

展望明年全年，结合我们对原油成本端支撑偏弱以及沥青需求下滑的预期，我们认为市场中后期依然存在一定下行压力，明年现货与期货价格的运行区间可能会同比今年下移，未来可以持续关注逢高空 BU 主力合约的机会，但需要注意地缘局势变化对原料供应的潜在扰动风险.....

# 成本中枢存下行预期，需求前景仍难言乐观

## 能源板块研究

Energy  
Research



本期分析研究员



潘翔

从业资格号：F3023104  
投资咨询号：Z0013188



康远宁

从业资格号：F3049404  
投资咨询号：Z0015842

# 成本中枢存下行预期，需求前景仍难言乐观

## 策略摘要

研究院 能源组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号：F3049404

投资咨询号：Z0015842

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

结合我们对原油成本端支撑偏弱以及沥青需求下滑的预期，我们认为市场中期依然存在一定下行压力。短期等待底部信号明确，中期可以持续关注逢高空 BU 的机会。

## 核心观点

### ■ 市场分析

2025 年国内沥青基本面整体延续了供需两弱的格局，市场氛围较为平淡。在原油价格中枢下移的背景下，成本端支撑与自身基本面均缺乏有效支撑，现货与盘面绝对价格呈现震荡下跌走势。由于其弹性弱于原油，且消费税政策变化抬升了沥青的平均生产成本，随着基准油价走低，沥青裂解价差相较去年同期有所上涨。

当前沥青现货与盘面仍处于低位弱势运行的状态，由于刚性需求整体表现疲软，叠加局部地区供应端压力增强，下游整体采购情绪较为谨慎，氛围尚未完全扭转。随着部分冬储远期合同释放，价格大概在 2900-3000 元/吨左右，为市场提供一定下方支撑。整体来看，沥青市场下行压力已有所缓解，但底部信号仍需要进一步明确，反弹动力不足。

展望明年全年，结合我们对原油成本端支撑偏弱以及沥青需求下滑的预期，我们认为市场中期依然存在一定下行压力，明年现货与期货价格的运行区间可能会同比今年下移，未来可以持续关注逢高空 BU 主力合约的机会，但需要注意地缘局势变化对原料供应的潜在扰动风险。

### ■ 策略

谨慎偏空；短期等待底部信号明确，中期关注逢高空 BU 机会

### ■ 风险

原油价格大幅上涨；沥青终端需求增长超预期；沥青原料出现断供；装置开工率低于预期

目录

策略摘要 ..... 2

核心观点 ..... 2

供过于求预期逐步兑现，原油端上方阻力或将延续..... 5

2025 年沥青市场维持疲软，供需两弱成为常态..... 7

    2025 年沥青价格弱势震荡，裂解价差中低位运行 ..... 7

    2025 年国内沥青需求同比回升，但大趋势并未逆转 ..... 7

    炼厂分化加剧，利润因素持续压制行业开工率..... 9

    库存整体位置不高，但社库存在局部压力 ..... 11

2026 年需求前景难言乐观，炼厂端分化格局或延续..... 12

    国家经济结构持续转型，基建与地产端需求改善乏力 ..... 12

    沥青产能过剩矛盾延续，出清周期逐步开启..... 13

    委内瑞拉局势仍不明朗，原料供应存在不确定性 ..... 14

    沥青市场或将持续承压，短期关注底部信号的明确..... 15

图表

图 1: 全球原油卫星库存 | 单位: 百万桶 ..... 6

图 2: 国际原油基准价格 | 单位: 美元/桶 ..... 6

图 3: WTI 原油月差 | 单位: 美元/桶..... 6

图 4: BRENT 原油月差 | 单位: 美元/桶 ..... 6

图 5: 原油与美股走势 | 单位: 美元/桶 ..... 6

图 6: 原油与美元指数走势 | 单位: 美元/桶 ..... 6

图 7: 沥青期货价格 | 单位: 元/吨..... 7

图 8: BU 对 BRENT 裂解价差 | 单位: 元/吨 ..... 7

图 9: 国内沥青总需求 | 单位: 万吨 ..... 8

图 10: 国内道路沥青需求 | 单位: 万吨 ..... 8

图 11: 国内船燃市场沥青需求 | 单位: 万吨 ..... 8

图 12: 国内防水市场沥青需求 | 单位: 万吨..... 8

图 13: 中国沥青表观消费量 | 单位: 万吨 ..... 9

图 14: 沥青混凝土摊铺机销量 | 单位: 台 ..... 9

图 15: 公路建设固定资产投资累积额 | 单位: 亿元 ..... 9

图 16: 地方政府专项债发行额 | 单位: 亿元..... 9

图 17: 山东沥青炼厂理论利润 | 单位: 元/吨..... 10

图 18: 国内焦化装置利润 | 单位: 元/吨..... 10

图 19: 国内重交沥青装置开工率 | 单位: %..... 10

图 20: 国内沥青周度产量 | 单位: 万吨..... 10

图 21: 主营炼厂沥青产量 | 单位: 万吨..... 11

图 22: 独立炼厂沥青产量 | 单位: 万吨..... 11

图 23: 国家统计局口径沥青产量 | 单位: 万吨..... 11

图 24: 不同类型炼厂利润对比 | 单位: 元/吨..... 11

图 25: 沥青炼厂库存 | 单位: 万吨..... 12

图 26: 沥青社会库存 | 单位: 万吨..... 12

图 27: 房屋新开工面积 | 单位: 公顷..... 13

图 28: 房屋竣工面积 | 单位: 公顷..... 13

图 29: 全国公路里程数 | 单位: 公里..... 13

图 30: 全国高速公路里程数 | 单位: 公里..... 13

图 31: 原油进口配额完成率 | 单位: %..... 14

图 32: 沥青产能趋势 | 单位: 万吨/年..... 14

图 33: 中国稀释沥青进口量 | 单位: 万吨..... 15

图 34: 稀释沥青贴水 | 单位: 美元/吨..... 15

图 35: 稀释沥青港口库存 | 单位: 万吨..... 15

图 36: 委内瑞拉原油发货量 | 单位: 千桶/天..... 15

图 37: 华东基差季节性 | 单位: 元/吨..... 16

图 38: 山东基差季节性 | 单位: 元/吨..... 16

## 供过于求预期逐步兑现，原油端上方阻力或将延续

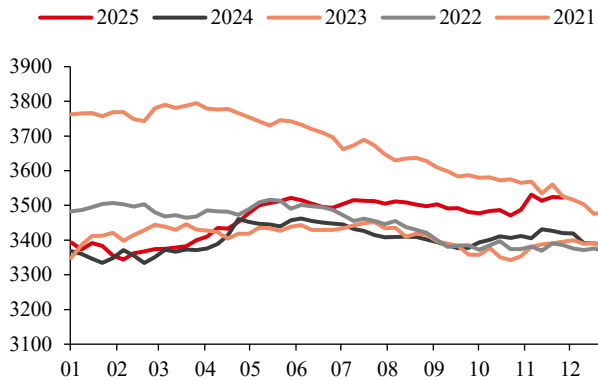
今年国际油价整体处于宽幅震荡下跌的态势，来自基本面、宏观面及地缘政治的多空因素持续扰动市场，导致波动率显著放大。以 Brent 为参照基准，今年整体处于 60-80 美元/桶区间运行，价格中枢相比去年有所下移。具体来看，截至 11 月 25 日，Brent 期货主力合约均价为 68.87 美元/桶，作为对比 2024 年全年均价为 79.86 美元/桶，相比去年均价下跌 13.76%。

展望明年，我们认为基于中性预期，原油市场依然存在一定下行压力。主要逻辑在于，需求端增长弹性大幅降低后，无法对冲供应端剩余产能的释放，平衡表供过于求的预期将逐步兑现，库存持续积累，未来可能需要油价下跌后的减产负反馈来完成供需再平衡。具体来看，由于国内经济与能源消费结构的转型，中国石油需求增长大幅放缓，今年汽柴油等主要油品需求已经进入下行通道，化工原料的需求增长无法抵消主流燃料消费的减少，中国石油终端达峰后开始缓慢下滑。明年这一趋势预计将延续，而亚非拉等发展中国家的增量难以完全对冲，全球石油消费进入低速增长阶段。供应方面，欧佩克产量政策在今年发生明显转向，从 5 月份开始联盟加速放松前期协议减产，叠加巴西、圭亚那等地的产量增长，今年理论供应增长已经明显超出需求端增量，原油平衡表开始进入供过于求的周期。明年虽然供应端增速将放缓，但预计绝对值依然超过需求，全球原油库存将进一步积累，因此中期基本面对油价的驱动偏空。

值得一提的是，虽然今年理论供应增速要大幅高于需求端，但原油现货市场表现相对坚挺，直到四季度才出现明显的松动。主要原因在于欧佩克虽然 5 月份就开始大幅放松生产配额，但实际产量和出口增长有限，部分增产原油通过夏季发电厂需求来内部消化。与此同时，我国虽终端成品油需求偏弱，但上半年原油采购力度较为坚挺，转化为国内原油库存。到四季度，中东出口的增加和我国进口力度的转弱兑现，平衡表上的供过于求才明显被现货市场感受到。因此，对于明年油市虽然大的方向判断是过剩，有诸多因素会扰动现货市场的运行节奏，如我国原油进口力度的强弱、沙特等国对实际供应量的调控。此外，在俄乌局势趋于缓和的背景下，未来欧美对俄罗斯制裁政策的变化也是重要变量，或将重塑俄罗斯石油供应以及贸易流向的分配，并对市场带来总量和结构性的影响。

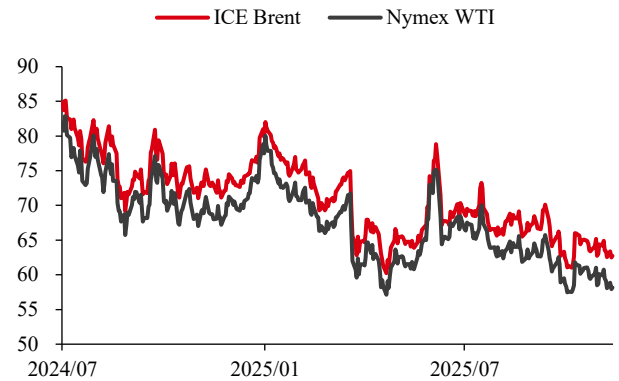
整体来看，如果没有超预期宏观与地缘事件的发生，预计明年原油市场将处于供过于求的状态，油价或面临一定下行压力，对下游能化品价格有潜在利空。

图 1：全球原油卫星库存 | 单位：百万桶



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：国际原油基准价格 | 单位：美元/桶



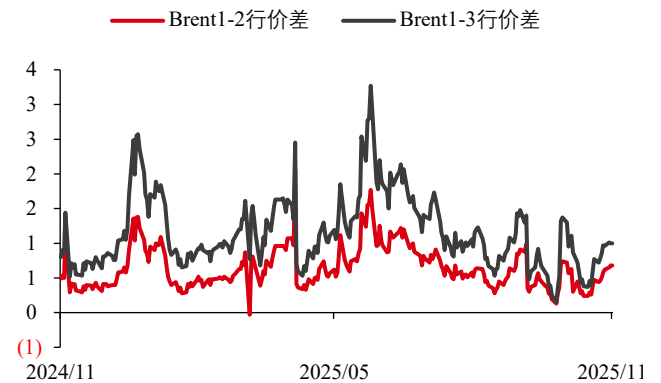
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：WTI 原油月差 | 单位：美元/桶



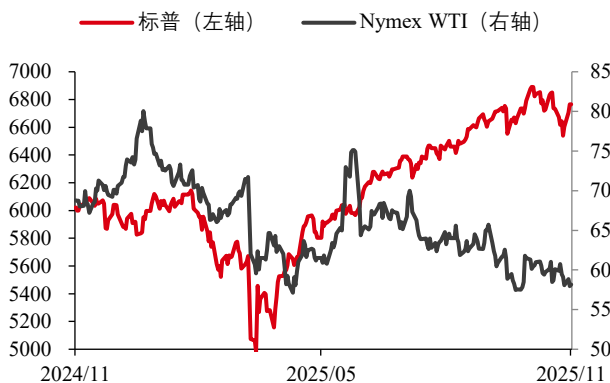
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：Brent 原油月差 | 单位：美元/桶



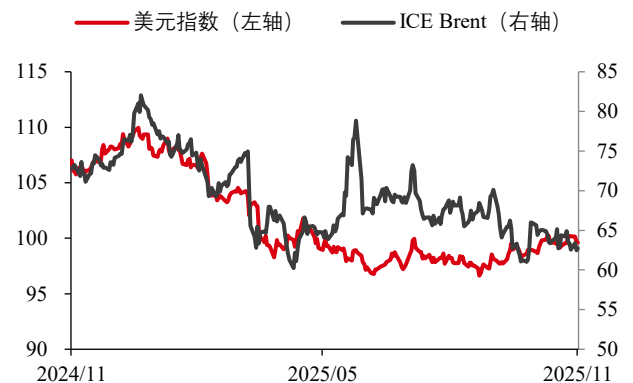
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：原油与美股走势 | 单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：原油与美元指数走势 | 单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院



## 2025 年沥青市场维持疲软，供需两弱成为常态

### 2025 年沥青价格弱势震荡，裂解价差中低位运行

2025 年国内沥青基本面整体延续了供需两弱的格局，市场氛围较为平淡。在原油价格中枢下移的背景下，成本端支撑与自身基本面均缺乏有效支撑，现货与盘面绝对价格呈现震荡下跌走势，不过由于其弹性弱于原油，且消费税政策变化抬升了沥青的平均生产成本，随着基准油价走低，沥青裂解价差相较去年同期有所上涨。

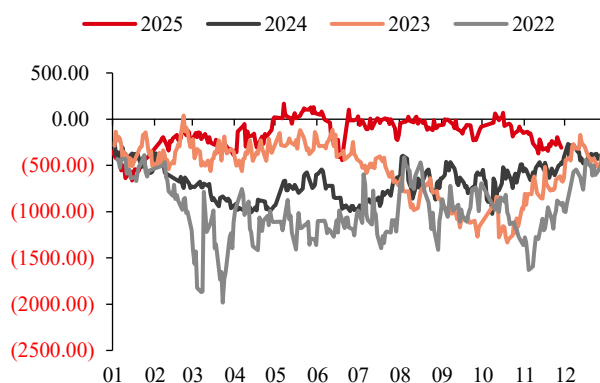
具体来看，今年前 11 个月 BU 主力合约基本处在 3000-3900 元/吨区间震荡的状态，年初价位偏高，随后重心逐步下移。四个季度 BU 主力均价分别为 3681、3487、3521 和 3155 元/吨。尤其到 11 月份，随着北方地区炼厂集中释放低价资源，而下游承接力度较差，现货与盘面加速下跌，（以山东现货为参考）到 3000 元/吨左右才开始有筑底迹象。

图 7：沥青期货价格 | 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：BU 对 Brent 裂解价差 | 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 2025 年国内沥青需求同比回升，但大趋势并未逆转

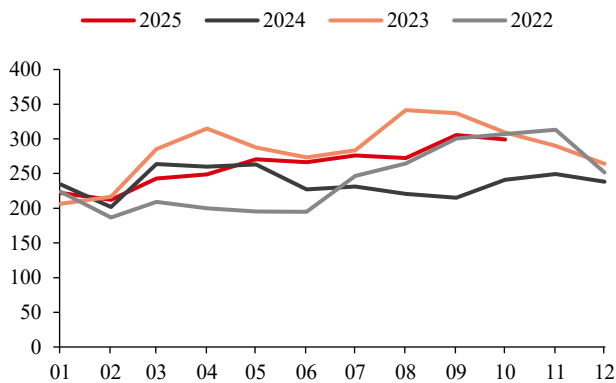
由于地方财政紧张，去年开始国家暂停了许多新建大规模的基建项目，而基建投资结构也呈现出明显变化：由中央财政主导的水利管理、能源绿色转型（如太阳能、风力发电）等领域作为主要发力点，投资增长迅猛，而部分传统的由地方主导的城建项目投资优先级显著降低。此外，房地产行业的低迷也对防水材料需求形成抑制。在综合因素影响下，2024 年国内沥青需求出现大幅下滑。

在去年低基数的背景下，今年国内沥青消费出现边际回升的态势。参考百川

资讯统计，今年 1-10 月份国内沥青实际总需求为 2617 万吨，同比去年提升 10.9%。其中，道路沥青消费预计为 1897 万吨，同比增幅达到 13%。其他下游（防水、船燃、焦化）各有增减，对总需求影响幅度有限。

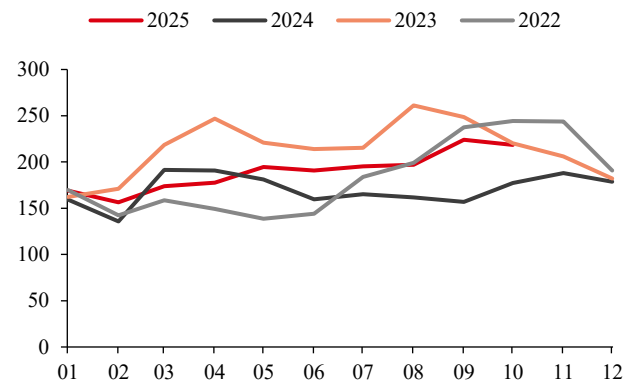
虽然沥青需求相比去年低基数有所修复，但整体趋势并未逆转，地产基建行业的景气度缺乏实质性好转，非重点道路项目资金困难的状况仍旧普遍存在。对于国内沥青产业参与方而言，需求体感依然偏差，市场情绪较为谨慎。

图 9: 国内沥青总需求 | 单位: 万吨



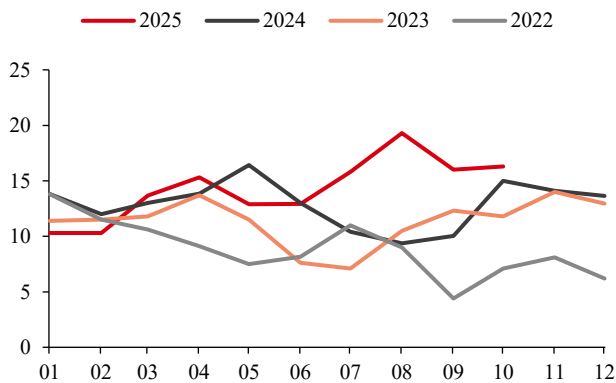
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 10: 国内道路沥青需求 | 单位: 万吨



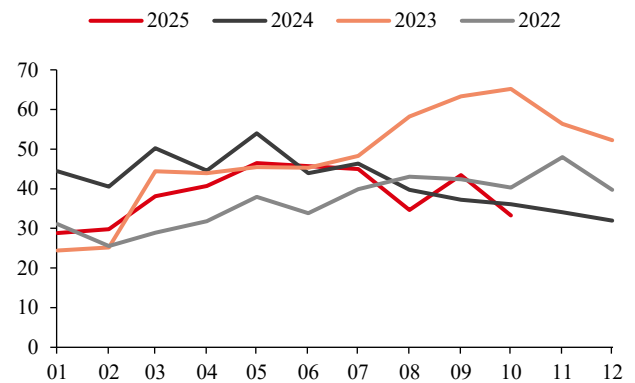
数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

图 11: 国内船燃市场沥青需求 | 单位: 万吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

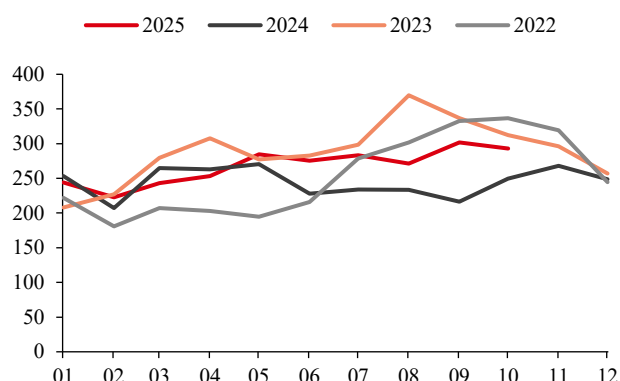
图 12: 国内防水市场沥青需求 | 单位: 万吨



数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

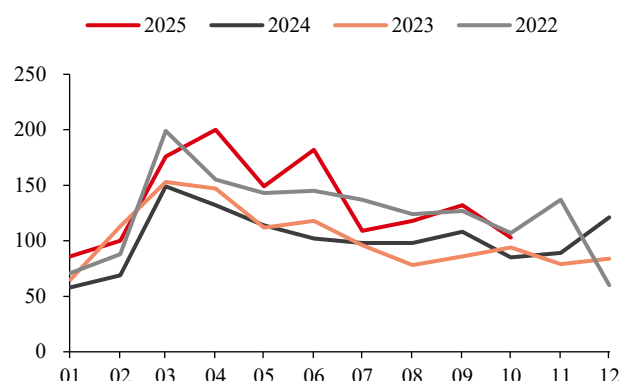


图 13: 中国沥青表观消费量 | 单位: 万吨



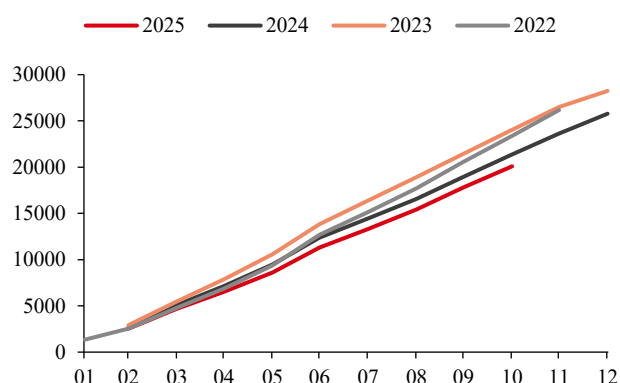
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 14: 沥青混凝土摊铺机销量 | 单位: 台



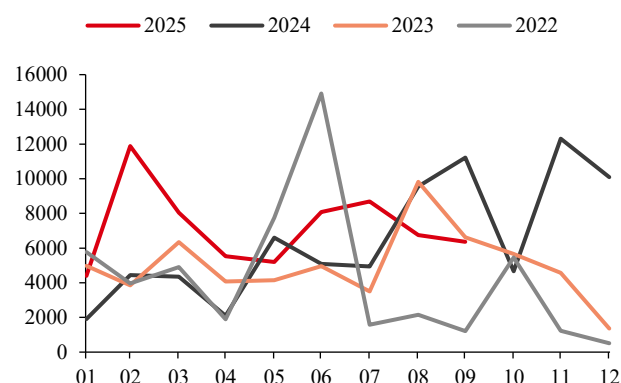
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 公路建设固定资产投资累积额 | 单位: 亿元



数据来源: 钢联 华泰期货研究院

图 16: 地方政府专项债发行额 | 单位: 亿元



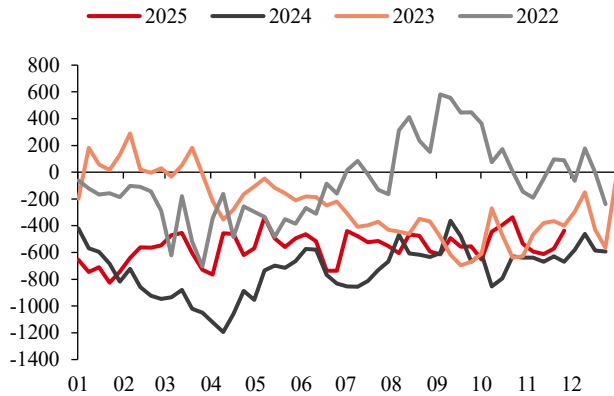
数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 炼厂分化加剧, 利润因素持续压制行业开工率

今年开始, 国内成品油消费税抵扣比例从全额下调至 50%-70%左右, 对于缺少原油配额、装置调节能力不足的炼厂而言, 用燃料油作为加工原料的成本显著攀升 (平均增幅大概在 400 元/吨)。在终端产品需求疲软、本身利润就低迷的环境下, 税费成本的增加进一步挤压了缺配额地炼的盈利空间。这些炼厂基本处于停工状态, 即便那些配额相对充足的炼厂利润尚可, 中小型炼厂的困境使得沥青行业整体开工率持续受到压制, 今年多数时间开工率处于低位区间, 即 30% 上下, 仅 9 月份有短暂向上突破。虽然年中有 6 家试点炼厂获得 25% 消费税抵扣比例的上调, 但这些炼厂都是有原油配额的 (燃料油、稀释沥青仅作为原料补充), 对行业开工率的边际影响较为有限。

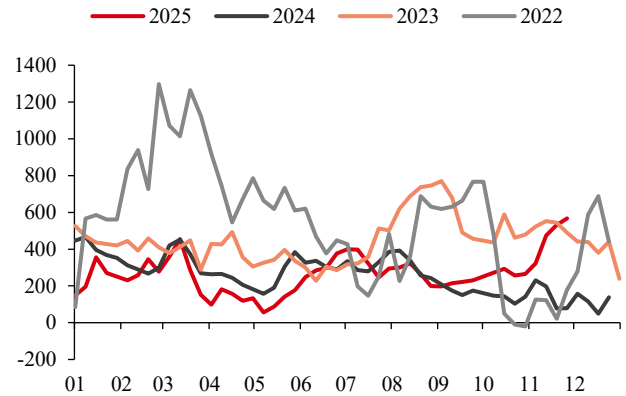
整体来看，参考国家统计局数据，今年 1-10 月份沥青累积产量为 3136.8 万吨，同比去年增加 11.8%。在油价中枢下跌、炼厂分化加剧的背景下，对于主营炼厂以及原油配额充足的民营炼厂而言，利润与开工受到一定支撑。但使用燃料油、稀释沥青作为原料的装置普遍亏损，缺乏生产动力，叠加部分炼厂转产焦化料的积极性更高，这也抑制了行业整体的开工率与产量。

图 17: 山东沥青炼厂理论利润 | 单位: 元/吨



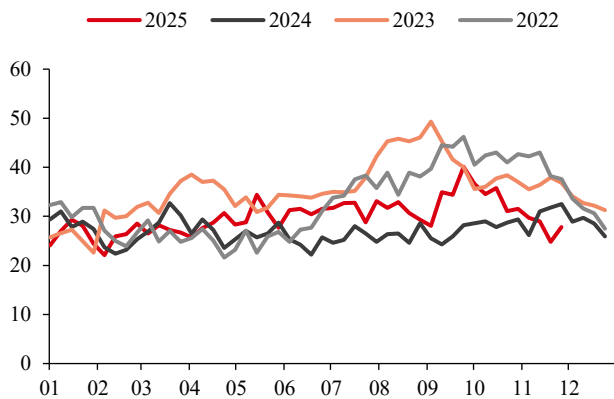
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 18: 国内焦化装置利润 | 单位: 元/吨



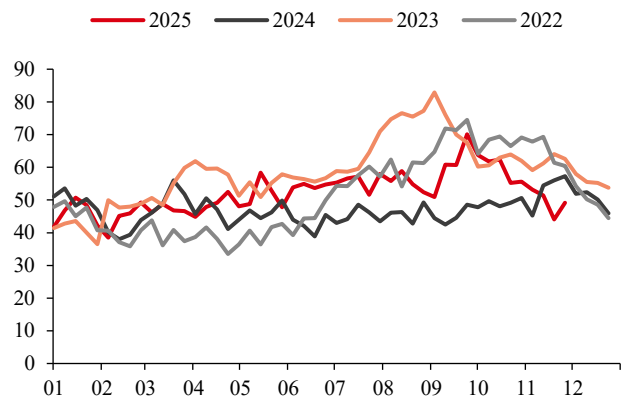
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 19: 国内重交沥青装置开工率 | 单位: %



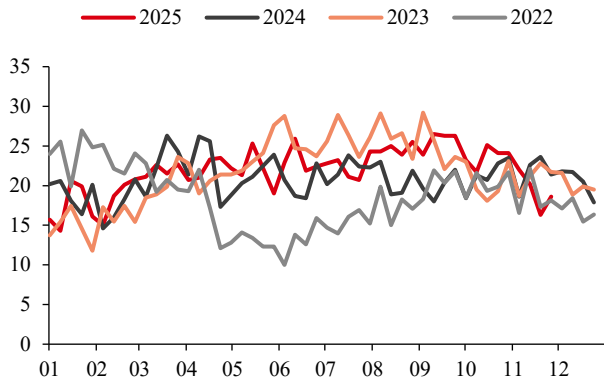
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 20: 国内沥青周度产量 | 单位: 万吨



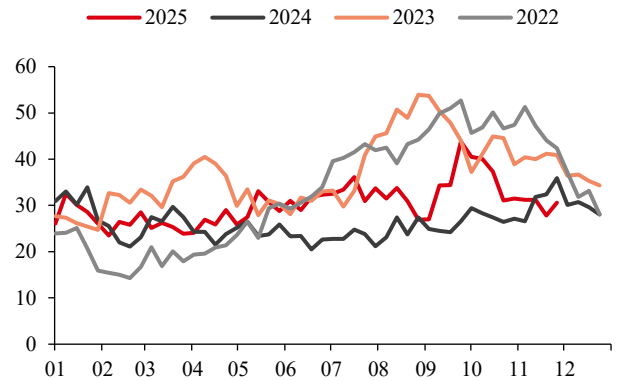
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 21:主营炼厂沥青产量 | 单位: 万吨



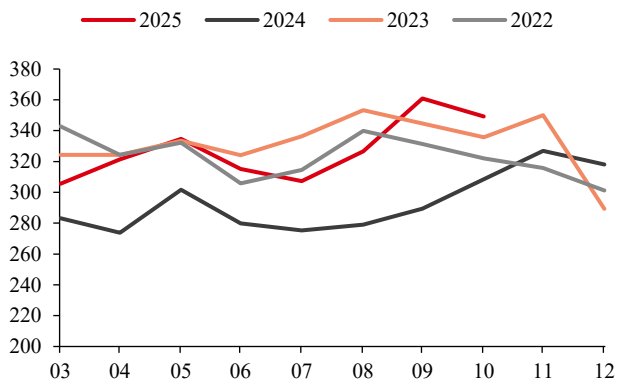
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 22: 独立炼厂沥青产量 | 单位: 万吨



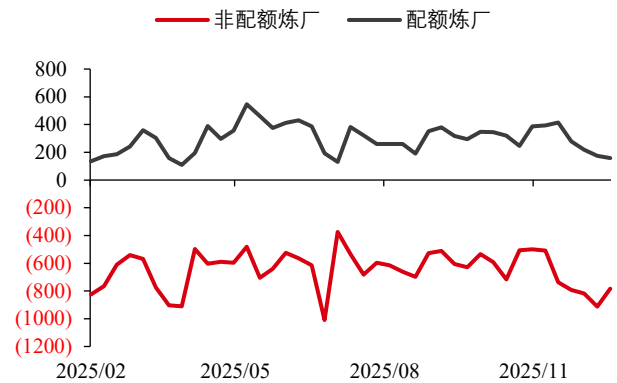
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 23:国家统计局口径沥青产量 | 单位: 万吨



数据来源: 国家统计局 华泰期货研究院

图 24: 不同类型炼厂利润对比 | 单位: 元/吨

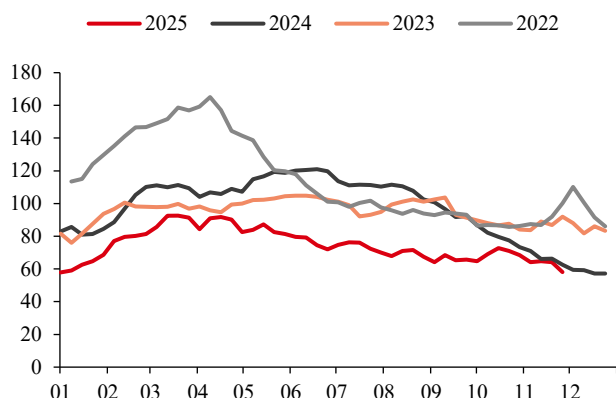


数据来源: 百川资讯 华泰期货研究院

### 库存整体位置不高, 但社库存在局部压力

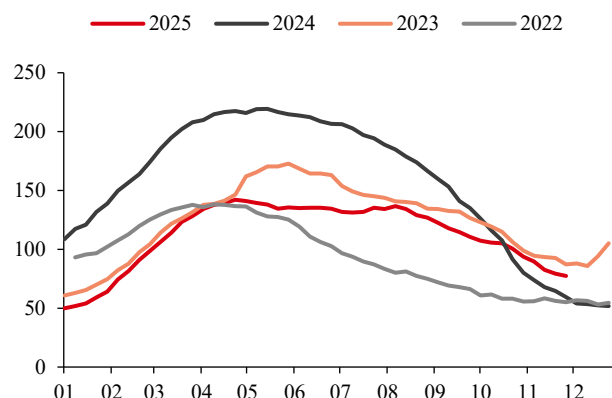
经历了去年的持续去库, 今年伊始国内沥青整体库存水位较低。截至目前, 由于终端需求弹性弱于供应端, 虽然炼厂端库存仍处于低位, 但社会端库存要高于去年同期, 局部地区存在明显压力 (如华东、华南地区), 有待市场逐步消化。

图 25: 沥青炼厂库存 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 26: 沥青社会库存 | 单位: 万吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

## 2026 年需求前景难言乐观, 炼厂端分化格局或延续

### 国家经济结构持续转型, 基建与地产端需求改善乏力

随着时间进入“十五五”周期, 我国经济结构将迎来进一步转型, “高质量发展”成为更加鲜明的主题。预计基建投资呈现出明显的结构性变化。由中央财政主导的新基建领域投资增长迅猛, 而传统地方主导的城建项目投资将明显放缓。除去实施新一轮农村公路提升行动外, “十五五”周期下我国的公路建设可能更多的聚焦存量公路系统的优化, 新增里程数将减少, 投资更集中于重点高速公路等收费公路工程。此外, 地方财政紧张的矛盾预计短期难以完全解决, 进而抑制二三线公路项目的建设。整体来看, 虽然养护方向的沥青需求可能有所增加, 但是难以弥补新建道路基本盘的收窄, 预计道路沥青需求总量出现下滑。

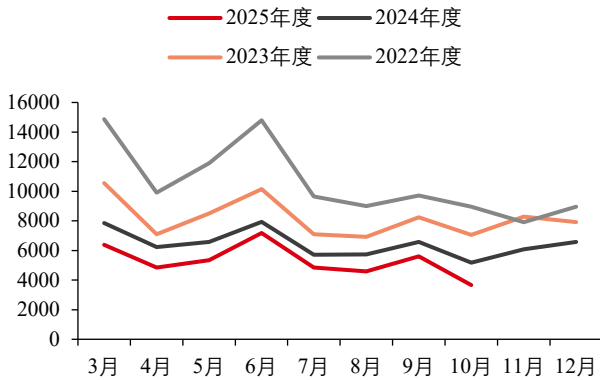
此外, 房地产行业景气度仍未明显扭转, 根据“十五五”规划方向来看, 未来五年房地产市场将以追求“高质量发展”为主要目标, 政策对地产行业预计将维持托而不举的状态, 对房地产投资增长的预期极为有限。因此, 防水沥青的需求同样缺乏增长动力。

整体来看, 站在明年的角度, 道路沥青需求前景偏弱。结合今年的基数, 预计明年沥青需求出现一定幅度下滑, 预估降幅在 6-10%。

短期而言, 随着淡季逐步来临, 冬储需求开始有释放的迹象, 将为当前疲软的市场提供一定下方支撑。结合目前的合同情况以及上下游各方的意向来看, 冬

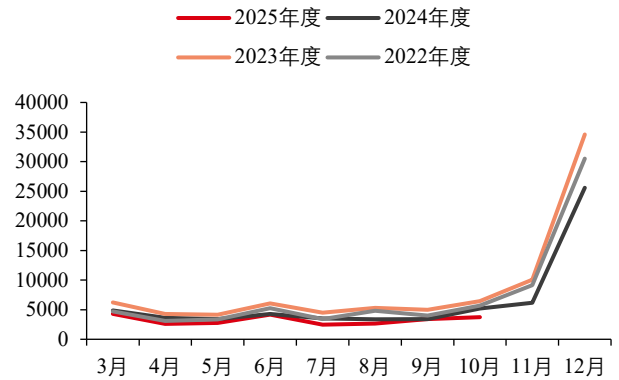
储价格的预期大概在 2900-3000 元/吨，但整体市场情绪依然偏谨慎，业者拿货积极性不足，底部仍有待夯实。

图 27: 房屋新开工面积 | 单位: 公顷



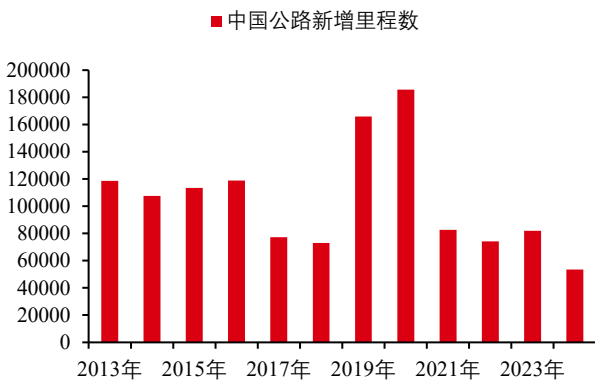
数据来源: 钢联 华泰期货研究院

图 28: 房屋竣工面积 | 单位: 公顷



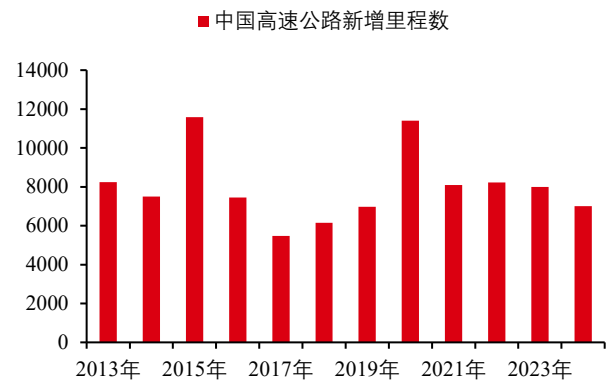
数据来源: 钢联 华泰期货研究院

图 29: 全国公路里程数 | 单位: 公里



数据来源: 钢联 华泰期货研究院

图 30: 全国高速公路里程数 | 单位: 公里



数据来源: 钢联 华泰期货研究院

### 沥青产能过剩矛盾延续，出清周期逐步开启

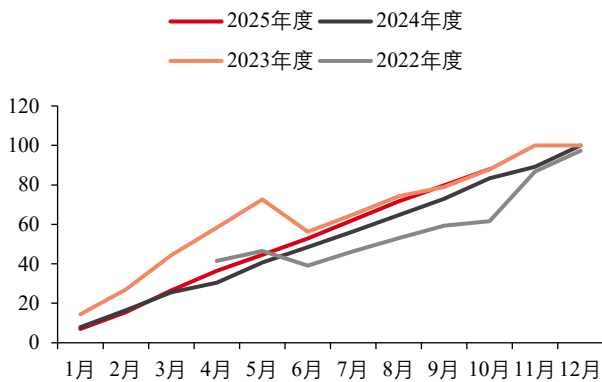
国内沥青产能过剩格局还在延续，但出清周期已逐步开启。参考百川口径，截止今年全国产能预计达到 7921 万吨/年，相比去年减少 2.4%。展望明年，暂无新产能的投放计划。

面对巨大的产能过剩，且在国家“反内卷”的政策导向下，沥青行业产能将进入逐步出清的周期。根据 2023 年 10 月 25 日国家发展改革委、国家能源局、工业和信息化部以及生态环境部联合发布《国家发展改革委等部门关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》，其具体内容为：“各地要依法依规推动不符合国家产业政策的 200 万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出。对符合条

件的以生产沥青等化工品为主、加工特种原油或废矿物油等 200 万吨/年及以下常减压装置，经国家有关部门认定后允许保留，地方要做好后续全流程监管。对能效低于基准水平或环保治理水平低下，且通过节能降碳减污等改造升级，能效仍无法达到基准水平或污染物无法实现稳定达标排放的，2025 年以前加快退出。”

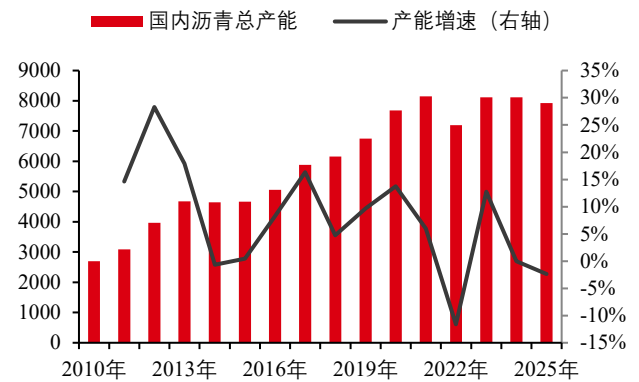
因此，对于沥青产能的出清国家并没有直接强制推动，而是需要通过市场来达成。事实上，今年消费税抵扣比例的下调使得缺少原油配额的中小型炼厂成本曲线上移，利润空间受到压缩，不少名义产能实际上处于闲置状态，相当于完成了间接的产能出清。当然，这些装置并未真正关停，在利润出现修复的阶段会间歇性生产。目前来看，沥青产能的完全出清可能会是相对漫长的过程。

图 31: 原油进口配额完成率 | 单位: %



数据来源: 钢联 华泰期货研究院

图 32: 沥青产能趋势 | 单位: 万吨/年



数据来源: 百川资讯 隆众资讯 华泰期货研究院

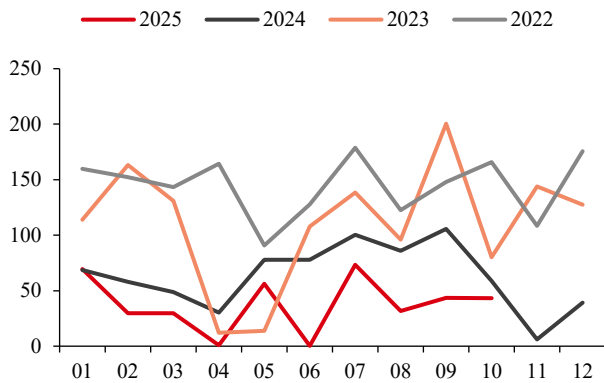
### 委内瑞拉局势仍不明朗，原料供应存在不确定性

今年特朗普政府一度要撤销雪佛龙在委内瑞拉的石油许可证，最终保留了部分权限，目前委内瑞拉重质原油依然有部分流向美国。就我国而言，目前原料供应相对充裕，近期稀释沥青贴水也呈现下跌态势。

然而，委内瑞拉局势并不明朗，近期美国有在委内瑞拉附近海域开展军事行动的迹象，因此未来委油供应仍存在不确定性，需要密切关注局势发展。如果出现意外的断供事件，则国内沥青成本将进一步抬升，对价格存在向上拉动。

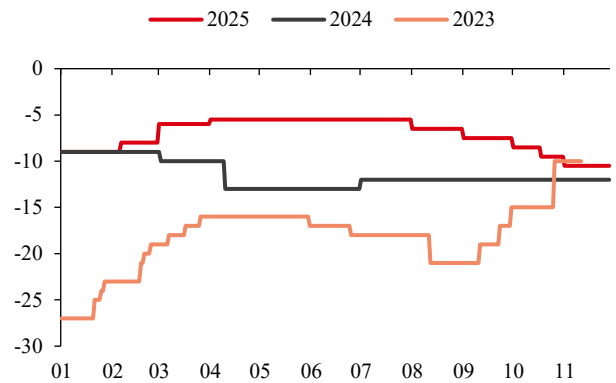


图 33：中国稀释沥青进口量 | 单位：万吨



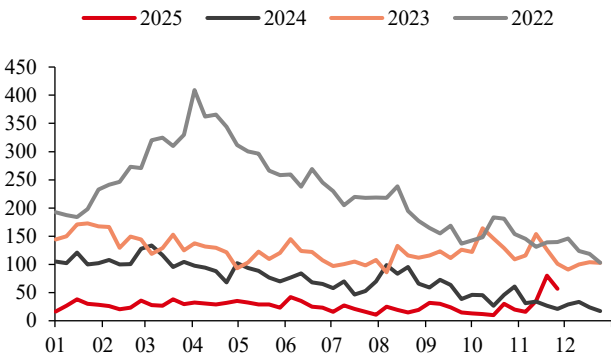
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 34：稀释沥青贴水 | 单位：美元/吨



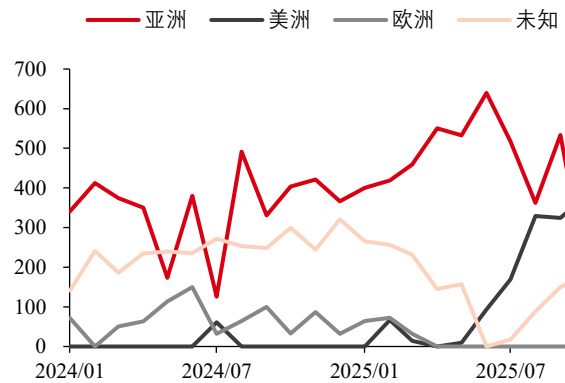
数据来源：百川资讯 华泰期货研究院

图 35：稀释沥青港口库存 | 单位：万吨



数据来源：钢联 华泰期货研究院

图 36：委内瑞拉原油发货量 | 单位：千桶/天



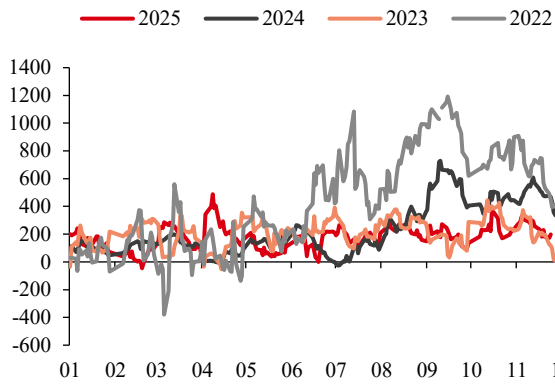
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

### 沥青市场或将持续承压，短期关注底部信号的明确

当前沥青现货与盘面仍处于低位弱势运行的状态，由于刚性需求整体表现疲软，叠加局部地区供应端压力增强，下游整体采购情绪较为谨慎，氛围尚未完全扭转。随着部分冬储远期合同释放，价格大概在 2900-3000 元/吨左右，为市场提供一定下方支撑。整体来看，沥青市场下行压力已有所缓解，但底部信号仍需要进一步明确，反弹动力不足。

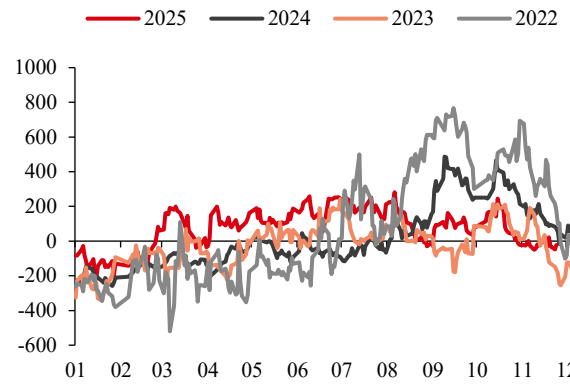
展望明年全年，结合我们对原油成本端支撑偏弱以及沥青需求下滑的预期，我们认为市场中期依然存在一定下行压力，明年现货与期货价格的运行区间可能会同比今年下移，未来可以持续关注逢高空 BU 主力合约的机会，但需要注意地缘局势变化对原料供应的潜在扰动风险。

图 37：华东基差季节性 | 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 38：山东基差季节性 | 单位：元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 1: 沥青月度平衡表      单位: 万吨

	沥青产量	沥青需求	沥青进口量	沥青出口量	沥青净进口量	库存变动
2025 年 1 月	205.90	195.00	19.65	3.43	16.23	27.13
2025 年 2 月	196.54	150.00	20.94	5.34	15.60	62.14
2025 年 3 月	222.66	205.00	26.40	6.10	20.30	37.96
2025 年 4 月	225.26	245.00	28.16	4.40	23.76	4.02
2025 年 5 月	236.51	265.00	39.77	5.52	34.24	5.75
2025 年 6 月	231.96	280.00	37.57	2.95	34.62	-13.42
2025 年 7 月	243.41	280.00	38.05	5.57	32.49	-4.10
2025 年 8 月	253.69	280.00	26.92	8.08	18.84	-7.47
2025 年 9 月	279.32	305.50	35.00	5.00	30.00	3.82
2025 年 10 月	265.00	299.28	30.00	5.00	25.00	-9.28
2025 年 11 月	230.00	265.00	30.00	5.00	25.00	-10.00
2025 年 12 月	210.00	235.00	30.00	5.00	25.00	0.00

资料来源: Wind 国家统计局 海关总署 百川资讯 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



客服热线：400-628-0888

官方网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层