

供需再平衡

玉米：供需缺口补充的节奏

1. 在供需平衡表方面，当前年度即 2020/21 年度供需缺口有望在上一年度的基础上继续扩大，但下一年度即 2021/22 年度有望在种植面积的带动下趋于改善，考虑到当前年度供需缺口在一定程度上得到补充，当前年度内有望出现一个库存和价格的拐点，其可能出现在市场验证供需缺口得到补充的时点。在这种情况下，我们会特别留意补库的持续性，即价格上涨能否往下游传导，会留意华北-东北玉米价差及其南北方港口玉米价差；

2. 此外，虽然市场会预计下一年度玉米种植面积增加来改善玉米供需格局，但仍大概率出现供需缺口有待补充的情况，甚至可能需要临储小麦投放来补充，这会抑制玉米期现货价格回落的空间。特别需要留意的是，如果上半年如期出现去库存的情况，则下一年度国内玉米市场供需可能存在较大变数。

玉米淀粉：淀粉-玉米价差或低位区间震荡

3. 考虑到行业产能过剩，且淀粉期现货价格持续上涨之后，淀粉及其下游产品与其替代品价差收窄，需求或难有大幅改善。再加上临储库存去化之后，华北-东北玉米价差或趋于收窄，后期淀粉定价模式也有望发生转变。

4. 综上所述，我们倾向于认为淀粉-玉米价差及其反映的盘面生产利润或维持低位区间震荡，淀粉期价或更多追随玉米期价走势。

鸡蛋：畜禽存栏再平衡的拐点

5. 回顾今年行情可以看出，在新冠疫情和生猪存栏恢复的双重影响下，鸡蛋现货价格持续弱势，特别是季节性旺季高点不及市场预期之后，行业逐步加快主动去产能，主要体现在两个方面，其一是蛋鸡苗销售量持续环比下滑，其二是蛋鸡淘汰量高于往年同期；

6. 目前是否已经出现拐点尚不能确定，再加上期价在一定程度上反映了市场的乐观预期，我们建议留意远月做多机会，但入场时机尚需等待。此外，考虑到原料成本特别是玉米价格的上涨，鸡蛋绝对价格波动区间或高于往年同期。

交易建议：

玉米与淀粉：中期转为中性，建议投资者阶段性操作为宜。

鸡蛋：中期转为谨慎看多，建议投资者观望，等待远月做多机会。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 农产品组

研究员

范红军

☎ 020-37595315

✉ fanhongjun@htfc.com

从业资格号：F0262666

投资咨询号：Z0002196

徐亚光

☎ 021-68758679

✉ xuyaguang@htfc.com

从业资格号：F3008645

投资咨询号：Z0012826

邓绍瑞

☎ 010-64405663

✉ dengshaorui@htfc.com

从业资格号：F3047125

投资咨询号：Z0015474

联系人

吴青斌

☎ 021-60827983

✉ wuqingbin@htfc.com

从业资格号：F3054450

玉米篇：供需缺口补充的节奏

在供需平衡表方面，对于上一年度即 2019/20 年度而言，在 2020 年 2 月底市场逐步证实存在供需缺口之后，先后经历两轮补库过程，一是 2 月底到 5 月初的新玉米，二是 5 月下旬到 8 月初的临储玉米，形成较大的结转库存，以东北产区为例，旧作年度临储加上一次性拍卖成交量较上一年度增加超过 4000 万吨，而粮达网数据显示东北产区入关量增幅低于下海量的减幅，且天下粮仓数据显示当地深加工玉米消耗量低于去年同期，即使考虑到饲用玉米需求大幅增加，但仍能表明东北产区存在较大的结转库存。

对于当前年度即 2020/21 年度而言，市场普遍预计供需缺口有望扩大，我们亦是如此，产量方面，经过我们前期参加的河北玉米调研和东北产区玉米调研，结合市场机构预估，预计东北产区减产 1000 万吨，华北增产 500 万吨，全国减产 500 万吨；进口方面，考虑到国家基于中美贸易协议已经发放国营配额 1000 万吨，对玉米进口量相应上调；深加工需求方面，考虑到新冠疫情对下游需求的影响趋弱，与此同时，玉米原料端带来的深加工产品绝对价格上涨，亦将在一定程度上对需求构成压制，综合来看，预计深加工玉米需求仅小幅增长 300 万吨；饲用需求方面，第一步预计饲用需求总体较上一年度增加 1000 万吨，增幅预期相对谨慎，主要原因有三，其一是冷冻猪肉进口虽然有望环比下滑，但因为内外价差和中美贸易协议的原因，进口量或将维持在较常年大幅增加的水平上，这会导致整体动物蛋白供需平衡点总体下移；其二是畜禽存栏再平衡之间的动态调节，即生猪存栏恢复之后，生猪出栏体重会下降，而禽类包括肉禽和蛋禽存栏也会相应出现下滑；其三是非洲猪瘟背景下的生猪存栏恢复其实存在变数，主要是局部可能会存在复发，还有就是三元回交母猪的生产性能问题。第二步考虑到由于国产玉米绝对价格上涨，性价比下降，饲用替代增加，小麦可以参考临储成交量数据和进口数据，陈化水稻据传计划抛储 2000 万吨，截至 12 月 3 日累计成交 825 万吨，再加上高粱大麦的进口增量，目前预计已经实现饲用替代 2000 万吨左右。

综合来看，当前年度供需缺口预估在 6000 万吨左右，目前基本确定补充 3000 万吨，可以通过储备投放和结转库存加以弥补。此外，在目前价格水平下，上述供应增量（包括进口和替代）的大部分如临储小麦拍卖成交、陈化水稻定向销售及其饲用替代谷物进口等仍有望持续，继续补充供需缺口，且需求层面也很有可能受到一定程度的抑制，这意味着，随着时间的推移，后续需要补充的供需缺口将越来越小。

对于下一作物年度而言，考虑到临储水稻和小麦库存依然充裕，水稻剩余会形成新的陈化库存需要去化，而中美贸易协议或要求更多的玉米进口，内外价差高企

之下饲用替代谷物进口或将持续，但玉米价格上涨之后，种植收益有望带动新作种植面积增加，对应下一年度供需有望趋于改善。

在这种年度供需预期结构之下，当前年度会出现库存和价格的拐点，其有望出现在市场证实当前年度供需缺口已经得到补充的时点，结合库存周期来看，意味着接下来会出现被动补库存，甚至主动去库存。

库存周期里面关注两个变量，在被动补库存和主动去库存过程中，一个重要的变化是需求出现下降，那我们现在可以看到，由于国产玉米上涨至历史高位水平，其与进口玉米、大麦、小麦及其国产小麦相比，性价比相对最低，已经引发大量的进口和替代。对于近期的东北深加工企业而言，其更多基于明年供应的担忧而入市做库存，但其需求其实亦不容乐观，天下粮仓有两个数据可以作为验证，即东北深加工玉米消耗量和玉米淀粉出库量自9月中旬以来已经显著低于去年同期。

放到全国范围来看，补库能否持续，主要看价格上涨能否往下游传导，这需要重点关注两个指标，其一是华北-东北玉米价差，目前处于相对低位，仅高于临储托底收购政策取消后的2015和2016年，当然其中存在一定的季节性因素，但考虑远月合约对应到华北产区的远期价格，将导致华北产区的小麦-玉米价差大幅走低，引发更多的饲用替代；其二是南北方港口价差，在5月下旬到8月初的第二轮现货价格上涨之后，价差整体趋于下滑，10月下旬南港全部饲用谷物达到历史高位160万吨之后，价差更是下降至历史低位，仅次于2014年（当年因为国家面向东北采购的需求企业提供140元/吨的运费补贴）。

综上所述，考虑到下一年度供需改善的预期，以及当前年度供需缺口在一定程度上得到补充的事实，我们倾向于接下来会出现库存和价格的拐点，特别留意补库的持续性，即价格上涨能否往下游传导，会留意华北-东北玉米价差及其南北方港口玉米价差，因其将导致市场供需预期的变化，继而引发行业库存周期的变动，带来期现货价格的涨跌。

此外，虽然市场会预计下一年度玉米种植面积增加来改善玉米供需格局，但仍大概率出现供需缺口有待补充的情况，甚至可能需要临储小麦投放来补充，这意味着玉米期现货价格回落的空间亦有限。特别需要留意的是，如果上半年如期出现去库存的情况，则下一年度国内玉米市场供需可能出现较大变数。

在这种情况下，我们对玉米期现货价格持中性判断，目前价格处于偏高水平，继续上涨空间受限，且难以持续，而下方回落空间亦有限，或维持高位宽幅震荡走势。后期转向反映下一年度供需之后，变数可能更大。建议投资者审慎交易，阶段性操作为宜。

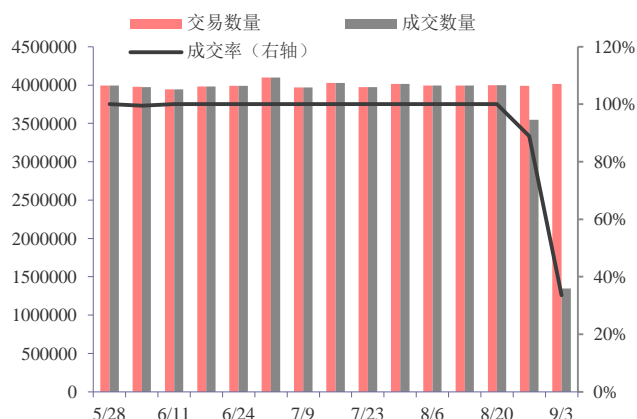
图 1. 中国玉米供需平衡表

单位：百万吨

项目	USDA							华泰期货						
年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
期初库存	123.6	172.9	212.0	223.0	222.5	210.1	201.1	100.9	178.4	260.7	254.6	190.0	139.5	97.5
产量	249.8	265.0	263.6	259.1	257.2	260.8	260.0	249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	196.0	191.0
净进口	5.5	3.2	2.4	3.4	4.4	7.6	7.0	5.5	3.2	2.4	3.4	4.5	7.0	17.0
总需求	206.0	229.0	255.0	263.0	274.0	278.0	279.0	177.8	185.9	224.5	264.0	256.0	245.0	238.0
饲用需求	144.0	165.0	185.0	187.0	191.0	193.0	192.0	114.8	121.9	151.0	181.0	170.0	160.0	150.0
FSI需求	62.0	64.0	70.0	76.0	83.0	85.0	87.0	63.0	64.0	73.5	83.0	86.0	85.0	88.0
期末库存	172.9	212.1	223.0	222.5	210.1	200.5	189.1	178.4	260.7	254.6	190.0	139.5	97.5	67.5
其中：储备库存								162.1	251.5	218.6	118.6	100.6	25.6	15.0
社会库存								16.3	9.2	36.0	71.4	38.9	71.9	52.5
年度变化	19.1	39.2	10.9	-0.5	-12.9	-22.5	-33.4	77.5	82.3	-6.1	-64.6	-50.5	-42.0	-30.0

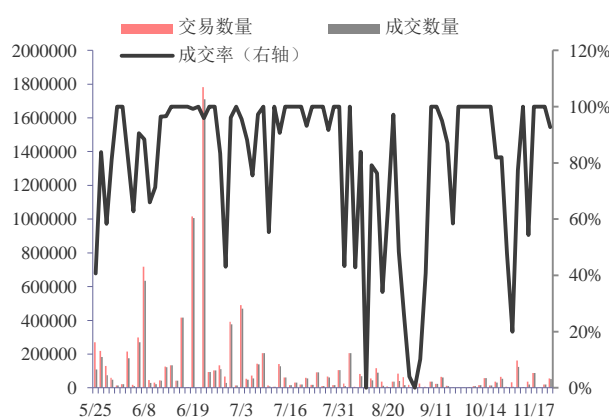
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 2. 临储玉米拍卖成交情况 单位：吨，%



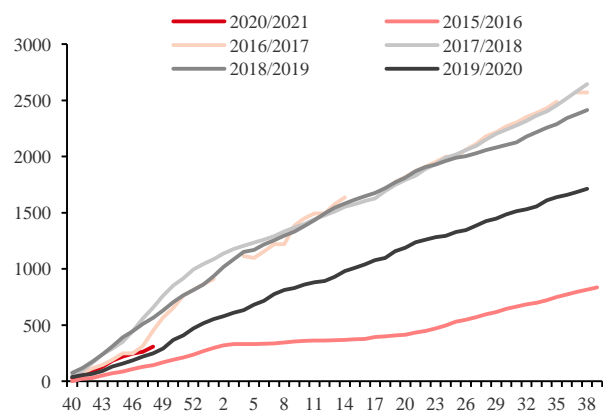
数据来源：国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 3. 一次性储备成交情况 单位：吨，%



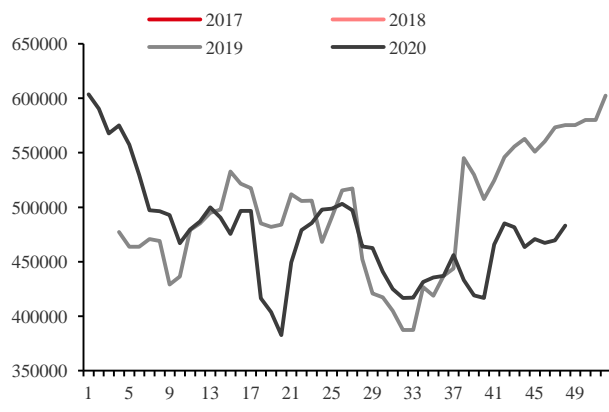
数据来源：中储粮网 华泰期货研究院

图 4. 中国北方港口玉米下海量 单位：万吨



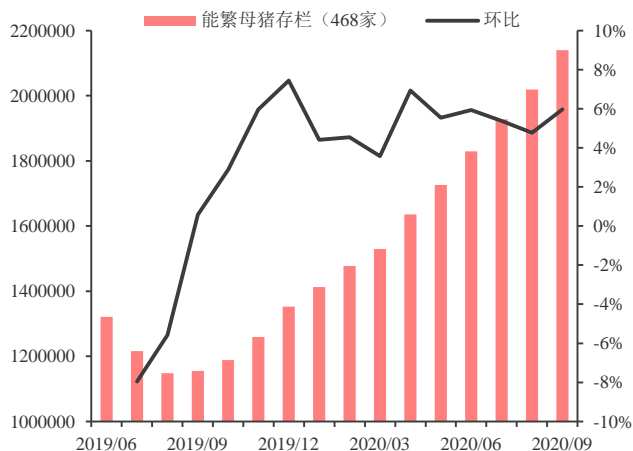
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 5. 东北深加工企业玉米消耗量 单位：万吨



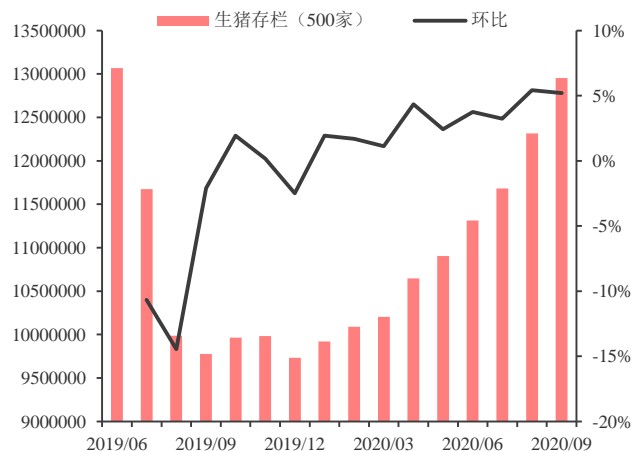
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 6. 样本企业能繁母猪存栏量 单位：头



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 7. 样本企业生猪存栏量 单位：头



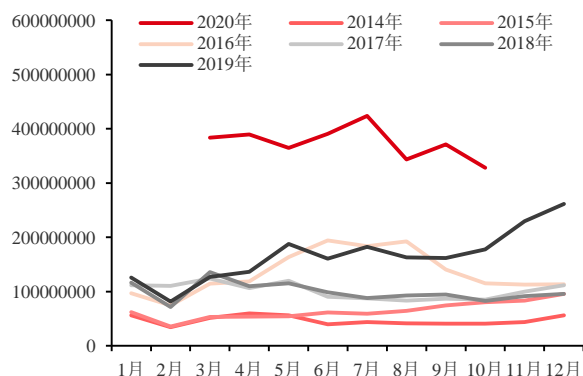
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 8. 生猪出栏体重 单位：千克



数据来源：涌益咨询 华泰期货研究院

图 9. 冷冻猪肉进口量 单位：千克



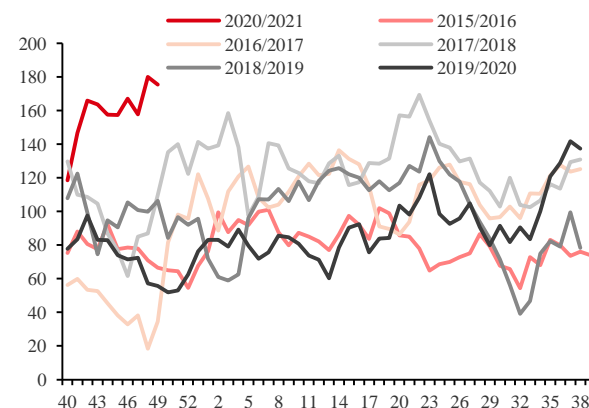
数据来源：国家海关 华泰期货研究院

图 10. 南方港口饲用替代谷物价差 单位：元/吨



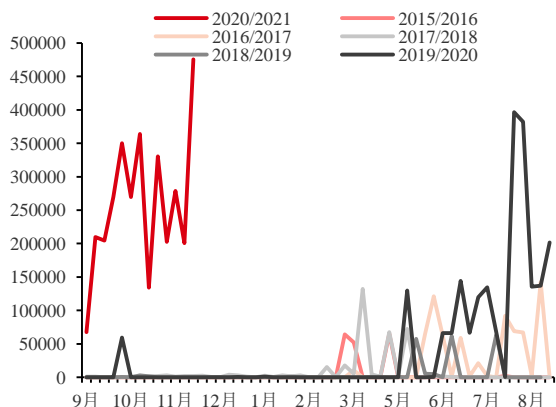
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 11. 南方港口全部谷物库存 单位：万吨



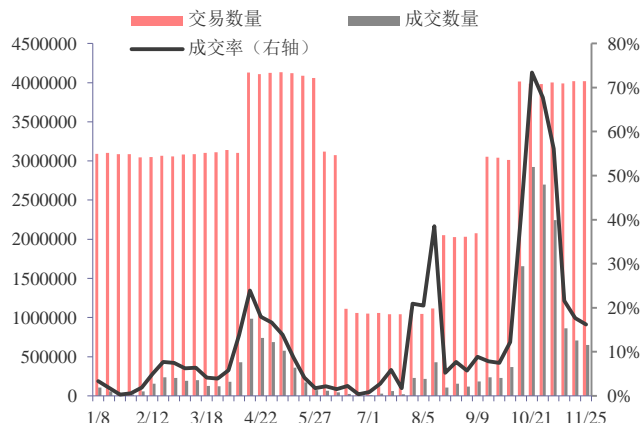
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 12. 美玉米对中国出口装船量 单位：吨



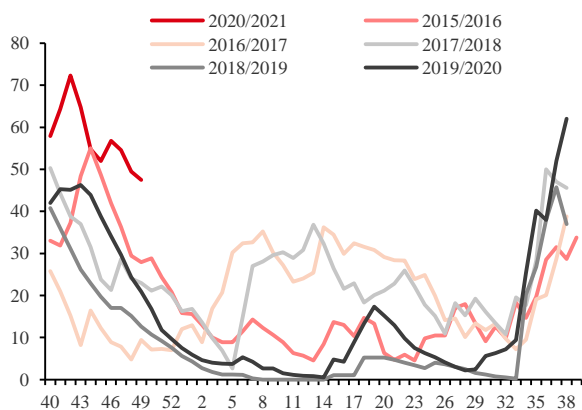
数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 13. 临储小麦成交情况 单位：吨，%



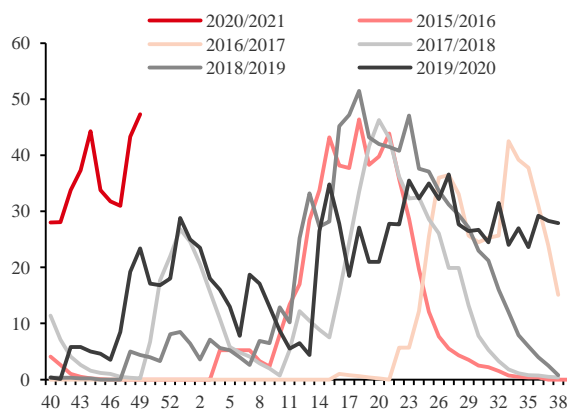
数据来源：国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 14. 南方港口进口大麦库存 单位：万吨



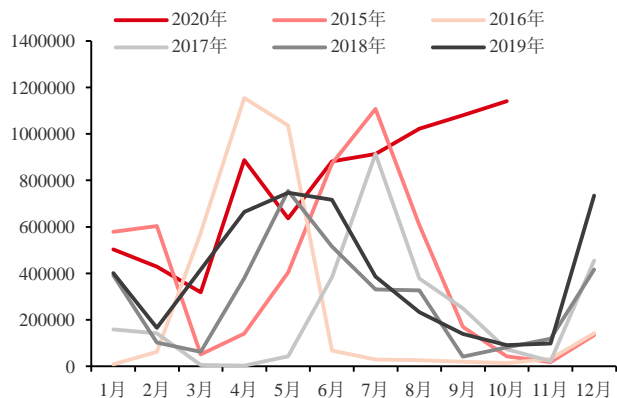
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 15. 南方港口外贸玉米库存 单位：万吨



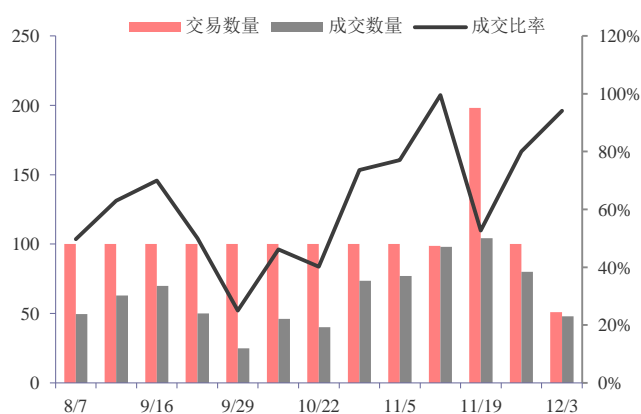
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 16. 中国玉米月度进口量 单位：吨



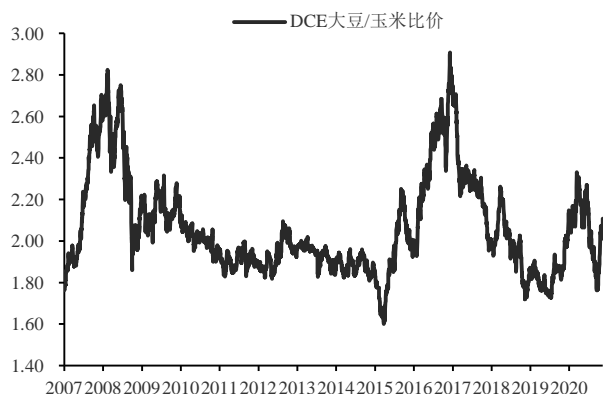
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 17. 临储水稻定向销售 单位：万吨，%



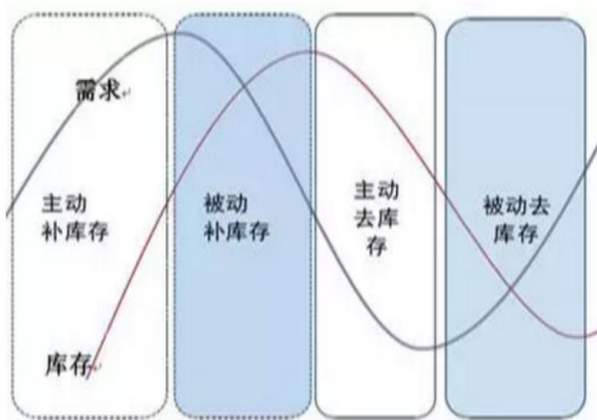
数据来源：华泰期货研究院

图 18. DCE 大豆玉米比价



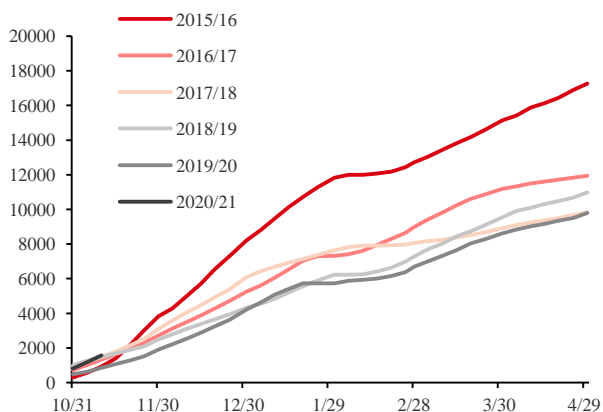
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 20. 库存周期动态变化



数据来源：华泰期货研究院

图 22. 11 个玉米主产区玉米收购进度 单位：万吨



数据来源：国家粮食与物资储备局 华泰期货研究院

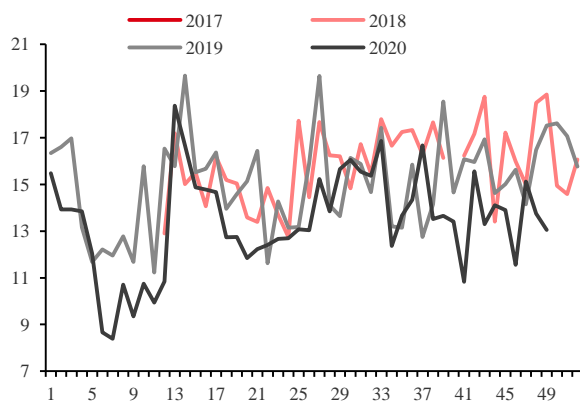
图 19. 黑龙江大豆玉米种植补贴 单位：元/吨

年份	玉米	大豆
2016	190	118.58
2017	133.46	173.46
2018	25	320
2019	30	255
2020	38	238

备注：2016 年及其之前东北大豆仍实行目标价格补贴，标准为 2014 年 60.5 元，2015 年为 130.87 元，2016 年为 118.58 元，2017 年起调整为大豆生产者补贴，与玉米相同。

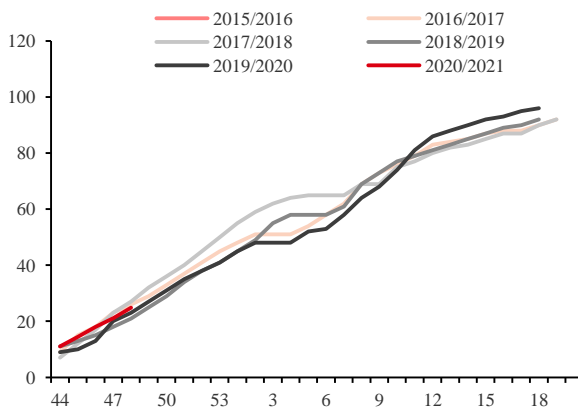
数据来源：华泰期货研究院

图 21. 东北产区玉米淀粉出库量 单位：吨



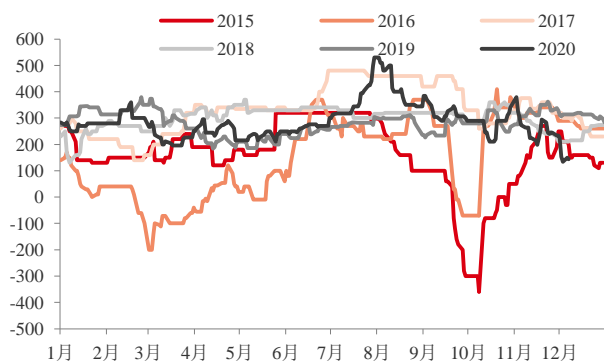
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 23. 全国玉米售粮进度 单位：%



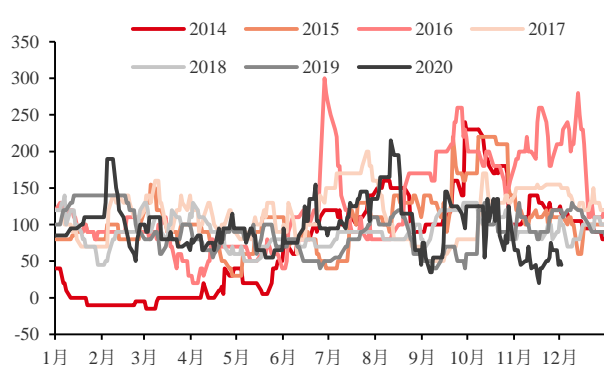
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 24. 华北-东北玉米价差 单位：元/吨



数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 25. 南北方港口玉米价差 单位：元/吨



数据来源：汇易网 华泰期货研究院

玉米淀粉篇：淀粉-玉米价差或低位区间震荡

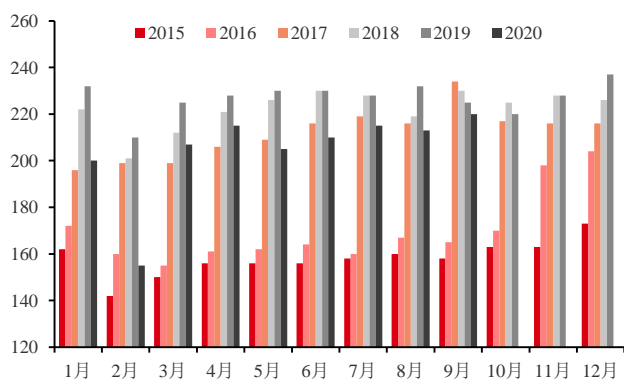
从行业产能角度看，自国家临储托底收购价政策以来，行业产能经历一轮产能扩张期，就我们之前的不完全统计 2015 年到 2018 年产能扩张超过 30%，今年仍有扩建/新建产能投放，如 7 月嘉吉生化新建产能投放，在这种情况下，行业产能过剩格局更为明显。

从需求角度看，中国淀粉工业协会数据显示，自今年 1 月以来，淀粉月度消费量持续同比下滑，其中淀粉糖和造纸行业皆是如此。天下粮仓数据显示，在上半年持续同比下滑之后，三季度出库量出现同比增长，但四季度截至目前仍同比小幅下滑。究其原因，上半年更多源于新冠肺炎疫情的影响，三季度反弹或更多源于中下游补库的需求，四季度下滑或更多源于玉米淀粉绝对价格的上涨，因目前白糖-淀粉价差已经回落至 2015 年低位水平之下，小麦-玉米价差也有大幅回落，这意味着淀粉及其下游产品的替代需求将受到一定程度的抑制。

而从原料角度看，华北-东北玉米价差或趋于收窄，这一方面源于临储库存已经去化完成，一次性储备剩余量较小，东北产区深加工企业很难通过临储拍卖来获得相对低价的玉米原料；另一方面则源于华北产区临储小麦（包括定向销售和临储拍卖）投放，可以在价差合适时替代玉米的饲用需求，将对华北玉米价格上涨的高度构成压制。在这种情况下，淀粉定价或发生重大转变，即供需宽松阶段更多参考华北产区的生产成本，只有在供需紧张阶段才会转向东北产区的生产成本。

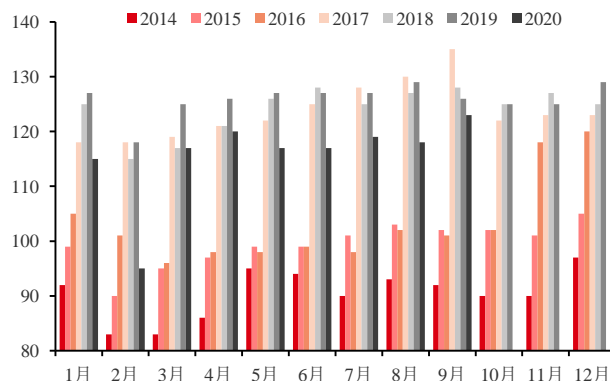
综上所述，考虑到产业产能过剩格局，玉米淀粉绝对高位之下中下游需求或将受到抑制，且华北-东北玉米价差趋于收窄，淀粉定价模式对应发生改变，淀粉-玉米价差走扩的空间亦将受限，总体或维持低位区间震荡运行，淀粉期价更多跟随原料端即玉米期价走势。

图 26. 淀粉月度消费量 单位: 万吨



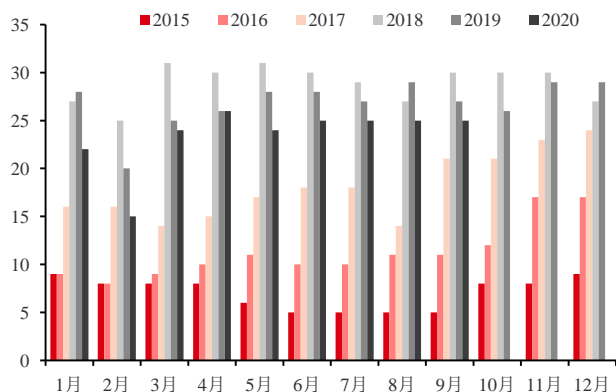
数据来源: 淀粉工业协会 华泰期货研究院

图 27. 淀粉糖行业中淀粉消费量 单位: 万吨



数据来源: 淀粉工业协会 华泰期货研究院

图 28. 造纸行业淀粉月度消费量 单位: 万吨



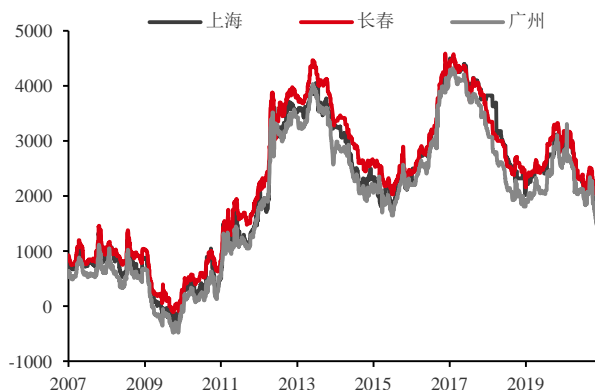
数据来源: 淀粉工业协会 华泰期货研究院

图 29. 小麦-玉米价差 单位: 元/吨



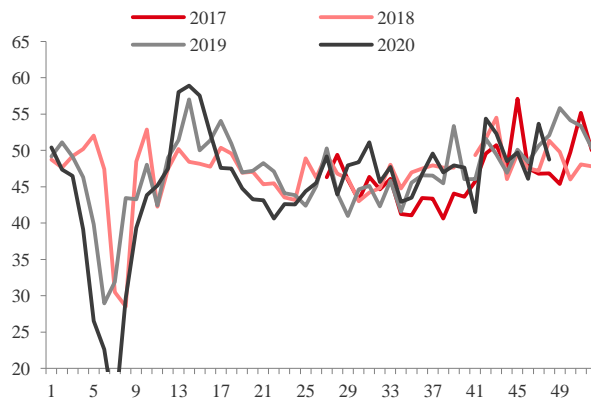
数据来源: 汇易网 华泰期货研究院

图 30. 白糖-淀粉价差 单位: 元/吨



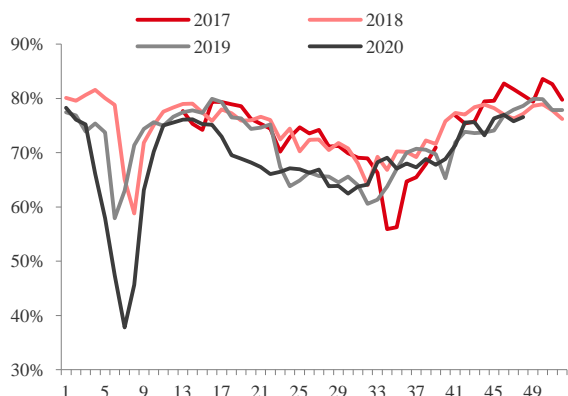
数据来源: 汇易网 华泰期货研究院

图 31. 淀粉周度出库量 单位: 万吨



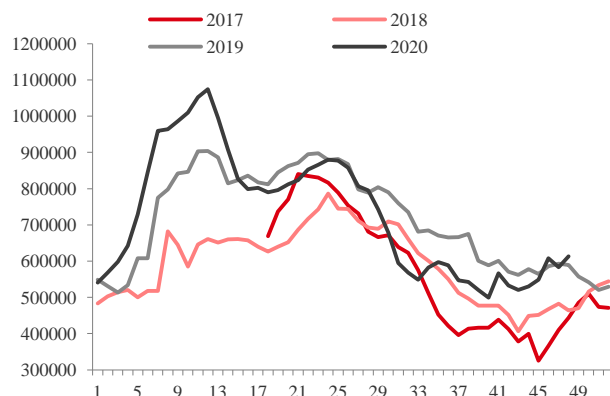
数据来源: 汇易网 华泰期货研究院

图 32. 淀粉行业开机率 单位：%



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 33. 淀粉行业库存 单位：吨



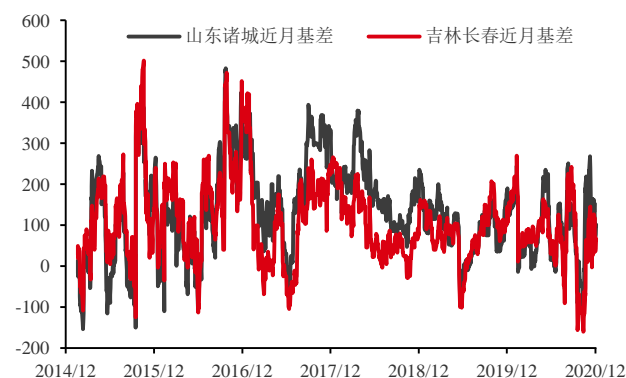
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 34. 淀粉现货生产利润 单位：元/吨



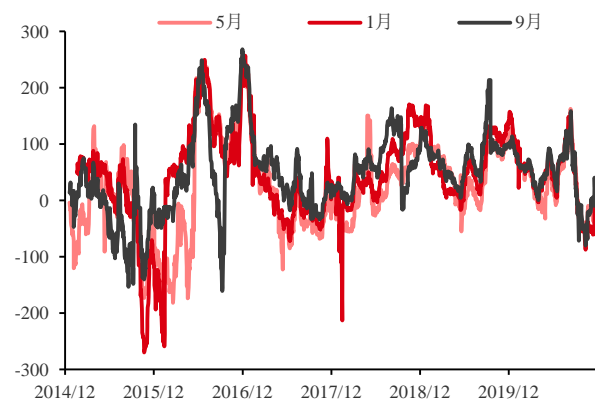
数据来源：汇易网 天下粮仓 华泰期货研究院

图 35. 淀粉近月基差 单位：元/吨



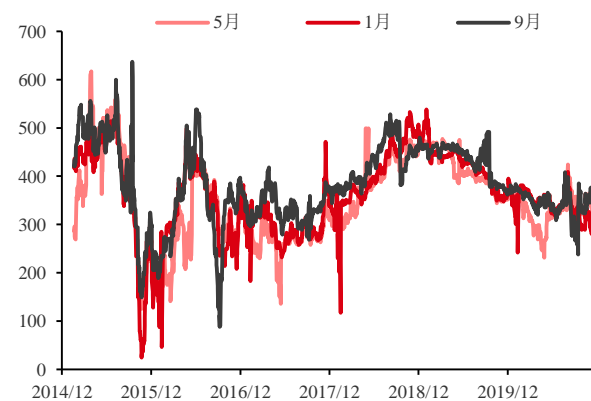
数据来源：汇易网 文华财经 华泰期货研究院

图 36. 玉米淀粉盘面生产利润 单位：元/吨



数据来源：汇易网 文华财经 华泰期货研究院

图 37. 淀粉-玉米价差 单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

鸡蛋篇：畜禽存栏再平衡的拐点

回顾今年鸡蛋现货价格走势可以看出，整体表现弱于市场预期，上半年表现仅好于2017年，7月间表现相对强势，主要源于新开产断档、下游补库及其生猪价格上涨的带动，但季节性高点价格让市场失望，甚至未能突破往年的4元/斤的水平，而后现货价格持续弱势，与2016年不相上下。

究其原因，在我们看来，主要有两个方面，其一是新冠疫情对需求特别是户外消费的影响，上半年特别是节后更为明显；其二是生猪养殖恢复之下，对鸡蛋替代需求的影响，从图40可以看出，其影响或更多体现在下半年。在这两方面因素影响之下，从卓创资讯数据可以看出，今年鸡蛋销售量较往年并未有明显的改善，近期甚至处于历史同期相对低位，而流通与生产环节鸡蛋库存天数则持续显著高于去年同期。

鸡蛋现货价格的持续低迷，带动蛋鸡养殖利润亦相对偏低，跟往年相比，上半年仅高于2015年和2017年，下半年至今则仅高于2015年，众所周知，2015年是2014年禽流感爆发之后的恢复之年，2017年上半年则主要源于禽流感对需求的压制，即人畜共患禽流感更多影响鸡蛋的需求而非鸡蛋的供应。在这种情况下，特别是季节性高点现货价格不及预期之后，蛋鸡养殖行业有主动去产能的迹象，具体表现在两个方面，其一是鸡苗销售量环比持续下滑，从8月的3898万只下降至10月的2743万只；其二是蛋鸡淘汰量的增加，特别是9-11月持续处于历史同期高位，与此同时，蛋鸡淘汰日龄也持续处于历史同期低位，且有持续环比下降，长期处于500天日龄以下。

时至今日，蛋鸡存栏是否已经下降至常年水平实现畜禽存栏再平衡，甚至出现超淘，利于后期鸡蛋现货价格上涨？首先，从数据来看，截至2020年11月，博亚和讯数据显示，在产商品代蛋鸡存栏环比下降2.16%，同比上涨0.71%；后备商品代蛋鸡存栏环比下降3.55%，同比下降31.63%。卓创资讯数据显示，全国在产蛋鸡存栏量为12.476亿只，环比跌幅1.41%，同比跌幅1.08%。两者数据均显示，目前蛋鸡存栏已经下降至去年同期水平，略高于2017和2018年同期水平。其次，从时点上看，目前处于蛋鸡集中淘汰期，养殖户淘汰后仍有补栏计划，如果价格上涨或预期改善，后期蛋鸡补栏及其对应的蛋鸡存栏仍存在变数，卓创资讯11月蛋鸡苗销量3291万只，较10月出现恢复性上涨。因此，在我们看来，主动去产能是否足够尚不能确定，后期不排除仍需要养殖亏损带来的被动去产能的可能性。

而期价在一定程度上反映了较为乐观的预期，这体现在当前基差上，截至12月4日，鸡蛋主产区均价对5月合约贴水352元，对9月贴水810元，虽近期环比小

幅走强，但仍处于往年同期相对低位。同时期价升水幅度超过往年现货月均价变动水平，且从历史数据来看，往年5月较前一年12月变动最大的年份出现在2014年，往年9月较前一年12月变动最大的年份出现在2014年和2019年，这两年均出现重大疫情因素（分别是禽流感和非洲猪瘟）对鸡蛋供需两端造成重大影响。

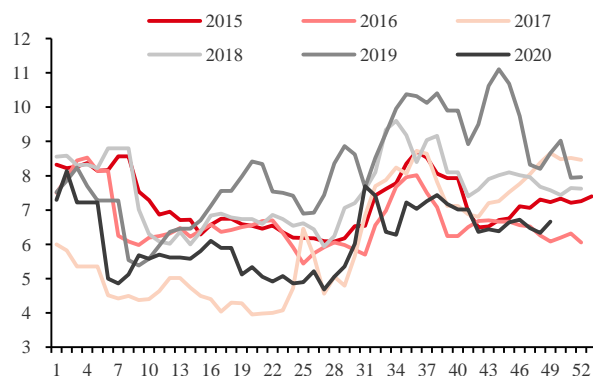
综上所述，在生猪存栏恢复带动畜禽存栏再平衡的大背景下，叠加新冠疫情的影响，鸡蛋现货价格和养殖利润带动行业出现主动去产能的情况，但目前是否已经出现拐点尚不能确定，存在一定变数，再加上期价在一定程度上反映了市场的乐观预期，我们建议留意远月做多机会，但入场时机或尚需等待。此外，考虑到原料成本特别是玉米价格的上涨，鸡蛋绝对价格波动区间或高于往年同期。

图 38. 鸡蛋现货价格 单位：元/斤



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 39. 鸡蛋棚前批发价 单位：元/公斤



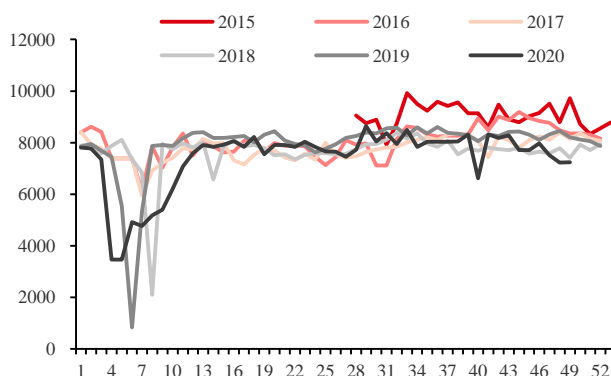
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 40. 样本企业生猪日屠宰量 单位：头



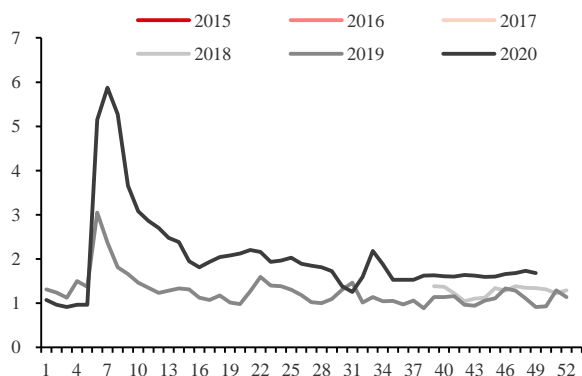
数据来源：涌益咨询 华泰期货研究院

图 41. 代表城市鸡蛋周度销售量 单位：吨



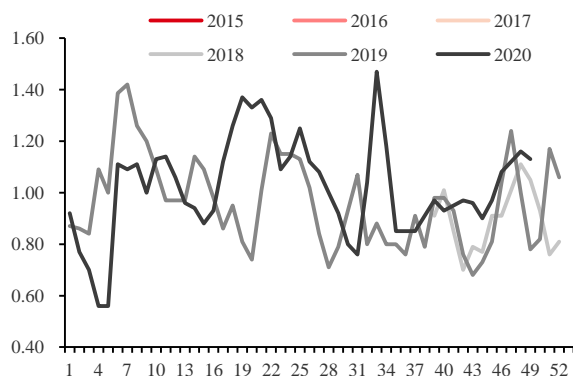
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 42. 生产环节鸡蛋库存天数 单位：天



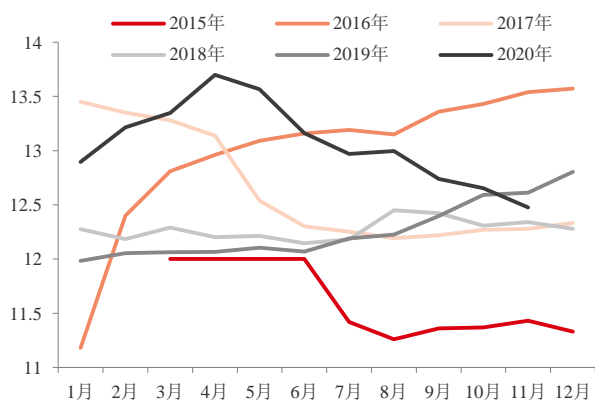
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 43. 流通环节鸡蛋库存天数 单位：天



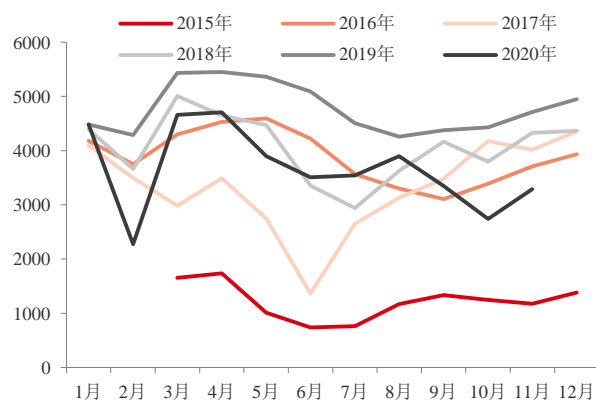
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 44. 在产蛋鸡存栏 单位：亿只



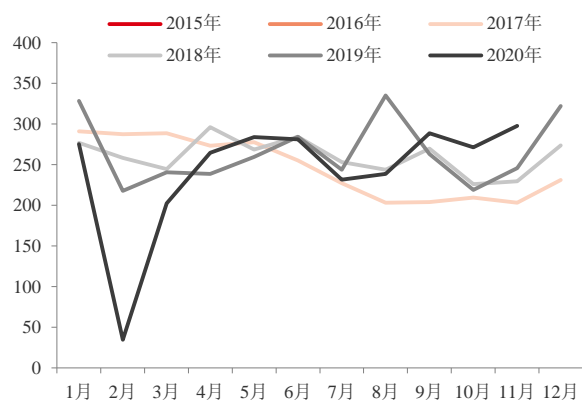
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 45. 样本企业鸡苗销量 单位：万只



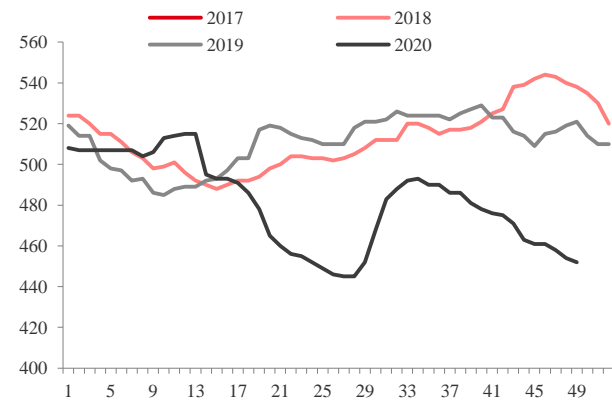
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 46. 样本企业蛋鸡淘汰量 单位：万只



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

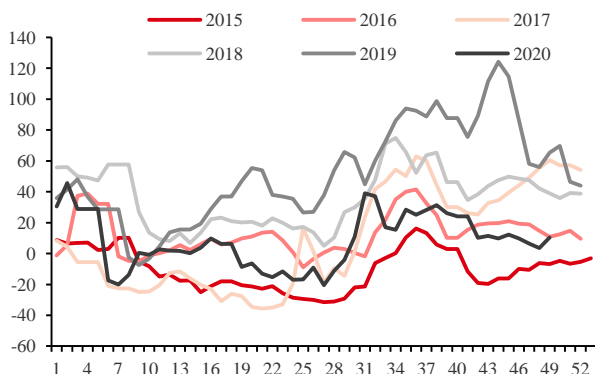
图 47. 蛋鸡淘汰日龄 单位：天



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 48. 蛋鸡养殖利润

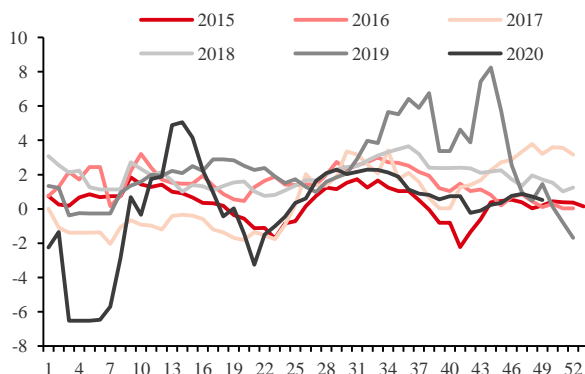
单位：元/只



数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

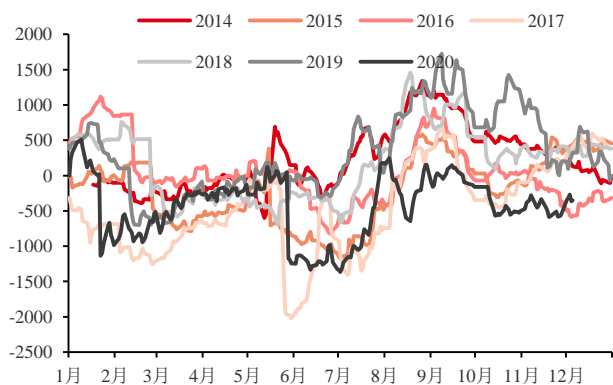
图 49. 肉鸡养殖利润

单位：元/只



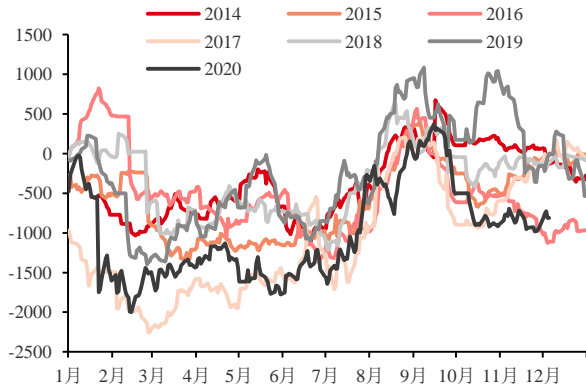
数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 50: 主产区均价对 5 月基差 单位：元/500 千克



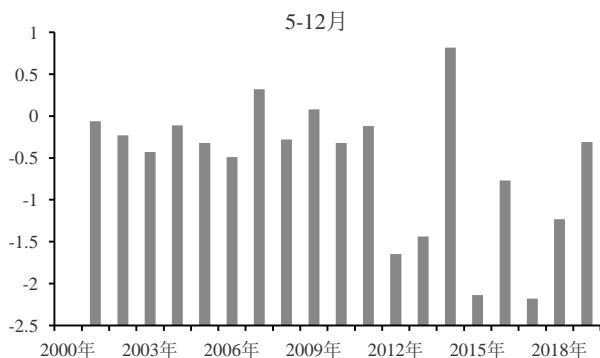
数据来源：Wind 文华财经 华泰期货研究院

图 51: 主产区均价对 9 月基差 单位：元/500 千克



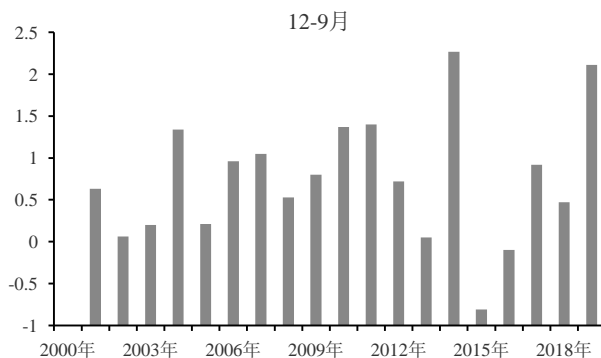
数据来源：Wind 文华财经 华泰期货研究院

图 52: 现货月均价 12 月-5 月变动 单位：元/千克



数据来源：畜牧业信息网 华泰期货研究院

图 53: 现货月均价 12 月-9 月变动 单位：元/千克



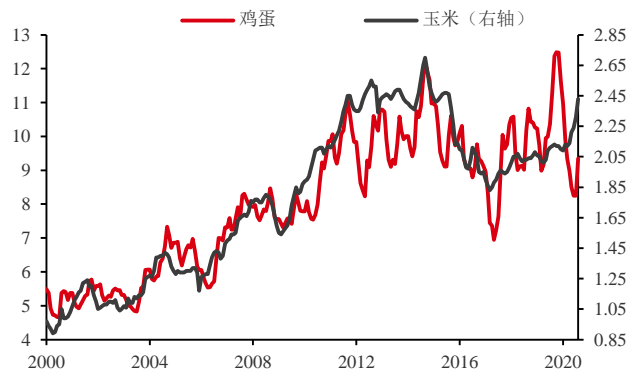
数据来源：畜牧业信息网 华泰期货研究院

图 54. 鸡蛋现货价格季节性规律



数据来源：华泰期货研究院

图 55. 鸡蛋与玉米月均价 单位：元/千克



数据来源：畜牧业信息网 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

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com