



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，尽管 USDA 展望论坛调降 25/26 年度全球棉花产量和期末库存，调增全球棉花消费量，报告整体偏多，但短期内供应宽松的局面难以改变，叠加特朗普再度加征关税，中国对美反制，需求端预计进一步受到制约，ICE 美棉不排除继续探底的可能性。后续需关注美棉植棉意向落地情况及天气旱情等扰动因素的影响。

国内方面，24/25 年度国内超预期增产，商业库存处于历史同期高位，供应压力凸显，套保资金也持续压制盘面。25/26 年度国内植棉面积预期增加，供应端压力或持续存在。尽管市场对旺季需求仍有期待，但目前来看下游整体表现一般，新增订单不足，纱厂目前刚需补库为主，关税增加后国内进出口企业将面临更大压力，对美出口订单或进一步受限，需求端短期来看较难出现明显的支撑，关注旺季预期的落地情况。

■ 策略

中性。短期贸易环境恶化，市场情绪偏空，不过旺季预期仍存，纱厂还没有到明显的负反馈，短期棉价或仍以区间震荡为主。

■ 风险

宏观及政策风险

纸浆观点

■ 市场分析

供应方面，海外供应端扰动仍存，后续纸浆供应存在减量预期，外盘美金报价震荡偏强，支撑国内进口木浆现货价格。需求方面，节后造纸企业虽有序复产，但受制于终端消费复苏节奏迟缓，产业链补库动能明显不足，现货市场仍维持低成交量运行。值得注意的是，虽然国内外头部纸企相继释放提价信号，但国内加工端受制于成本传导不畅，多数纸厂仍处于盈亏平衡线边缘，致使产业链上下游议价博弈形成拉锯格局。当前市场面临双重压力：一方面，主要港口库存量维持在高位区间；另一方面，生活用纸、文化纸等主要品类社会库存去化速率低于预期。

■ 策略

中性。鉴于当前港口库存维持高位运行，且终端消费未见显著回暖迹象，短期内纸浆价格或维持宽幅震荡态势，中长期走势仍需观察宏观政策调控与消费复苏节奏的协同效应。

■ 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，随着原糖 03 合约交割，外盘重回跌势，不过当前巴西食糖库存降至历史低位，北半球 24/25 榨季产量不及预期，巴西新榨季开榨前贸易流预计仍偏紧，短期原糖期价下方支撑仍存。中长期来看，25/26 榨季巴西食糖增产预期仍存，北半球下一榨季种植意愿也较高，中长期全球糖市或仍处增产周期，但当前巴西降水有所减少，25/26 榨季巴西估产存在不确定性，仍需关注巴西天气转干风险及新榨季开榨情况。

郑糖方面，24/25 榨季国产糖仍处于增产周期，截止 2 月底共生产食糖 971.61 万吨，2 月工业库存较 1 月底增加 120.67 万吨，累库进度加快。不过广西受旱情影响产量不及预期，叠加短期限制糖浆及预拌粉进口，对国内糖价起到较强的支撑作用。前期原糖下跌之后，配额外进口利润快速修复，远月配额外进口窗口打开，二季度之后进口食糖数量或将逐渐回升，另外国内糖浆及预拌粉的管控政策预计也难以持久，长期来看国内食糖市场未来很可能同时面临配额外原糖和进口糖浆及预拌粉的冲击。

■ 策略

中性。巴西新榨季开榨前贸易流偏紧，原糖下方支撑仍存。郑糖跟随原糖波动为主。

■ 风险

宏观、天气及政策影响

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，截止周五收盘，棉花 2505 合约 13580 元/吨，环比上涨 10 元/吨，涨幅 0.07%。现货方面，据棉花信息网，新疆地区棉花现货价格 14595 元/吨，环比下跌 99 元/吨。现货基差 CF05+1015，环比下跌 109。全国棉花现货加权均价 14835 元/吨，环比下跌 112 元/吨，现货基差 CF05+1255，环比下跌 122。

■ 棉花供需

国际方面，据美国农业部（USDA），截止 2 月 27 日当周，2024/25 美陆地棉周度签约 5.48 万吨，周增 45%，较四周平均水平增 6%，同比增长 364%；其中越南签约 1.66 万吨，中国签约 1.06 万吨；2025/26 年度美陆地棉周度签约 2.4 万吨；2024/25 美陆地棉周度装运 7.58 万吨，周增 25%，较四周平均水平增 28%，同比增 1%，其中越南装运 2.27 万吨，巴基斯坦装运 1.48 万吨。

国内方面，海关总署最新数据显示，2025 年 1-2 月，我国出口纺织品服装 428.84 亿美元，同比下降 4.54%，高于过去五年均值 1.73%；其中纺织品出口 212.21 亿美元，同比下降 2%；服装出口 216.64 亿美元，同比下降 6.9%。

■ 后市展望

国际方面，尽管 USDA 展望论坛调降 25/26 年度全球棉花产量和期末库存，调增全球棉花消费量，报告整体偏多，但短期内供应宽松的局面难以改变，叠加特朗普再度加征关税，中国对美反制，需求端预计进一步受到制约，ICE 美棉不排除继续探底的可能性。后续需关注美棉植棉意向落地情况及天气旱情等扰动因素的影响。

国内方面，24/25 年度国内超预期增产，商业库存处于历史同期高位，供应压力凸显，套保资金也持续压制盘面。25/26 年度国内植棉面积预期增加，供应端压力或持续存在。尽管市场对旺季需求仍有期待，但目前来看下游整体表现一般，新增订单不足，纱厂目前刚需补库为主，关税增加后国内出口企业将面临更大压力，对美出口订单或进一步受限，需求端短期来看较难出现明显的支撑，关注旺季预期的落地情况。

综合来看，短期贸易环境恶化，市场情绪偏空，不过旺季预期仍存，纱厂还没有到明显的负反馈，短期棉价或仍以区间震荡为主。

纸浆市场分析

■ 价格行情

期货方面，截止周五收盘，纸浆 2505 合约收于 5864 元/吨，相比上周下跌 98 元/吨，跌幅 1.64%。现货方面，据卓创，本周山东地区“银星”针叶浆现货均价 6580 元/吨，较上周下调 20 元/吨，现货基差 SP05+716，环比上涨 78；本周山东地区“月亮/马牌”针叶浆现货均价 6300 元/吨，较上周下调 100 元/吨，现货基差 SP05+436，环比下降 2。

■ 纸浆供需

国际方面，据 Europulp 数据显示，2025 年 1 月欧洲港口总库存较 2024 年 12 月增加 0.40%，较 2024 年同期增长 13.34%。1 月荷兰/比利时/法国/瑞士、西班牙港口库存环比分别减少 7.06%、6.84%，英国、德国以及意大利港口库存环比分别增加 7.16%、3.13%、13.92%。整体来看，欧洲多数国家港口库存环比增多，带动 1 月欧洲港口总库存环比微增。

国内方面，据卓创，供应方面，国产阔叶浆开工负荷率较上周下降 5%；国产化机浆行业开工负荷率较上周持平；非木浆方面，竹浆开工负荷率较上周上升 5%；甘蔗浆开工负荷率较上周上升 16%。需求方面，双铜纸开工负荷率较上周持平上升 0.43%；双胶纸开工负荷率较上周上升 1.28%；白卡纸开工负荷率较上周提升 1.21%；生活用纸开工负荷率较上周下降 0.18%。

■ 后市展望

供应方面，海外供应端扰动仍存，后续纸浆供应存在减量预期，外盘美金报价震荡偏强，支撑国内进口木浆现货价格。需求方面，节后造纸企业虽有序复产，但受制于终端消费复苏节奏迟缓，产业链补库动能明显不足，现货市场仍维持低成交量运行。值得注意的是，虽然国内外头部纸企相继释放提价信号，但国内加工端受制于成本传导不畅，多数纸厂仍处于盈亏平衡线边缘，致使产业链上下游议价博弈形成拉锯格局。当前市场面临双重压力：一方面，主要港口库存量维持在高位区间；另一方面，生活用纸、文化纸等主要品类社会库存去化速率低于预期。

鉴于当前港口库存维持高位运行，且终端消费未见显著回暖迹象，短期内纸浆价格或维持宽幅震荡态势，中长期走势仍需观察宏观政策调控与消费复苏节奏的协同效应。

白糖市场分析

■ 价格行情

期货方面，截止周五收盘，白糖 2505 合约收盘价 5920 元/吨，环比上周下跌 11 元/吨，跌幅 0.19%。现货方面，据钢联数据，广西南宁地区白糖现货价格 6030 元/吨，环比上周下跌 20 元/吨，现货基差 SR05+110，环比上周下跌 9；云南昆明地区白糖现货价格 5860 元/吨，环比上周下跌 40 元/吨，现货基差 SR05-60，环比上周下跌 29。

■ 白糖供需

国际方面，据航运机构 Williams，截至 3 月 5 日当周，巴西港口等待装运食糖的船只数量为 39 艘，此前一周为 43 艘。港口等待装运的食糖数量为 127.2 万吨，此前一周为 122.74 万吨，环比增加 4.46 万吨，增幅 3.6%。桑托斯港等待出口的食糖数量为 53.51 万吨，帕拉纳瓜港等待出口的食糖数量为 37.81 万吨。

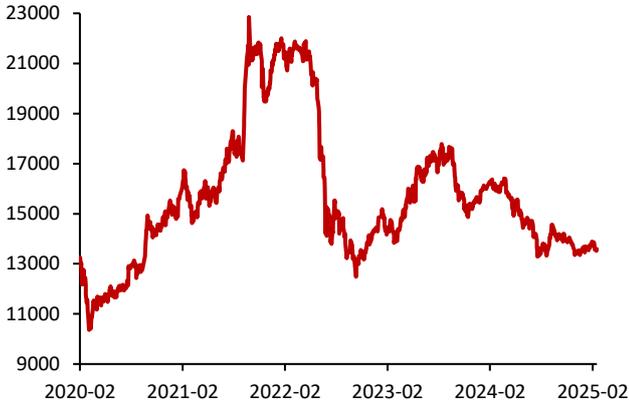
国内方面，据中国糖业协会，截至 2025 年 2 月底，2024/25 年制糖期（以下简称“本制糖期”）甘蔗糖厂已全部开榨，74 家糖厂停机（甜菜糖厂 28 家全部停机，甘蔗糖厂 46 家）。本制糖期全国共生产食糖 971.61 万吨，同比增加 176.82 万吨，增幅 22.25%；全国累计销售食糖 475.16 万吨，同比增加 97.31 万吨，增幅 25.75%；累计销糖率 48.9%，同比加快 1.36 个百分点。截至 2025 年 2 月底，本制糖期全国制糖工业企业成品白糖累计平均销售价格 6022 元/吨，同比回落 617 元/吨。2025 年 2 月成品白糖平均销售价格 5998 元/吨，同比回落 564 元/吨。

■ 后市展望

原糖方面，随着原糖 03 合约交割，外盘重回跌势，不过当前巴西食糖库存降至历史低位，北半球 24/25 榨季产量不及预期，巴西新榨季开榨前贸易流预计仍偏紧，短期原糖期价下方支撑仍存。中长期来看，25/26 榨季巴西食糖增产预期仍存，北半球下一榨季种植意愿也较高，中长期全球糖市或仍处增产周期，但当前巴西降水有所减少，25/26 榨季巴西估产存在不确定性，仍需关注巴西天气转干风险及新榨季开榨情况。

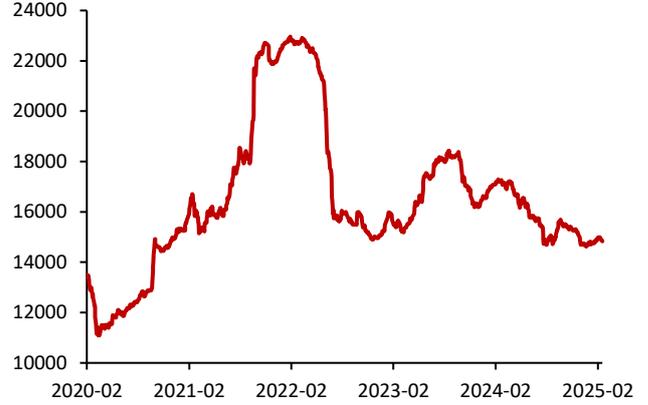
郑糖方面，24/25 榨季国产糖仍处于增产周期，截止 2 月底共生产食糖 971.61 万吨，2 月工业库存较 1 月底增加 120.67 万吨，累库进度加快。不过广西受旱情影响产量不及预期，叠加短期限制糖浆及预拌粉进口，对国内糖价起到较强的支撑作用。前期原糖下跌之后，配额外进口利润快速修复，远月配额外进口窗口打开，二季度之后进口食糖数量或将逐渐回升，另外国内糖浆及预拌粉的管控政策预计也难以持久，长期来看国内食糖市场未来很可能同时面临配额外原糖和进口糖浆及预拌粉的冲击。

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



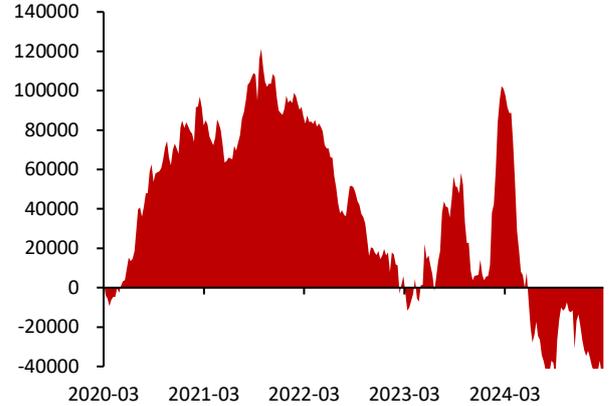
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: NYBOT 2 号棉花主力收盘价 | 单位: 元/吨



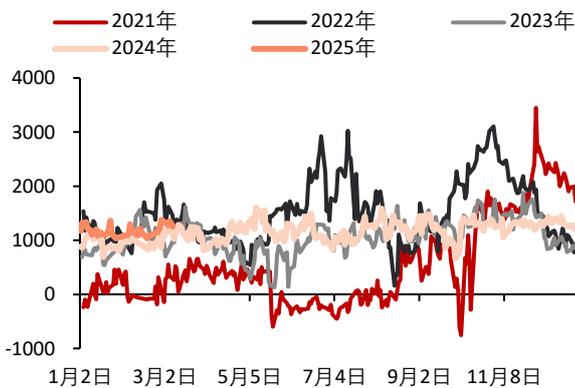
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: CFTC 非商业净持仓 | 单位: 张



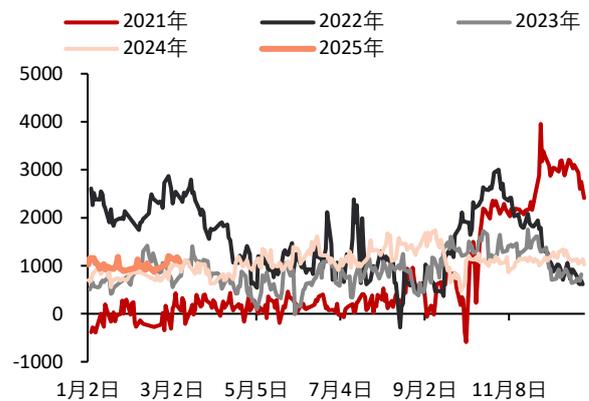
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 郑棉 5 月基差 | 单位: 元/吨



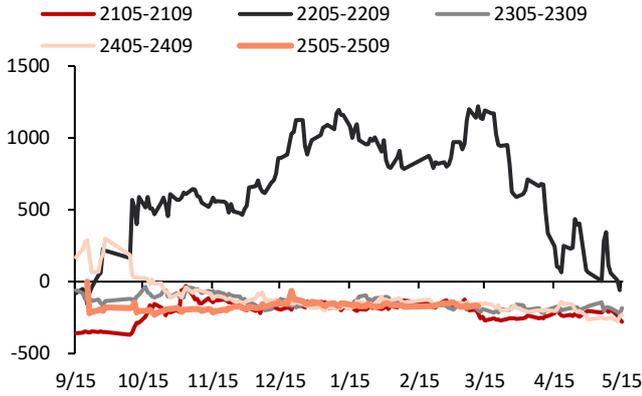
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 郑棉 9 月基差 | 单位: 元/吨



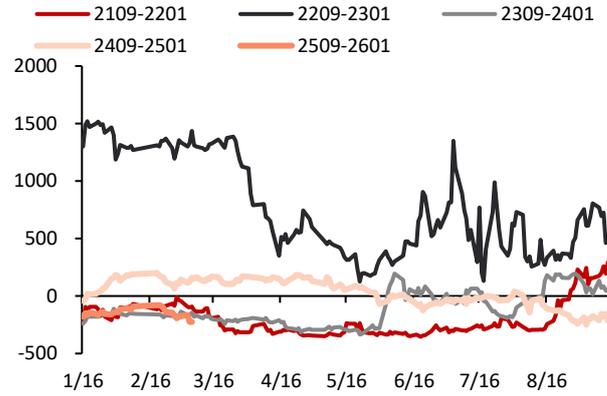
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 郑棉 5-9 价差 | 单位: 元/吨



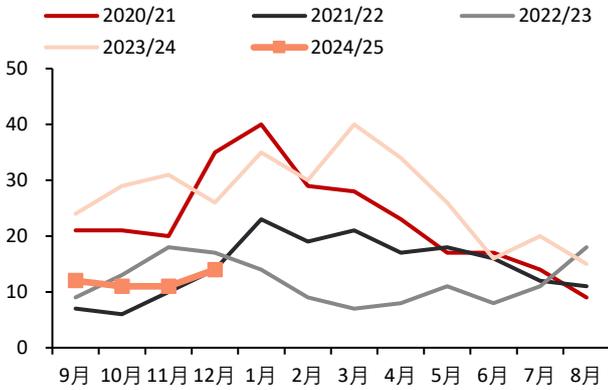
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 郑棉 9-1 价差 | 单位: 元/吨



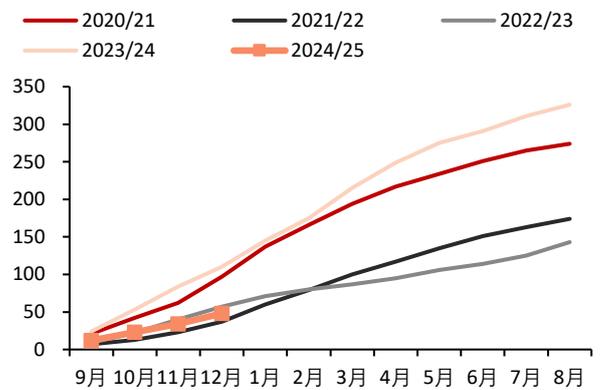
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 棉花月度进口量 | 单位: 万吨



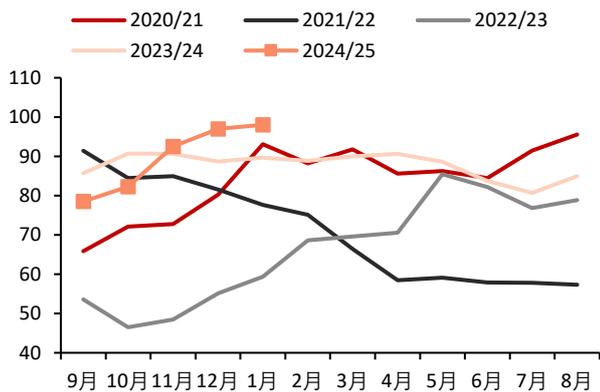
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 棉花累计进口量 | 单位: 万吨



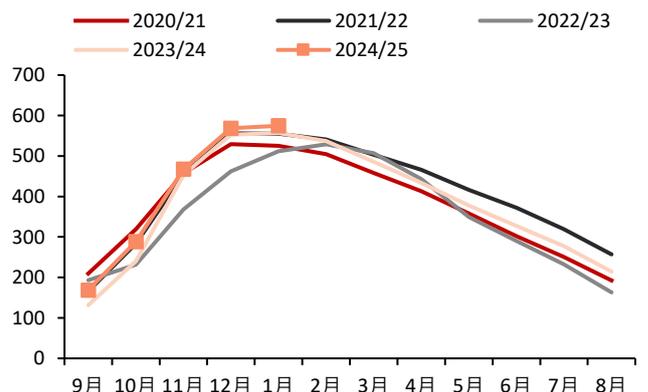
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 棉花工业库存 | 单位: 万吨



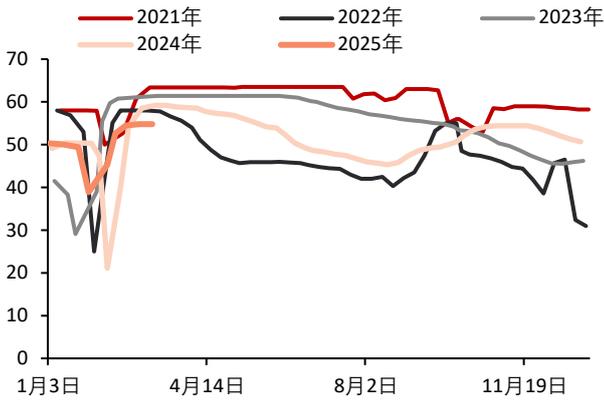
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 棉花商业库存 | 单位: 万吨



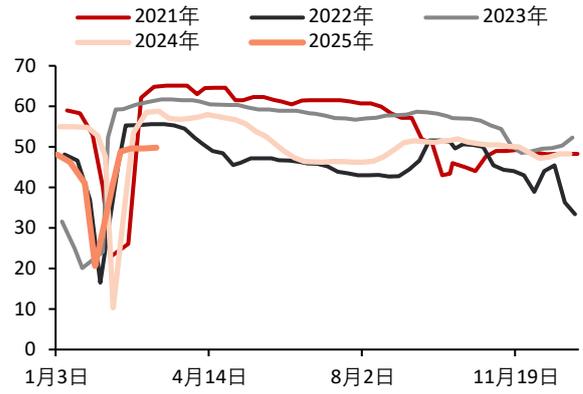
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 纯棉纱厂负荷 | 单位: %



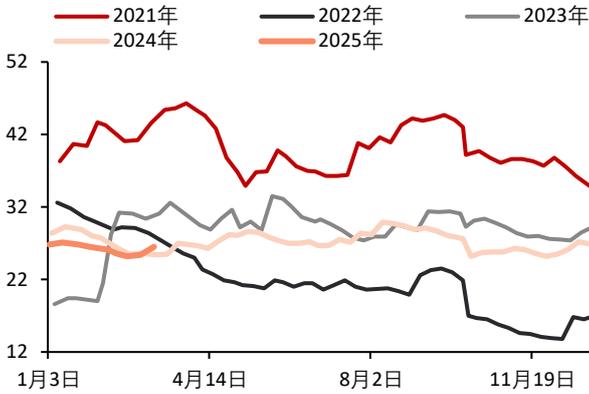
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 14: 全棉坯布负荷 | 单位: %



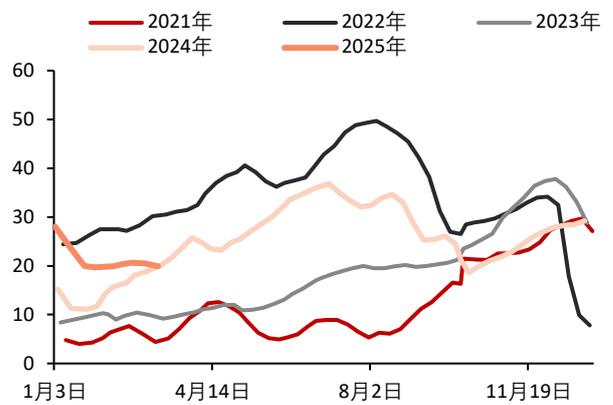
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 15: 纱厂棉花库存 | 单位: 天



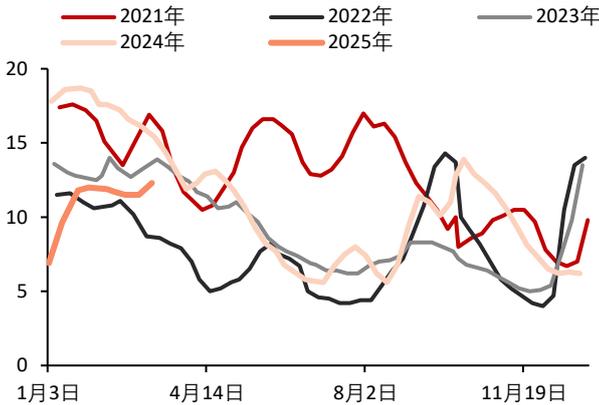
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 16: 纱厂棉纱库存 | 单位: 天



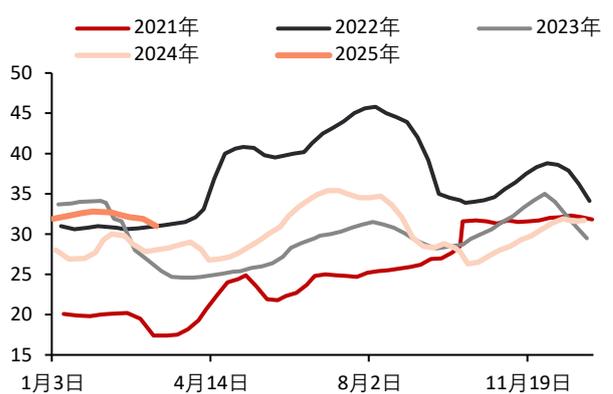
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 17: 织厂棉纱库存 | 单位: 天



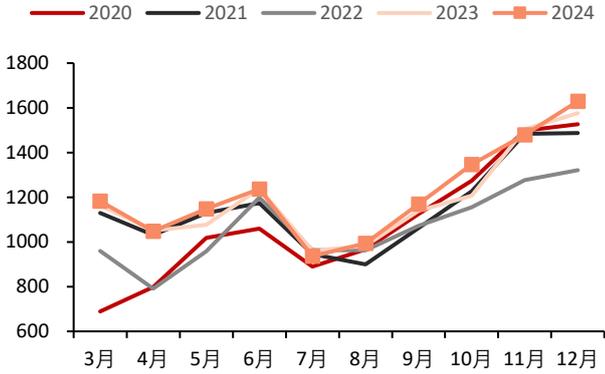
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 18: 全棉坯布库存 | 单位: 天



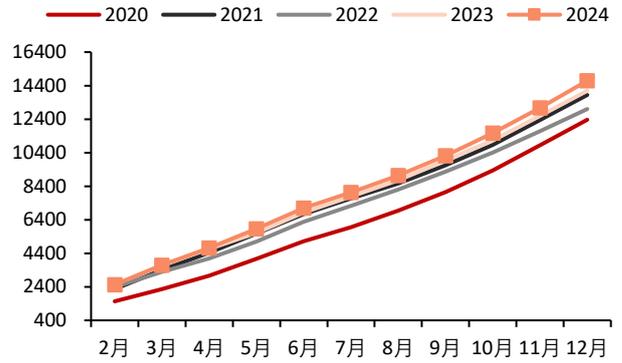
数据来源: TTEB 华泰期货研究院

图 19:服装鞋帽、针纺织品类当月零售额 | 单位: 亿元



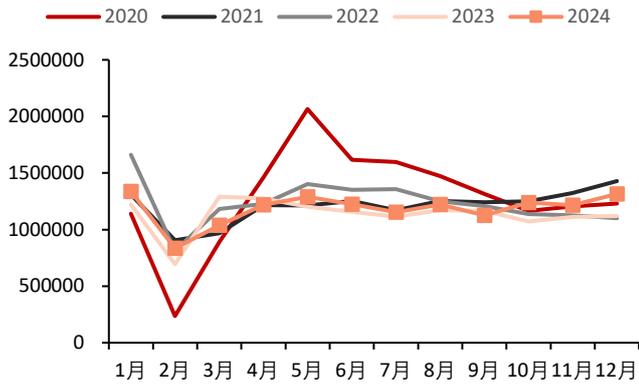
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20:服装鞋帽、针纺织品类累计零售额 | 单位: 亿元



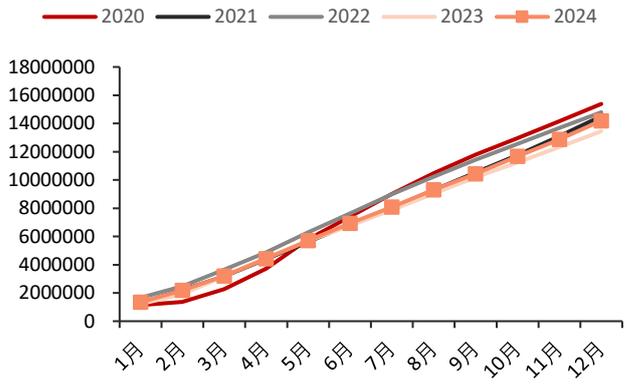
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21:纺织纱线、织物及制品当月出口额 | 单位: 万美元



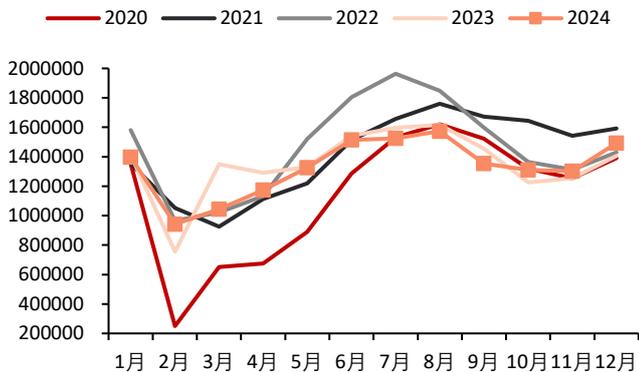
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22:纺织纱线、织物及制品累计出口额 | 单位: 万美元



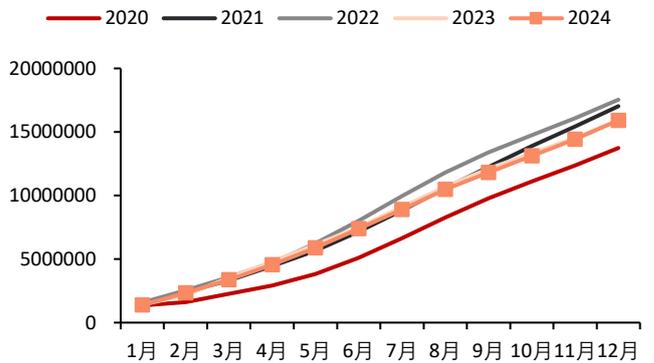
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23:服装及衣着附件当月出口额 | 单位: 万美元



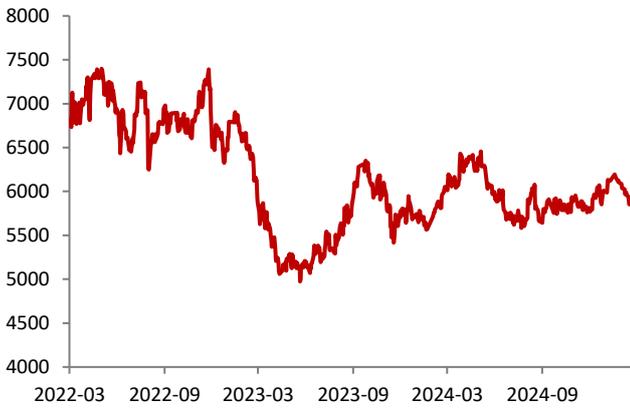
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24:服装及衣着附件累计出口额 | 单位: 万美元



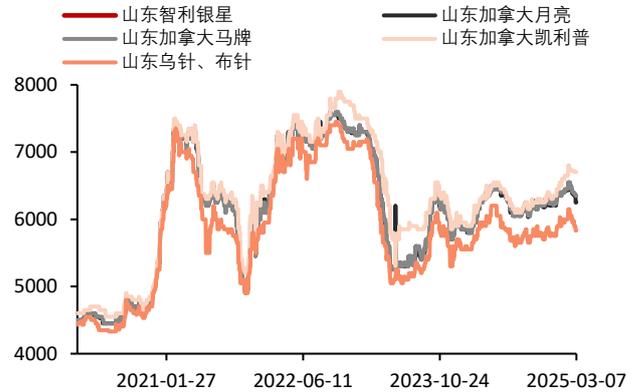
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 纸浆主力收盘价 | 单位: 元/吨



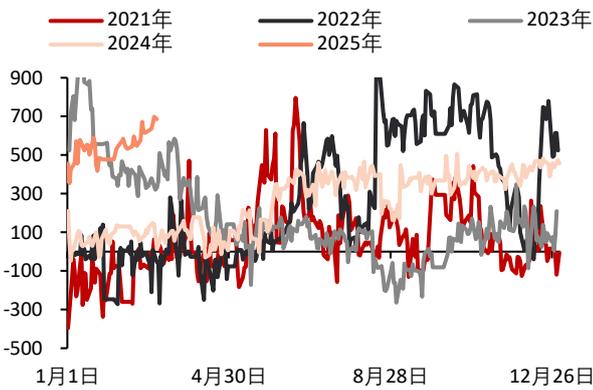
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 国内漂针浆现货价 | 单位: 元/吨



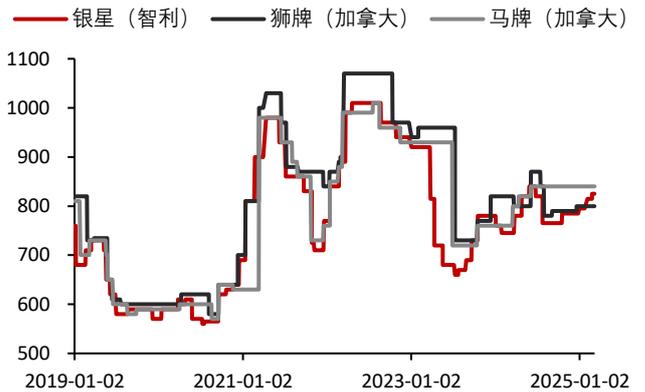
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 山东银星基差 | 单位: 元/吨



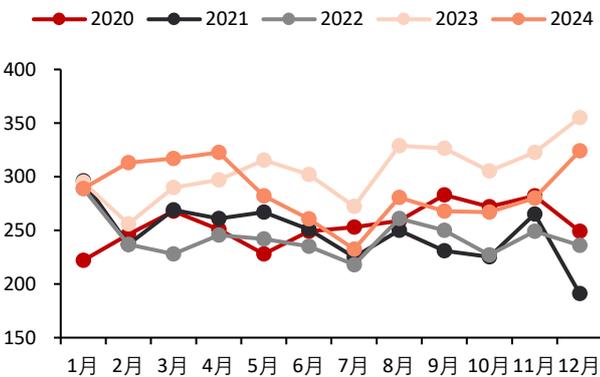
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: CFR 外盘报价 | 单位: 美元/吨



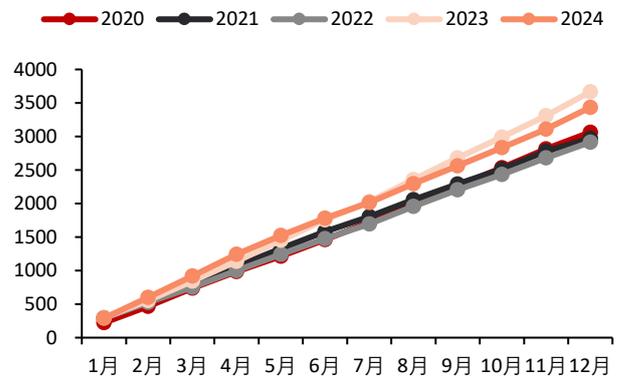
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 纸浆当月进口量 | 单位: 万吨



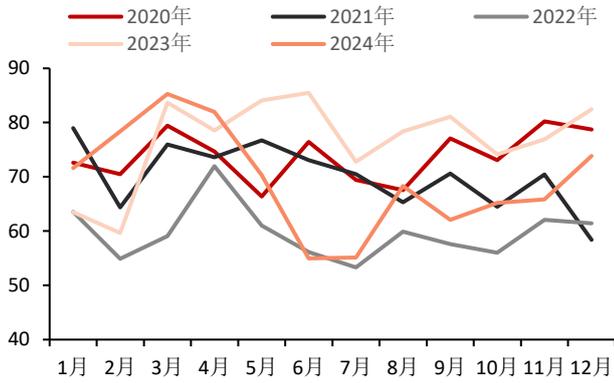
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 纸浆累计进口量 | 单位: 万吨



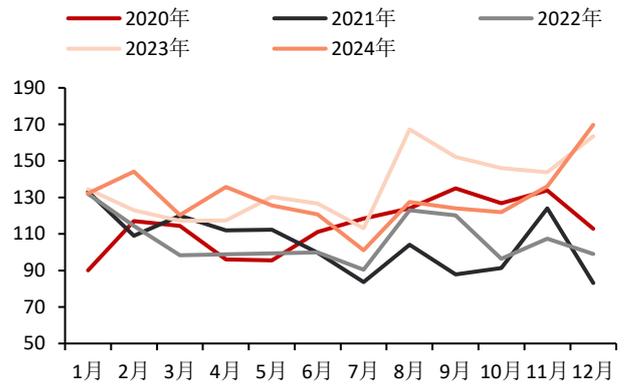
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 针叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



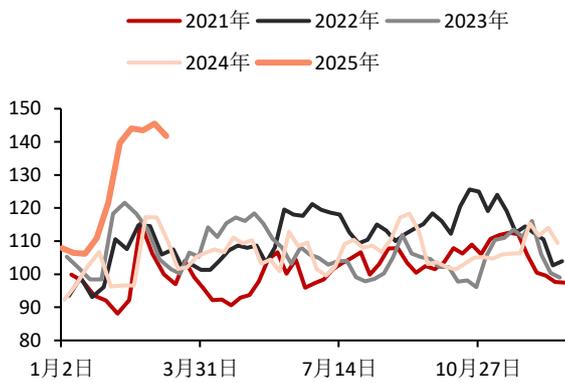
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 阔叶浆月度进口量 | 单位: 万吨



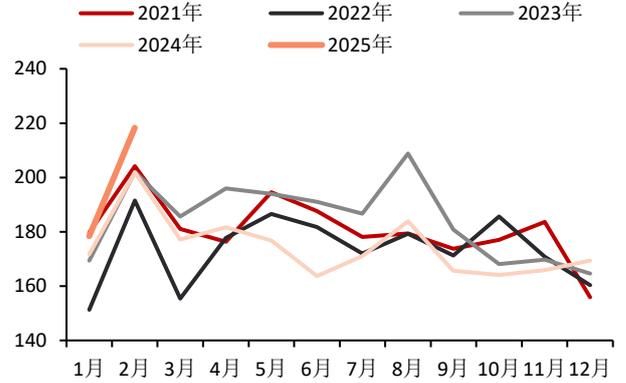
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 青岛港周度纸浆库存 | 单位: 万吨



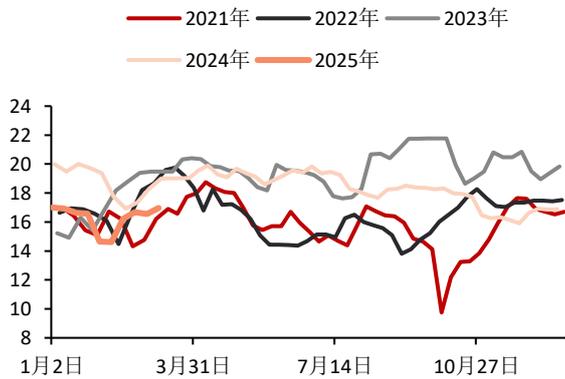
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 34: 青岛港+常熟港+高栏港+天津港月度库存 | 单位: 万吨



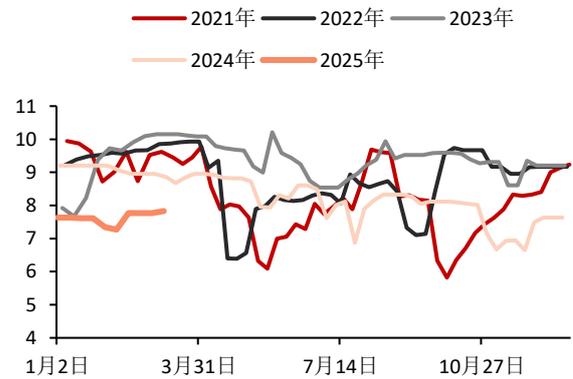
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 35: 双胶纸周度产量 | 单位: 万吨



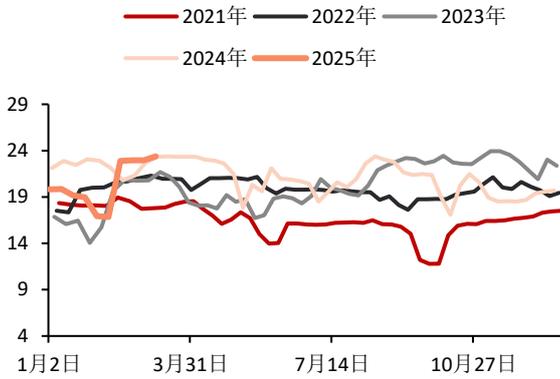
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 36: 铜版纸周度产量 | 单位: 万吨



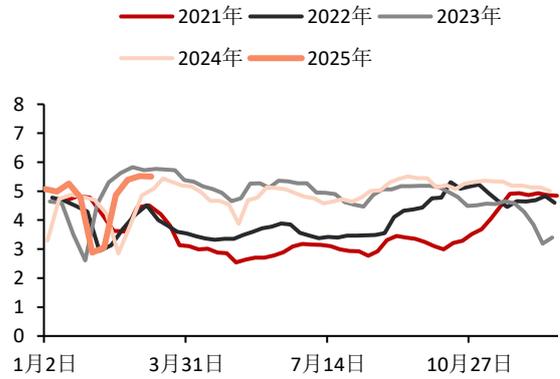
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 37:白卡纸周度产量 | 单位: 万吨



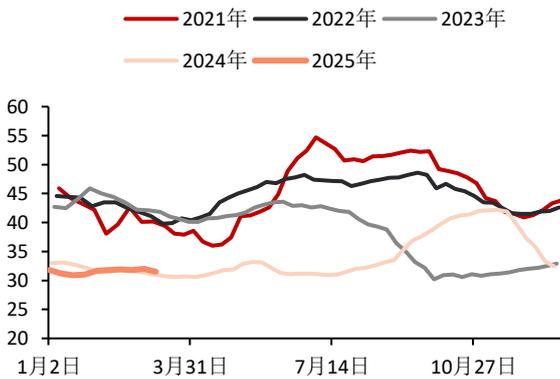
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 38:生活用纸周度产量 | 单位: 万吨



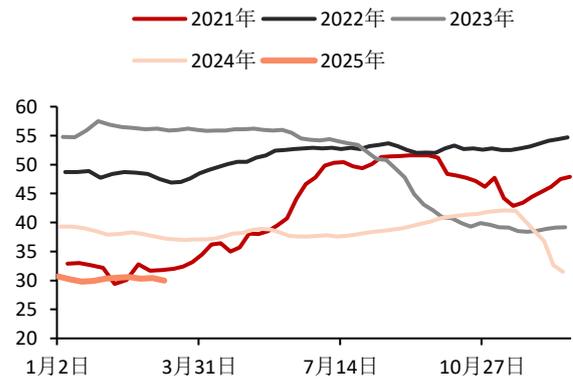
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 39:双胶纸周度企业库存 | 单位: 万吨



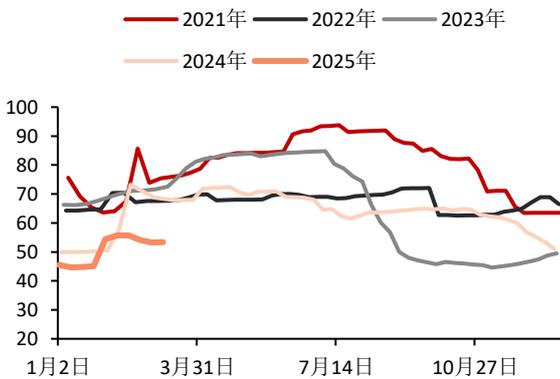
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 40:铜版纸周度企业库存 | 单位: 万吨



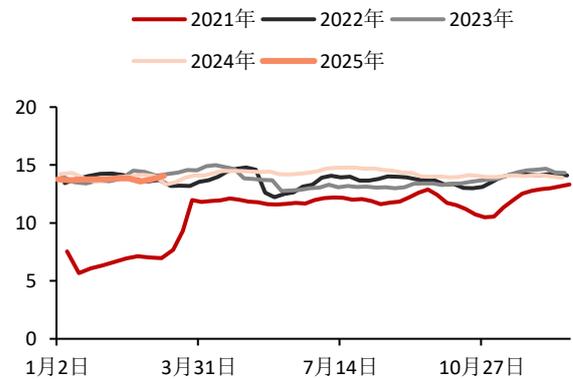
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 41:白卡纸周度企业库存 | 单位: 万吨



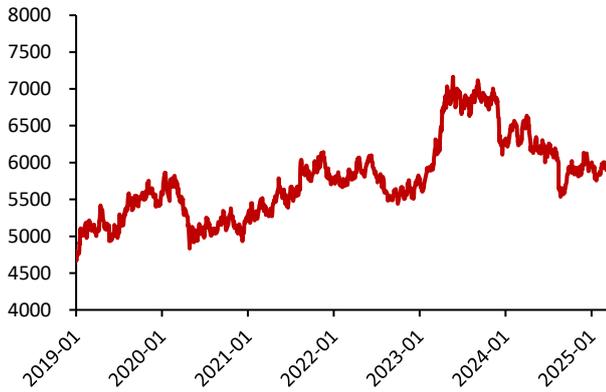
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 42:生活用纸周度企业库存 | 单位: 万吨



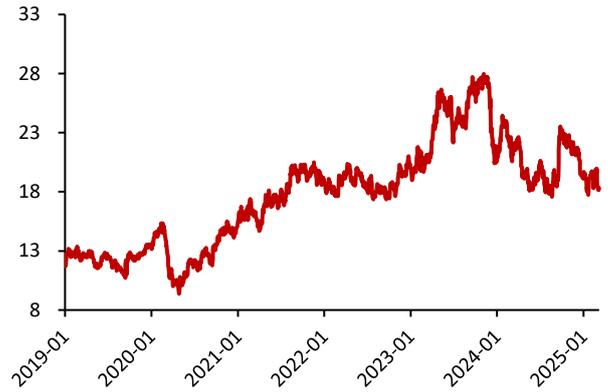
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 43: 白糖主力收盘价 | 单位: 元/吨



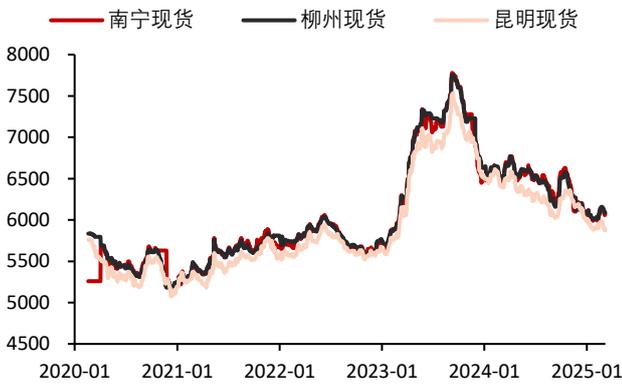
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 44: ICE11 号糖收盘价 | 单位: 美分/磅



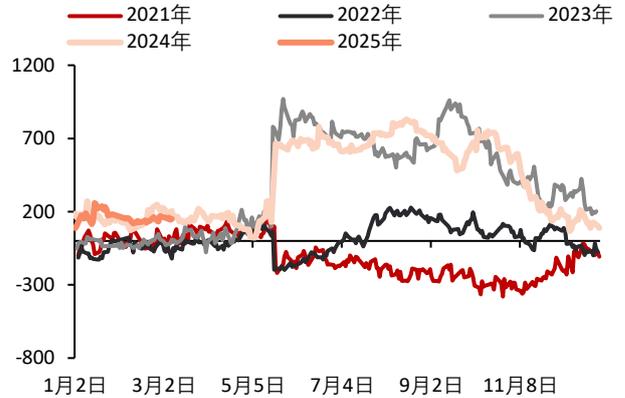
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 45: 白糖现货价格 | 单位: 元/吨



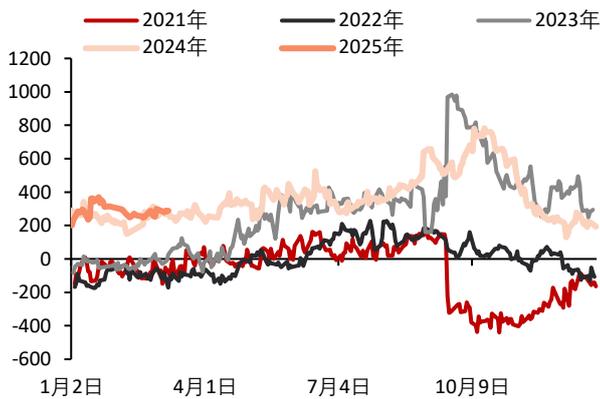
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 46: 郑糖 05 基差 | 单位: 元/吨



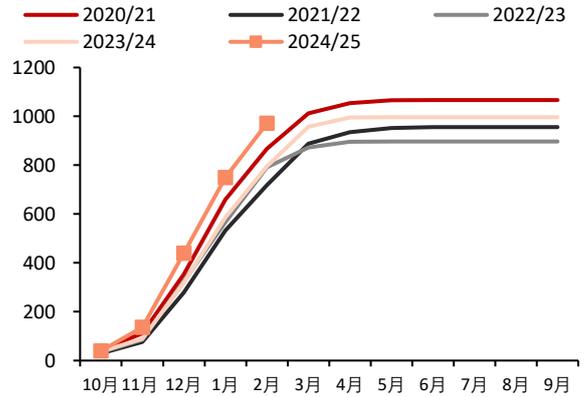
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 47: 郑糖 09 基差 | 单位: 元/吨



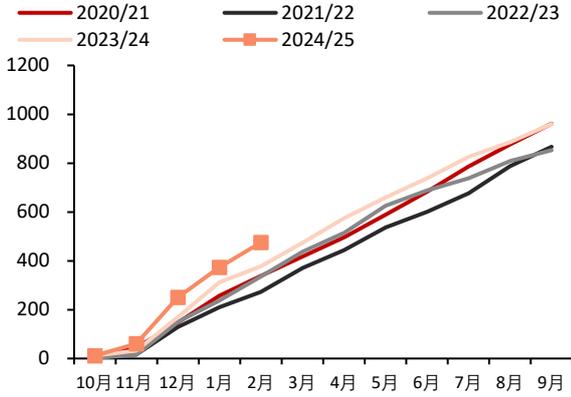
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 48: 全国食糖产量: 累计值 | 单位: 万吨



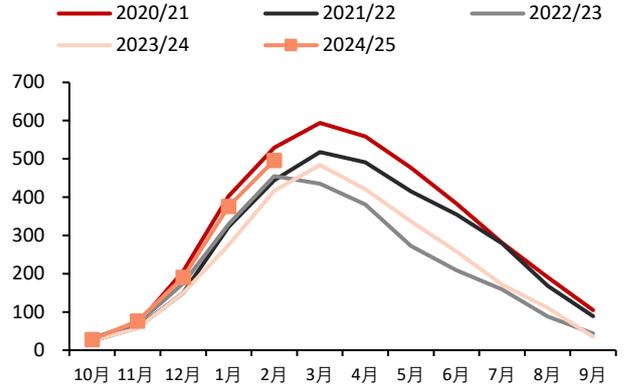
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 49: 全国食糖销量: 累计值 | 单位: 万吨



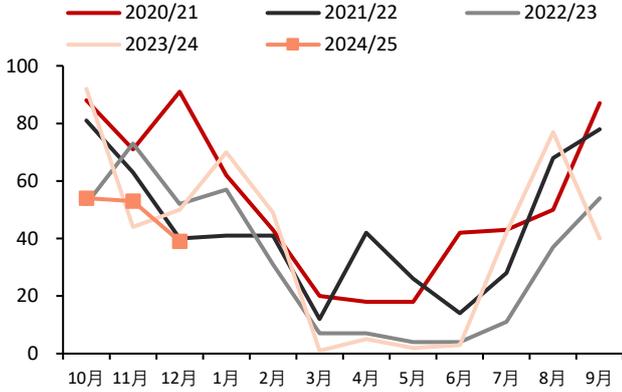
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 50: 国内食糖新增工业库存 | 单位: 万吨



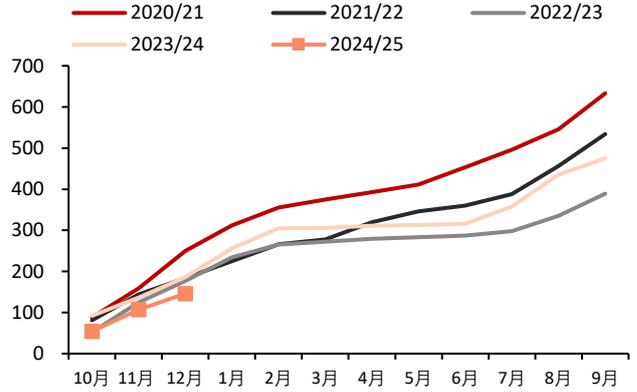
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 51: 国内食糖月度进口量 | 单位: 万吨



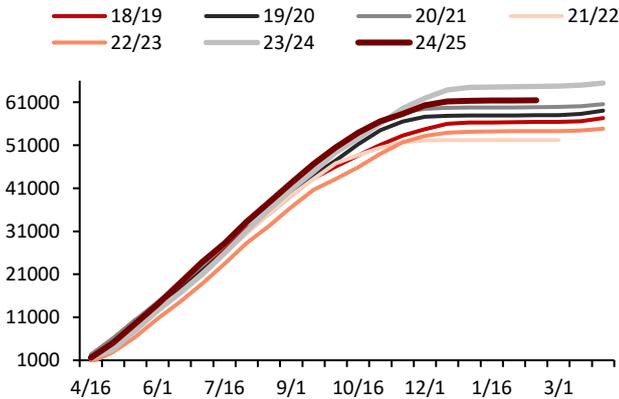
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 52: 国内食糖累计进口量 | 单位: 万吨



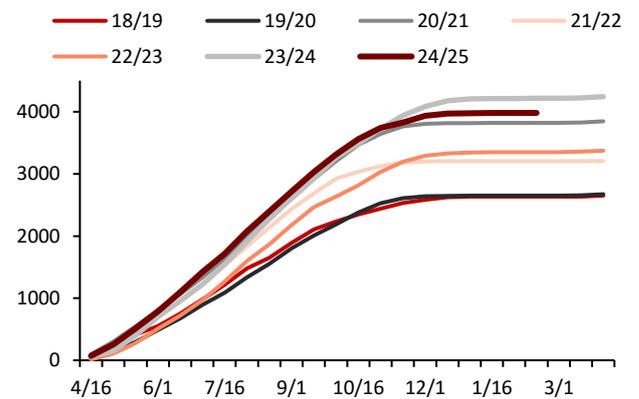
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 53: 巴西中南部累计甘蔗压榨量 | 单位: 万吨



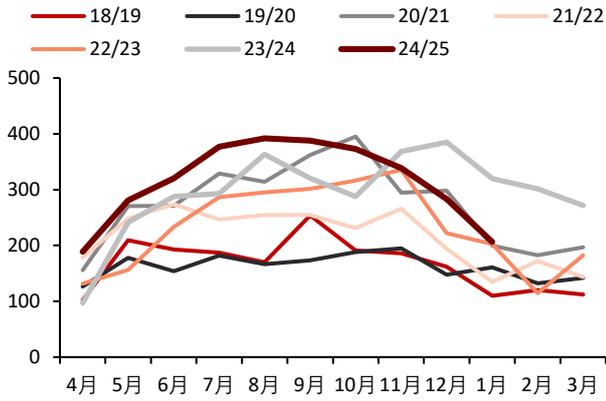
数据来源: UNICA 华泰期货研究院

图 54: 巴西中南部双周累计产糖量 | 单位: 万吨



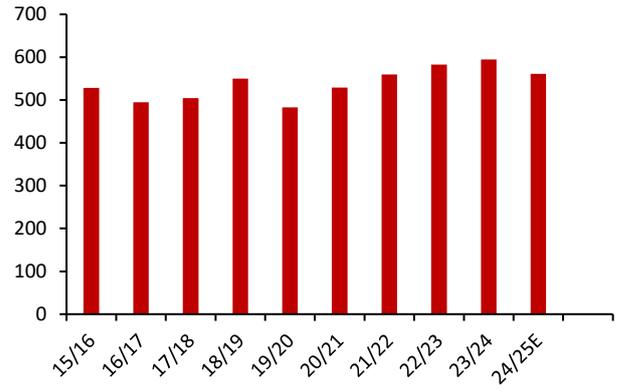
数据来源: UNICA 华泰期货研究院

图 55: 巴西食糖月度出口量 | 单位: 万吨



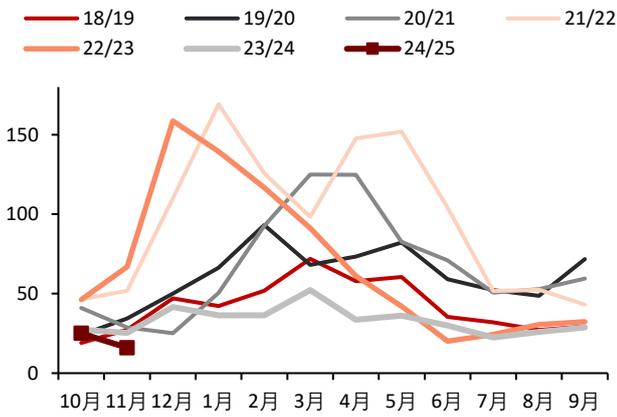
数据来源: 巴西农业部 华泰期货研究院

图 56: 印度甘蔗种植面积 | 单位: 万公顷



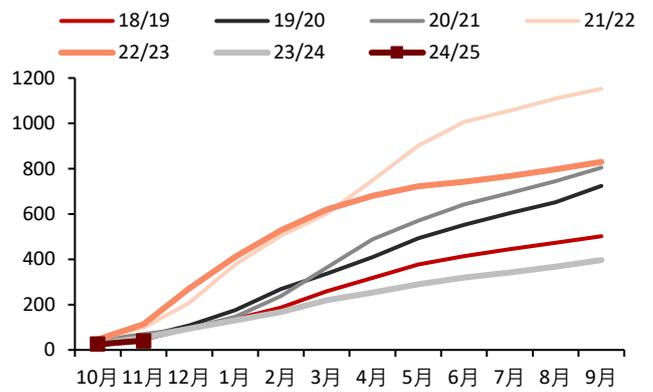
数据来源: ISMA 华泰期货研究院

图 57: 印度食糖月度出口量 | 单位: 万吨



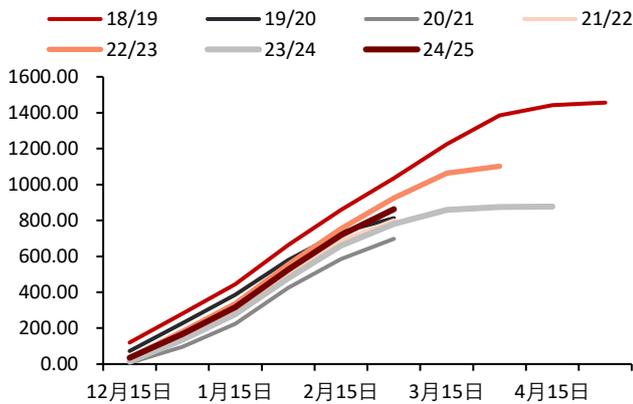
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

图 58: 印度食糖累计出口量 | 单位: 万吨



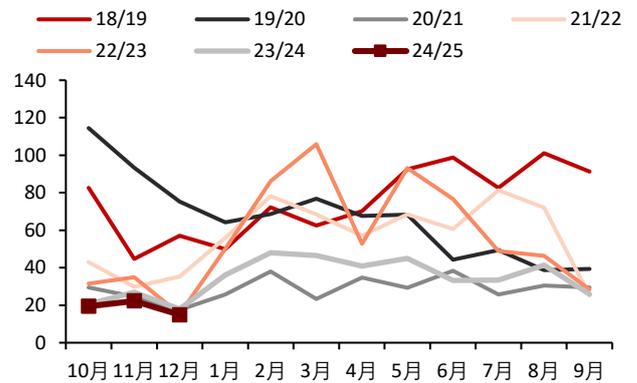
数据来源: 印度商务部 华泰期货研究院

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力。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