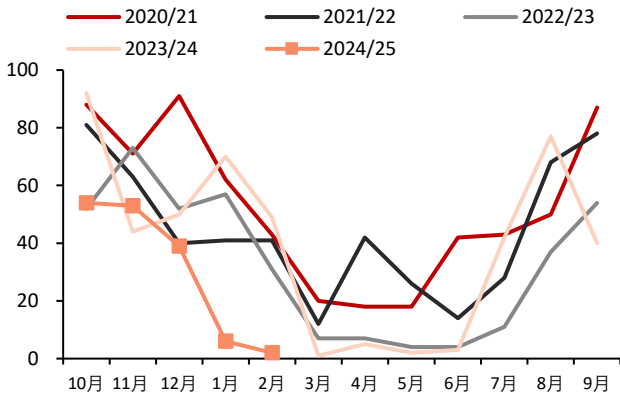
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50: 国内食糖新增工业库存 | 单位: 万吨



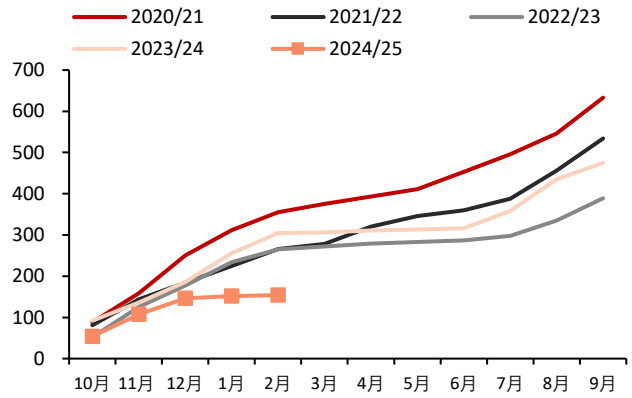
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 51: 国内食糖月度进口量 | 单位: 万吨



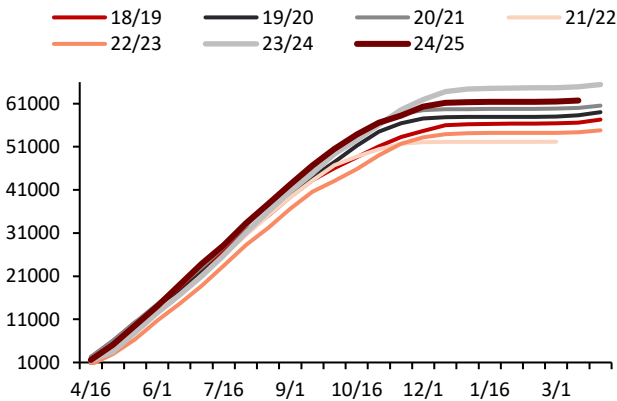
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 52: 国内食糖累计进口量 | 单位: 万吨



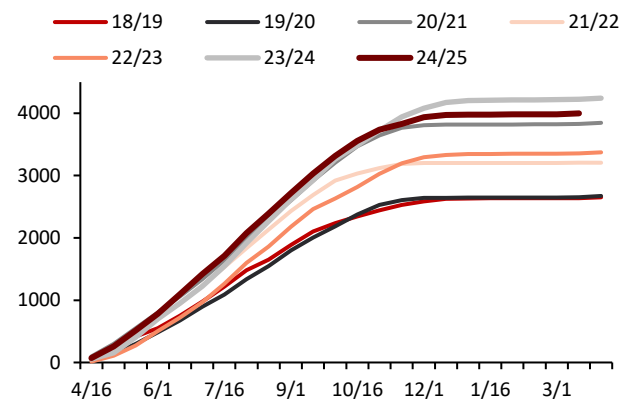
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 53: 巴西中南部累计甘蔗压榨量 | 单位: 万吨



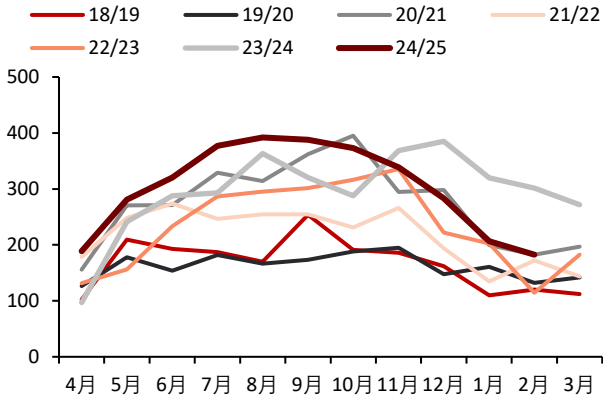
数据来源: UNICA 华泰期货研究院

图 54: 巴西中南部双周累计产糖量 | 单位: 万吨



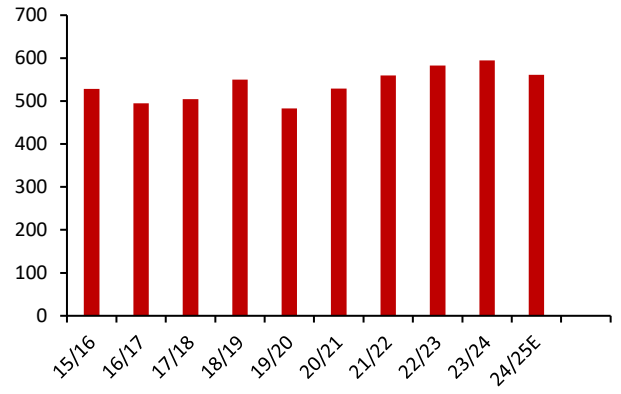
数据来源: UNICA 华泰期货研究院

图 55: 巴西食糖月度出口量 | 单位: 万吨



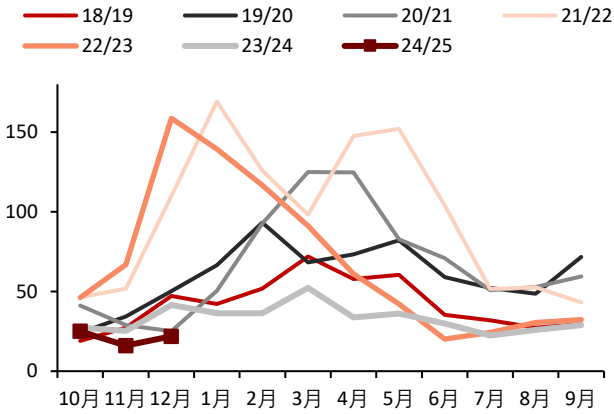
数据来源: 巴西农业部 华泰期货研究院

图 56: 印度甘蔗种植面积 | 单位: 万公顷



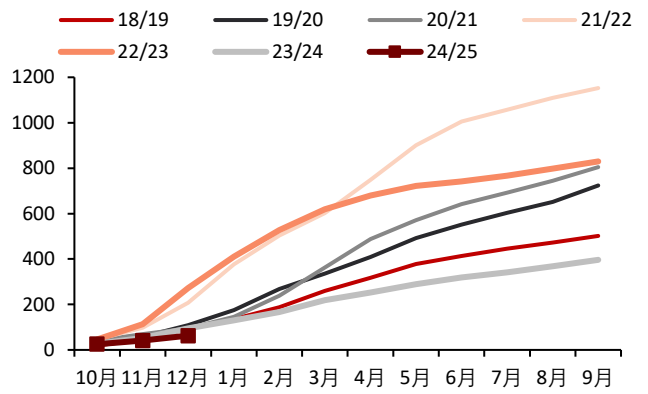
数据来源: ISMA 华泰期货研究院

图 57: 印度食糖月度出口量 | 单位: 万吨



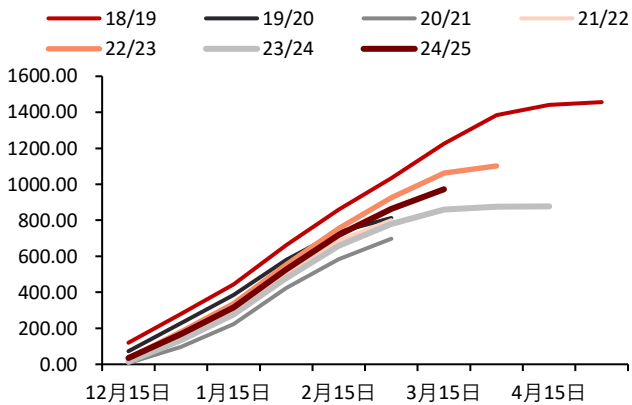
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

图 58: 印度食糖累计出口量 | 单位: 万吨



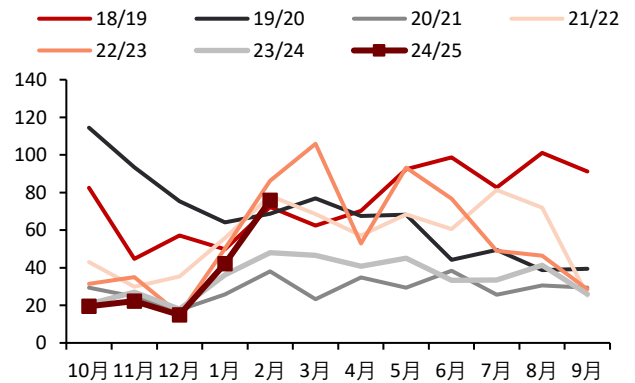
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

图 59: 泰国双周糖累计产量 | 单位: 吨



数据来源: OCSB 华泰期货研究院

图 60: 泰国食糖月度出口量 | 单位: 万吨



数据来源: OCSB 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com