

调研报告-棉花

外需低迷压制棉纺产业信心

走势评级：棉花：震荡
报告日期：2023年3月13日

★调研目的：

为了深入了解棉纺产业订单生产形势、开机、利润及库存状况、企业采购策略等，继2月21日-24日广东调研后，本人又于3月6日-3月10日跟随 Mysteel 农产品在山东市场进行棉纺产业实地调研。

★调研情况总结：

- **上游棉花：**贸易商手中的货较多，基差竞争激烈，走货不顺畅，期价下跌的时候产业逢低补库、随用随买，涨上来后就观望、成交明显减少。
- **中下游：**1、纺织企业开工率良好，纺纱利润总体一般，每吨几百元到1000元左右不等；2、目前整体企业订单情况还可以，基本是内销订单，外单情况较差，4月后的订单形势仍不明朗，总体订单周期都不长，内销订单价格提不上去。3、纺企纱线库存偏低；纺织企业棉花库存大多在1-2个月，不算高，原料库存基本按订单来备，企业随用随买、逢低采购为主。由于新疆棉价格相对便宜，疆棉使用比例有所提升。4、外需不乐观，令企业对今年整体消费的评估谨慎，很多企业出口转内销，内销市场压力会较大。5、企业的行情研判：目前消费驱动力还不足，短期大涨行情仍不具备，但下方空间不大，预计今年棉价是震荡向上、底部逐步抬升的过程。

★行情展望：

国内需求短期对棉价向上驱动乏力，待产业补库需求逐步消退后，外需低迷的形势对国内市场的拖累作用可能会逐渐显现出来。郑棉承压运行，短期料震荡偏弱，但下方空间预计有限，关注后续新增订单情况及宏观金融市场动态，长期仍维持震荡向上的观点不变。考虑到新疆新作面积及产量预期下滑，今年新作籽棉收购期出现抢收的概率较大，2401合约在15000以下料有良好的逢低多配价值。

★风险提示：

宏观金融风险及超预期的产业政策面因素等。



方慧玲 首席农产品分析师

从业资格号：F3039861

投资咨询从业资格号：Z0010565

Tel: 8621-63325888-2737

Email: huiling.fang@orientfutures.com

郑棉、ICE 棉花主力合约走势



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。
有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、 调研目的.....	3
2、 调研总结.....	3
3、 行情展望.....	6
4、 调研内容.....	8
4.1、 某大型贸易企业 A.....	8
4.2、 某大型纺服企业集团 B.....	11
4.3、 某中大型纺织企业 C.....	12
4.4、 某小型纺企 D.....	14
4.5、 某大型棉纺织企业 E.....	16
4.6、 某大型纺织企业 F.....	19
4.7、 某中大型纺织企业 G.....	21

1、调研目的

春节后国内棉价冲高回落，在经过短暂的火热后，棉纺市场有所走淡，市场对后续订单形势不确定，企业操作普遍偏谨慎，郑棉2月份基本维持区间震荡格局。为了深入了解棉纺产业订单生产形势、开机、利润及库存状况、企业采购策略等，继2月21日-24日的广东调研后，本人又于3月6日-3月10日跟随 Mysteel 农产品在山东市场展开了棉纺产业实地调研。作为国内重要的棉纺市场，山东市场历来是纺织业的重点关注区域，近年来棉纺产能产量稳居全国第一。我们在山东拜访了当地重点的具有代表性的纺织企业及贸易商，与代表企业面对面交流，探讨了山东区域棉纺行业现状与后期发展。

实地考察路线为济南、泰安、淄博、潍坊、东营。

图表 1：调研路线



资料来源：我的农产品网

2、调研总结

(1) 上游棉花市场：

新疆轧花厂销售进度较快，轧花厂手中的货大多已转移至贸易商，贸易商手中的货较多，基差竞争激烈。贸易商走货不顺畅，期价跌的时候产业逢低补库、随用随买，涨上来后就观望、成交明显减少。某大型贸易商称，也不是很着急卖，若期价涨上去，还是会增加套保量。该贸易商表示，因为参与的棉花期现贸易商多，货比较分散，平均到每个贸易商手中的货不多、销售压力不大。

(2) 下游纺织企业：

1、开工率：

纺织企业开工率良好，所调研企业开工率都在 80% 以上，甚至满负荷生产。

2、订单形势：

● 春节以后稍微有一波行情，这个行情来自于内销好转的推动，但进入 3 月份后，后续订单不是很多。目前整体企业订单情况还可以，但是推进不快，外单情况较差。目前企业订单到 3 月底 4 月初，有些企业订单到 4 月中旬，后续订单形势仍不明朗。近期南通家纺市场较好，国内紧密 60s、40s 的订单比较多，但还能持续多久不确定。

● 总体订单周期都不长。

● 出口订单方面，出口美国的订单非常不好，欧洲订单降得没有美国多，出口日韩的订单还可以。有时有外贸订单，但接着吃力，因要求非常苛刻。内销订单方面，疫情放开后，内销订单改善，但订单价格提不上去。

3、生产利润

目前纺纱利润总体一般，每吨几百元到 1000 元左右不等。但有企业表示，如果按前期库存棉花，生产肯定有利润；如果用 16000 元/吨的棉花，目前阶段来说就确实高了，各方面因素都不大支持。

4、产品库存

纺企纱线库存基本都偏低，很多企业是按订单生产为主的。且现在产业谨慎，多追求小库存。

5、原料库存及采购

● 纺织企业棉花库存大多在 1-2 个月，不算高，原料库存基本按订单来备，满足正常的生产需求即可，不会备太多原料库存。

● 目前纺织企业普遍没有存货的打算，因为现在形势还不是很明朗，下游客户下单也非常谨慎。企业采购策略是随用随买、按单采购为主，价格下跌则逢低补一些货，但也不会备很多。

● 由于新疆棉价格相对便宜，疆棉使用比例有所提升，基本能用新疆棉的，尽量用新疆棉；进口棉因外单形势不好且价格高，使用比例有所下降。

5、对消费的看法

● 疫情放开后，今年国内消费总体肯定要比去年要好一些。但是有企业认为内需目前良好的状况可能持续性有点差，目前有点报复性消费的感觉，6 月份内需可能回归冷静，认为后面订单可能还是会往下走。目前主要驱动力来自中国内销，但中国棉纺产能是供应全世界的，如果都转内销的话，内销压力会比较大。

● 外需方面不乐观：1、外单溯源审核严格；2、现在美国整体上服装面料库存比较高，通胀也高，虽然库存出现了拐点，但仍然处于高位水平，高库存、高通胀的下降需要一个过程，且中国能从欧美的消费订单那边分到多少份额也不确定。

● 企业对今年整体消费的评估还是比较谨慎，有企业认为今年消费量可能在 760-770 万吨，即月均 60-70 万吨。

6、疆棉禁令影响

● 执行情况：据企业反映，欧美订单溯源严格，尤其是美国，美国市场是要求明确不得使用新疆棉，国内企业不会也不值得去冒这个险；日韩订单基本没要求，目前还是可以用新疆棉的。

● 影响：1、疆棉禁令叠加欧美致力于去中国化，导致出口订单明显减少，有很多纺织企业转外销为内销；2、进口棉、进口棉纱用量减少。

7、内外棉价差

内外价差预计不会回归到往年正常区间（即国内比国外高 2000 元/吨左右的这个区间），疆棉将维持在国际市场资源的中低档价格水平。

进口棉到国内港口的人民币现货价比国内内地棉花价格高 1000 元/吨左右，这对于必须用进口棉做出口订单的企业有一定的吸引力。进口棉基本上都是净重结算，公毛差大概有四五百元每吨，这就意味着进口棉如果只比国内新疆棉高每吨五六百元的话，产业还是比较认可并且愿意去买的。因此内外价差缩到-1000 元/吨就会出现买盘增加，若到-500 至-600 元/吨就是更好的机会，但不认为会回到往年正常区间。

8、棉花出口配额发放的问题：该消息已被市场消化。现在出口可能已经错过时机了，内外价差严重倒挂时，出口出去应该会有需求，现在优势已经不大了。

9、新年度国内种植面积预期：

考虑到粮棉比价较高以及国家政策面强调保粮，且去年种植收益大幅下滑，而今年新疆租地成本仍较高，今年疆棉种植面积预计减少。但考虑到种植习惯、销路和收益能得到保障等方面，种植意愿可能也不会大幅下降，面积减少的幅度或还是有限。

10、行情展望

目前消费驱动力还不足，短期大涨行情仍不具备，但下方空间也不大，预计今年棉价是震荡向上、底部逐步抬升的过程，上方目标位 17000 左右，也有企业认为 18600 的直补价位对市场来说可能是个天花板。此外，有企业认为，今年新花收购期，预计可能再度出现抢收，对今年 15000 以下收到棉花不抱希望。

11、企业应对策略

1、出口转内销，认为棉纺市场未来还是要依靠内循环。2、向功能性、差异化产品方向发展；3、也有大企业在考虑增加其他赛道——增加一些其他产业如化工、新能源等，认为纺织行业基本就这样了，不想再去增加本产业规模。

12、纺织产业发展趋势

- 生产成本因素及国际政治因素影响下，产业外移的趋势是很难改变的。
- 纺织产业转移以及欧美向东南亚的倾斜，对中国纺织行业有较大的冲击，而那些差异化的或混纺的高端复杂一些的纱线，中国还是有一些竞争优势。长期而言，国内纺织业向功能性纤维、差异化方向发展是趋势，短期可能因利润导向而出现用棉量的阶段性增加，但整体趋势应该是化纤或人造纤维占比慢慢增加、用棉慢慢减少。

3、行情展望

观点：郑棉承压运行，短期震荡偏弱，但下方空间不大，支撑位 13500-14000，关注后续新增订单情况及宏观金融市场动态，长期维持震荡向上的观点不变，建议逢低做多思路为主。考虑到新疆新棉种植面积及产量预期下滑，加工产能严重过剩的背景下，今年新作籽棉收购期出现抢收的概率较大，结合今年基本未降的高种植成本评估，2401 合约在 15000 元/吨以下或有良好的逢低多配价值。套利方面，建议考虑 5-1 合约反套或 9-1 合约反套操作。

理由：

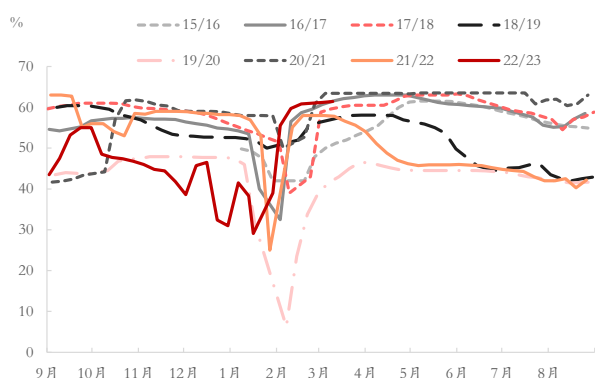
外盘方面，尽管东南亚纺企开工率一季度有所提升，但和往年同期相比仍偏低，棉纱需求回升的幅度有限，近期越南订单形势有所转淡。美国还处于渠道去库的过程中、欧洲消费面临经济下行及通胀的压力，目前需求面弱现实还在持续。此外，外部金融市场环境动荡，持续高利率、高通胀令宏观经济面临下行压力将制约需求，以及类似硅谷银行事件的金融风险事件在二季度可能也会增多，关注后续美国通胀数据及美联储加息预期变化。不过，下年度全球种植面积预期下滑及下年度基本面前景预期转强，且下半年美联储加息预期料迫于经济压力转向，看好下半年的国际市场。外盘短期或维持弱势，但 80 美分之下的空间预计不大，长期仍预期震荡向上，关注外部宏观环境的变化情况。

国内方面，目前国内下游纺织企业库存结构相对健康，纺企棉纱库存偏低、企业开工良好，这将对郑棉短期提供一定的支撑作用。但下游新增订单仍显不足，外单持续低迷，纺织企业补库心态仍谨慎，且近期纺织企业原料库存已补充到常规水平，谨慎心态下，这将制约后续补库力度。虽然现货棉纱目前走货还是顺畅的，但棉纱明显提不动价，下游客户下单也很谨慎，“金三”就这样了，“银四”的后续订单情况还不明朗，随着时间的推移，订单形势不改善的话，市场的怀疑或担心会逐步加重。需求面对棉价向上的驱动乏力，待国内产业补库需求逐步消退后，外需低迷的形势对国内市场的拖累作用可能会逐渐显现出来。此外，贸易商手中的棉花基差资源较多，5 月合约临近交割，市场或将面临一定的压力。

长期而言，需求方面，内需向好的前景不变，上半年市场对经济复苏的节奏或仍有担忧，宏观经济压力可能倒逼相关政策出台，“两会”后随着政策的落地实施，下半年政策成效逐渐显现，需求复苏的斜率可能更高一些；外需方面，海外消费订单的拐点或在二季度出现，虽然不一定能分配给中国多少份额，好转幅度可能有限，但预计将出现边际改善，叠加去年的低基数效应，也有利于提振市场信心。

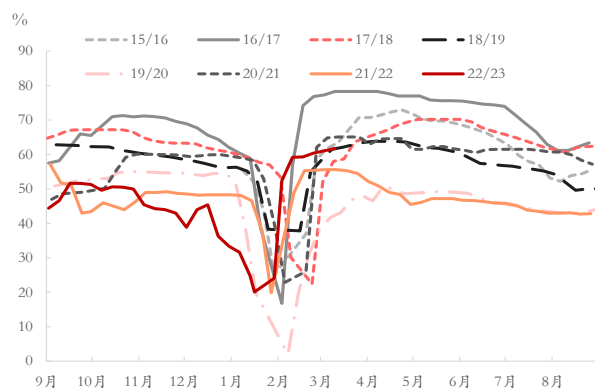
供应方面，新疆新棉种植面积及产量预期下滑，加工产能严重过剩的背景下，今年新作籽棉收购期出现抢收的概率较大，籽棉收购价大概率同比提升。

图表 1：纯棉纱厂负荷



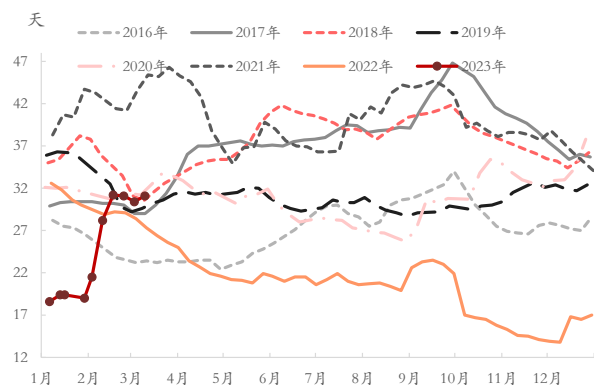
资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

图表 2：纯棉布厂负荷



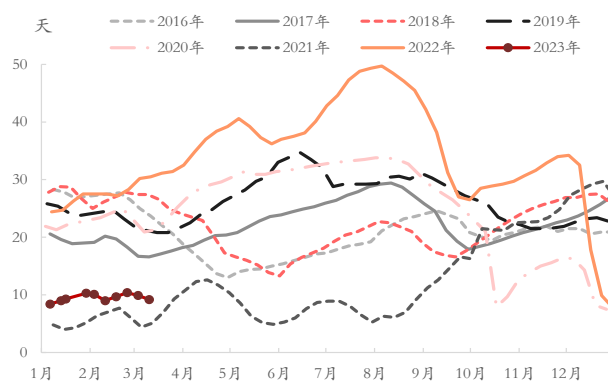
资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

图表 3：纺企棉花库存



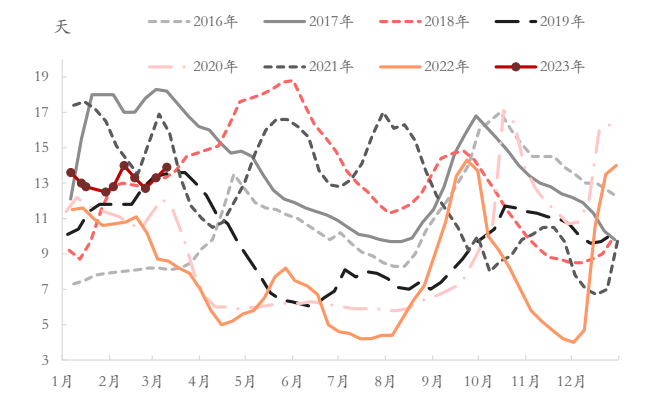
资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

图表 4：纺企棉纱库存



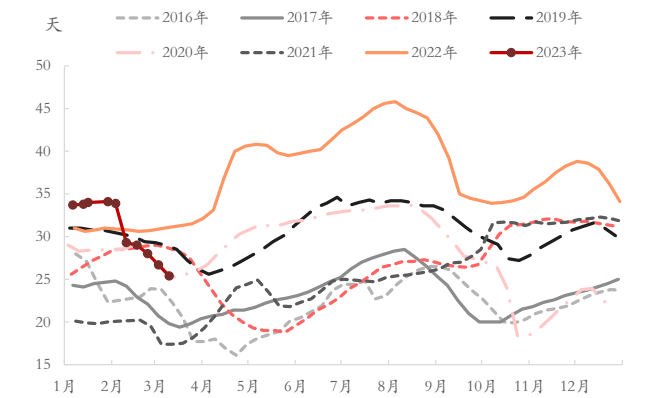
资料来源：TTEB，东证衍生品研究院

图表 5: 织厂棉纱库存



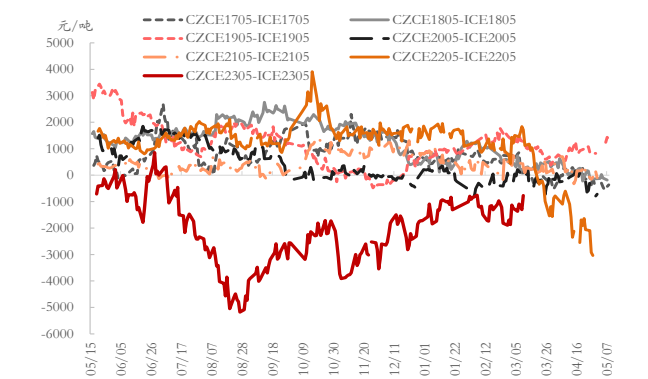
资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

图表 6: 织厂棉布库存



资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

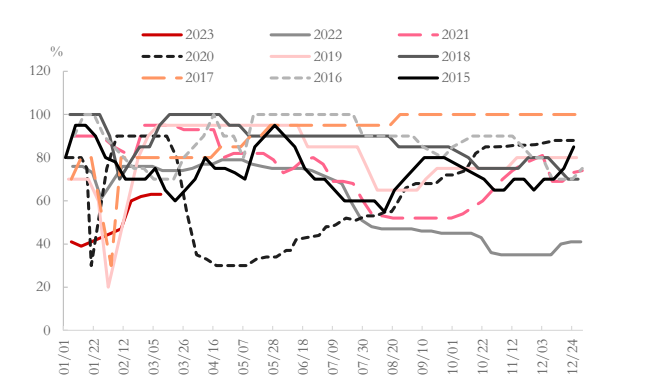
图表 7: 内外棉盘面价差



资料来源: wind, 东证衍生品研究院

注: ICE 盘面加了平均 10 美分升水后按 1% 关税计算所得

图表 8: 越南棉纱厂开工率



资料来源: TTEB, 东证衍生品研究院

4、调研内容

4.1、某大型贸易企业 A

1、企业简介: 国有控股企业, 主要做棉花贸易, 包括新疆棉和进口棉, 进口棉是近三年才逐渐开展起来的业务。目前拥有三个自有轧花厂(在奎屯), 两个租赁轧花厂(分别在呼图壁和沙雅), 2022 年这 5 个轧花厂共收购加工皮棉 4.2 万吨。2021 年产销经营合计 60 万吨, 2022 年受高棉价影响, 经营量降至 45 万吨。22/23 年度, 截至目前, 新疆棉经营了 15 万吨(包括收购加工及贸易的量)、进口棉 5 万吨, 合计 20 万吨。该办事处下游对接的客户主要是终端纺织企业, 占到 80%, 贸易商相对少一些。销售区域主要集中在山东、河南、湖北、新疆这些用纯棉的纺织大省。

2、轧花厂产销进度: 该企业的 4 个位于北疆的轧花厂加工已结束, 位于南疆沙雅的将在一周内结束, 目前轧花厂销售进度已经过半, 与以前自己加工的棉花的销售进度相比,

同比是更快的。但是对于疆棉贸易量来说，今年到目前 10 来万吨的量同比就相对慢些，尤其近两周期价站上 14500 元/吨后，基本基差销售就停滞了，感觉今年基差竞争激烈，贸易走货不顺畅。

就该企业的棉花走货情况看，目前河南的销售相对快一些。

3、点价成交情况：当郑棉期价跌至 14500 以下的那两周，基本每周成交 5000 吨以上，主要是基差点价成交。但近日回升至 14500 以上后，成交不足 1 千吨。即，期价跌的时候逢低补库、随用随买，涨上来后就观望、成交减少。

4、余棉销售策略：对于该企业自己加工生产的棉花销售余量，该企业表示，不着急卖，并且套保上也会控制一定的比例。基差销售虽然走货慢，但该企业表示也不是很着急，因为其客户大部分是产业客户，对销售渠道有信心，基差基本随行就市。如果期价涨上去还是会增加套保量，目前的策略是涨到 15500 可能会套一大部分。

5、国内棉花市场销售状况：据该企业了解，目前北疆轧花厂销售进度基本都超过 90% 了，基本完成了换手，轧花厂手中的货转移至贸易商手中了；南疆还有部分在加工，相对销售进度慢一些，但也已经超过大半了。轧花厂由于没有什么销售压力，存在挺价的心态。

贸易商手中的货较多，供应多、基差竞争激烈，但因为参与的贸易商多，货比较分散，平均到每个贸易商手中的货不多、销售压力不大。

6、下游纺织原料库存、订单情况：据该企业了解，山东纺企订单基本到 3 月底没问题，纺企纱线库存很低，但是 4 月订单形势不明朗；山东江苏普通中小型纺企棉花库存基本维持 1 个多月，不算高，但夏津那边的纺企棉花库存相对较多，平均 3 个月以上，目前纺纱利润良好。对于原料采购，产业还是倾向于逢低买的机会。

7、疆棉禁令的影响：一方面，直接导致出口订单明显减少，目前据该企业了解的下游客户外单不多，主要还是内销单子，有一些纺织企业将他们原先生产外单的车间已经改为生产内销单；另一方面，对于进口棉用量上，2022 年有一段时间增加明显，但内外价差明显走弱后，进口棉的用量减少，现在内外价差有所修复，前两周价差收窄至 1000 元/吨左右的时候，出现了一些补库，这可能更多是因为进口配额到期的缘故，再者，这个价差情况下，进口棉有一点性价比，一些贸易商采购了部分进口棉。

8、对消费的看法：疫情放开后，今年国内消费肯定要比去年要好一些，整个的出行、社交、旅游增加势必会令纺服需求增加，再加上产业链此前库存较低，还有补库的需求，因此看好国内消费，预计能恢复到 2018、2019 年的水平，甚至可能会更高一些。但是外单方面，该企业表示不乐观。一方面，外单溯源审核严格，所用的进口棉需要提供上游各种单据（如合同发票、通关报关单据等等），这变相增加了一部分成本；另一方面，现在美国整体上服装面料库存比较高，通胀也比较高，虽然出现了拐点，但仍然处于高位水平，高库存、高通胀的下降需要一个过程，且中国能从欧美的消费订单那边分到多少份额也不确定，产业内分析应该不会拿到很多单子，欧美可能更多下到东南亚那边。

该企业对整体消费的评估谨慎，认为今年消费量可能在 760-770 万吨，即月均 60-70 万吨。

9、内外棉价差看法：欧美对疆棉制裁对国内影响还是比较大的，内外价差可能不会回归到往年正常区间（即国内比国外高 2000 元/吨左右的这个区间），疆棉在国际市场资源价格中处于中低档水平。

前两周国内进口棉采购量比较大的时候，进口棉到国内港口的人民币现货价比国内内地棉花价格高 1000 元/吨左右，这对于必须用进口棉做出口订单的企业有一定的吸引力。

进口棉基本上都是净重结算，它的公毛差大概有四五百元每吨，这就意味着进口棉如果只比国内新疆棉高每吨五六百元的话，产业还是比较认可并且愿意去买的。因此该企业领导认为，内外价差缩到-1000 元/吨就会出现买盘增加，若到-500 至-600 元/吨就是更好的机会，但认为不会回到往年正常区间。

10、进口棉及进口纱情况：

现在的内外价差令进口纱增加，估计会对国内纱线市场也有一些影响，同时这也可能说明全球订单不多，如果订单好的话，可能就不会有纱线进口到国内。

进口纱在 12-1 月份进口量比较大，现在因为汇率贬值及郑棉的回落，进口量减少了。

港口仓库方面，据该企业走访青岛港，港口仓库极少有客户来提货，仓库反馈近两周一直出货量都比较少。现在港口进口棉库存 20 万吨左右，不算多，顶峰时库存能到 40 多万吨。

11、棉花出口配额发放的问题：这个消息内外盘面价差上已有一些反应了，消息出来后，外盘就跌了很多了。待消息真正落地后，情绪大部分在前期已经消化掉了。现在出口可能已经错过时机了，内外价差严重倒挂时，出口出去应该会有需求，现在优势已经不大了。

12、新年度疆棉种植面积预期：据该企业同事走访，北疆那边，预期奎屯六七师那边减面积 5% 左右。考虑到粮棉比价较高以及国家政策面强调保粮，且今年新疆租地成本仍较高，对种棉花的吸引力不太大，今年疆棉种植面积预计减少。

种植成本这两年增加较多，包地的种植成本 2400 元/亩左右，租地费 800-1300 元/吨，主要在 1200 左右，同比大致持稳。

不过，认为新疆棉农改种意愿不是特别强，原来种棉花的可能还是习惯种棉，国家更多是强制性调减，兵团每个团分配一些调减硬性指标。棉农更多从种植收益上考虑，只要收益能得到保障，种植意愿可能也不会大幅下降，面积减少的幅度就有限。

13、行情展望：往后这几个月预计震荡为主，但为底部逐渐抬升的过程。今年新花收购期，预计可能再度出现抢收，对今年 15000 以下收到棉花不抱希望，价格往下的空间预

计不大。国际市场上，本年度印度产量不及预期，新作疆棉及全球棉花种植面积预期减少，市场可能会对作物种植生长期的天气较为敏感，易引发天气炒作。

14、上半年风险点在哪？该企业领导认为，风险点为订单不足，纺织厂库存累加。

15、纺织行业发展趋势：江苏那边其实有一些改棉纱为一些差异化纤维（如混纺纱、莫代尔、天丝等），虽然短期局部用棉可能有所增加，比如目前的家纺、牛仔、工装这些面料，但长期而言，整体趋势应该是化纤或人造纤维占比慢慢增加。

16、用棉量较大的省份排名：据该企业领导了解，山东最多，其次是河南，第三是江苏，这三个地区的用棉量应该能达到 50%左右，其他是湖北、湖南、河北等地。

4.2、某大型纺服企业集团 B

1、企业简介：该集团从纺纱产业起步，逐步扩展到棉纺牛仔，之后再服装面料端，产业链布局较为健全。

该集团旗下棉纱厂目前纺纱产能 50 万锭，其中国内 25 万锭，国外 25 万锭。国内纱锭主要生产中低支纱（21s 以下），国外的纱锭主要生产 21s 以上的棉纱，紧密纺、环锭纺。生产的纱大部分都是外销，只有一部分（不到 10%）供应集团旗下的牛仔布厂，该布厂拥有 300 多台的牛仔布机，基本都用自产的纱。该集团也有做服装面料进出口的版块，但独立经营，用到的很多面料，比如一些功能性的、时装类的面料都是依赖外采。

该企业的棉纱定位是牛仔布高端用纱，基本销往广东、江苏、浙江及北方一些地区，下游客户对接工厂为主，贸易商很少；要求是款到发货，无账期。

2、开机率：纺纱厂开机率是满负荷的。去年开机率在 80%以上，产能、产量与往年相比基本没怎么降。

3、生产利润：目前棉纱生产利润比去年好。现在市场上流通比较快的是 32s、40s，生产利润相对更高些，在 1000 元/吨左右。

4、订单形势：春节以后稍微有一波行情，这个行情来自于内销好转的推动，当时内销订单比较集中，但进入 3 月份后，后续订单不是很多。订单周期在 20 天左右，往年订单周期 30 天以上，新增订单关注时间节点 4 月下旬或 5 月初。

出口订单方面，该企业从棉纱下游端牛仔布客户（客户做欧美的订单多）了解的情况是，出口订单不多。客户做出口订单是要求该公司用进口棉去做，内销单就没有这方面的限制，目前的情况就是做出口用外棉的这种订单很少，

季节性方面，上半年旺季金三银四，清明节后会淡下来了；下半年金九银十。外销订单周期长，一般外销订单集中在 10 月份。

5、产品库存：该企业纺纱端棉纱库存为不到 20 天的库存量，由于主要是以订纺的模式来生产的（按订单生产），正常情况下库存基本维持在 20 天以内的生产时间期，同比差不多持平，库存不高。

6、原料用量及结构：该企业国内纱厂一年用棉量是 5.5-6 万吨，还有 1.5 万吨的涤纶、化纤等其他各种新材料之类的。往年该公司新疆棉占到 1/3，从 2022 年开始，新疆棉已占到 70%，其他产地棉比例下降，地产棉因为价格偏高、外棉因为外单不好，使用比例都有所下降。

7、原料库存：原料棉花库存目前大约 2 个月，库存偏高。棉花库存主要是从 2022 年四季度新疆因疫情导致运输周期变长而被迫慢慢累起来的。棉花采购目前主要是通过基差点价。

8、采购策略：现在采购策略是随用随买，根据订单采购，基本满足正常的生产需求，不会备太多原料库存。现在挂盘在 14500 以下。

9、企业发展策略：该企业认为棉纺市场未来还是要依靠内循环，靠外单不太行。该公司也是在积极开发内销市场，原来他们的牛仔产品基本都是出口的，但是现在出口订单少，因此积极向内销市场转移。

该企业之前以牛仔为主的，后来有小部分也转到了针织、家纺。整体的量还在牛仔，后面有扩张的话，会在毛巾、家纺这块有所增加。

该企业在内销市场的竞争优势：作为龙头企业，这么多年的发展经营，该公司纱线质量在市场上是广受认可的。

10、纺织产业未来的发展格局：东南亚那边，做常规纱更具成本优势，留在中国这边能有竞争优势的，在于做一些技术含量相对高一点的纱，做高端、复杂一些的纱线。

4.3、某中大型纺织企业 C

1、企业简介：为中大型纺织企业。2003 年建厂，集纺纱、织布、面料为一体，产业链较完善。目前纺纱产能将近 20 万锭，其中有 7 万锭色纺，紧密纺超过 70%；织机 1054 台，全部是进口的，面料年产量 8000 万米。主要业务在于服装、家纺和面料，这几年也做一些工装和个性服装的开发。2008 年金融危机期开始大力开发国内南通市场，但国内家纺市场从 2012 年-2016 年逐渐趋于饱和，公司又从家纺转向差异化生产，该企业研发能力较强，款式方面小提花和大提花是核心优势。

该企业棉纺厂财务独立核算，年产 9000 多吨棉纱，远供应不了该企业织造的产能，织造方面每年需要采购 2 万吨纱。

2、产品销售：

该企业的客户为工厂、品牌、贸易商都很多，生产则根据客户需要进行个性化定制的，研发的产品也越来越多。

该企业家纺产品主要销售到南通，还有一些用作出口的，则做到中大市场那边。

面料销售方面，从2009年到现在，该企业面料外销的比例越来越少，目前直接出口的比例20%都不到，但间接出口即该企业下游客户用于出口的可能比较多，如果算上间接出口的话，外销的比例估计40%、内销60%。

坯布销售方面，内销居多，大部分织的是宽幅产品，用作家纺。目前宽幅产品销售不错，宽幅织机满产，窄幅产品销售相对差些。

3、开机率：疫情期间最困难的时候，纺织开机率也能达到85%以上，现在开机率在90%-95%。

4、生产利润：目前纺纱利润还可以，纺常规纱，扣除折旧，还有几百元/吨的利润，做精梳紧密纺60s的利润不错，基本在1000元/吨以上水平，出货也很好，主要用于家纺。

5、订单形势：情况一般，外单不好。

最近国内60s、40s的单子比较多，据该企业了解，基本上是南通家纺市场比较好，但是能好到什么时候还不清楚。

现在订单周期不长，现在最长的差不多2个月，最短的估计也就10天半个月左右，不同机型、不同的市场，订单情况不同。

出口订单方面，据该企业了解，出口美国的订单是非常不好的，欧洲订单降得没有美国多，出口日韩的订单还可以，这从港口货柜价格的变化上就可以看得出来。

该企业22年上半年出口很好，下半年开始下滑，8月份开始美国出口不好，接着欧洲订单也开始下滑。

该企业服装面料出口比较多，走的是高端市场。这部分出口未受到太大影响，美国那边对该企业的差异化产品有依赖，因中国这边产业齐全，且一些纺纱技术也比较好，东南亚还做不到。

6、产品库存：

该企业服装成品库存不高，周转率还比较良性。

7、原料棉花用量及结构：

原料棉花一年用量以前最大的时候快到2万吨左右，现在因为该企业差异化产品居多，用棉量降至1-1.1万吨左右。目前棉与非棉的比例6:4。现在新疆棉便宜，该企业增加了新疆棉的用量，目前大概90%的都是新疆棉，其他还有些美棉溯源资源。

8、原料采购策略：该企业原料棉花库存是根据订单锁定的，目前有一个多月的库存量，比上年多。目前是逢低补库的策略，前几天挂牌在 14300 左右。

9、对消费的看法：认为内需目前良好的状况可能持续性有点差，目前有点报复性消费的感觉，6 月份内需可能回归冷静。

认为后面订单可能还是会往下走，订单可能还是会不足，因为主要驱动力来自中国内销，但中国棉纺产能是供应全世界的，如果都转内销的话，内销压力会比较大。

10、行情展望：该企业认为目前消费驱动力仍然不足，大涨行情仍不具备。预计今年棉价是稳步上升的趋势，下方空间不大，上方目标为 17000 左右。

11、产业形势：

纺织产业转移以及美国向东南亚的倾斜，对中国纺织行业有较大的冲击，据该企业了解，其客户纯棉 60s 或 40s 这些纱采购东南亚的相对多一些，那些差异化的或混纺的是向国内采购多一些。

认为整个纺织行业用棉量趋于减少，很多向化纤转化，做差异化的增多。不过，现在纯棉利润更好，也会多做些纯棉产品，阶段性会有利润导向。

12、山东市场是否存在工厂棉纱报价高于贸易商的情况？

该企业表示，山东是纺织大省，织布厂采购棉纱一般是直接向纱厂询价（工厂对工厂），因为比较放心、效率也高，而贸易商手中的纱质量不稳定、不一致。

4.4、某小型纺企 D

1、企业简介：为小型纺企。公司于 2018 年 11 月成立，纺纱产能 5 万锭，以纯棉为主，纯棉支数客户以 32s、40s 为主，机织纱、针织纱都做，棉纱一般销往厂家，对贸易商做的少，80%以上都在山东省内成交，接近 20%销往江浙。

2、开机率及生产利润：目前开机 90%以上，去年 60%多。纺纱利润 500-1000 元/吨，考虑到棉价已企稳，今年该企业规定目标是开工率不能低于 90%，以降低产品的单位生产成本。

3、订单情况：从春节后开工到现在订单都不错，接到 4 月中旬，同比增加 20%。订单周期最多也就 20 天。

该企业的下游客户订单从 4 月以后不太好。以外棉订单为主的客户，4 月后的后续订单不多，外贸降幅较大，欧美订单减幅很大（欧美订单溯源严格，日韩订单基本没要求）。据该企业的客户反馈，有时有外贸订单，但接着吃力，要求非常苛刻。以新疆棉为主的内销订单改善，但利润一般。

该企业客户有做家纺的、服装面料的、针织面料的，目前来看，针织市场还行。针织出口日本较多，日韩订单目前还是可以用新疆棉的。

4、账期情况：该企业表示，部分大企业给予一周或一个月的账期，占 20%左右，其余的基本是现款。

5、成品库存：10-15 天的成品库存，企业按订单生产为主。

6、用棉量及结构：

- 一个月 500 吨的棉花用量，以前是疆棉、外棉各占一半，今年新疆棉的用量估计要增加、外棉用量减少，估计今年棉花用量 5000 多吨，新疆棉用量 3000 吨以上。

- 外棉方面，以巴西棉和美棉为主。根据客户需求，出口到美国的要求必须用美棉做，出口到欧洲的可以用巴西棉，需开具 BCI 证书。

- 棉花采购以基差点价为主。新疆棉基本都是从新疆采购，比较少从山东本地仓库拿货，去年疆棉外运受阻从本地仓库补了一些；外棉都是通过港口点价。

7、原料库存：20 天左右的棉花库存，比去年稍高一点，但与正常情况 1-2 个月棉花库存相比，目前原料库存偏低。

8、产业趋势：该企业认为，往功能性纤维、差异化方向发展是趋势。

9、生产成本：生产 32s、40s 的加工费 7500-8500，电费贵，从 2022 年开始相对前一年电费上涨 1 毛至 0.75 元/度电。生产一吨纱需要 3800 度电，则相当于一吨纱生产成本增加 380 元。

北疆电费 0.35 元/度，南疆 0.28 元/度，而该企业电费 0.75 元/度。除原料外，企业主要成本是电费和人工，新疆纱光电费就比内地便宜 1000 多元/吨。据该企业透露，新疆出疆的棉纱要比该地棉纱便宜 1000 多元/吨。

规模大厂综合成本比较低，通常报价也低，但是该企业作为小厂，因为不做贸易商，直接对接厂家，厂家客户对他们报价的接受能力也还是有的。

10、企业经营策略：

- 国内棉花产量供大于需，外贸形势悲观，也会影响到该企业订单。该企业的应对策略：慢慢转型，以新疆棉为主，保证产能，保证开工率。

- 该企业表示，由于企业规模小，接订单比较灵活。市场好的时候，按利润高低挑选订单；市场不好的时候，就降低利润率接单，已保开工率为主。

- 该企业的客户群体为工厂，贸易商少。客户需要什么棉纱做什么棉纱，按订单生产。这个生产模式是从去年调整过来的，不敢做库存，今年还是延续这个生产模式。总体来说，经营策略为：以订单生产为主，又要保证开工负荷，常规纱可适当有点库存。

11、行情展望：

现在现货新疆棉双 29 报价 16000 左右，从市场原料供应到订单形势看，不太支持短期继续上涨。

长期总体看涨，但需要注意节奏，后续订单需求能到什么程度很难说。

4.5、某大型棉纺织企业 E

1、企业简介：该企业生产经营毛巾和床上用品，覆盖从纺纱、漂染、后整理、一直到成品出口的各个环节。产品用于出口的比重占到 75%左右，覆盖各大洲；其余 25%内销，主要是销往商超、旗舰店等。

该企业现在纺纱产能 40 万锭，所产的纱全部自用，对外销售的量很少，只有在市场不好、自己用不完的时候，可能才需要对外销售一些，比如 2022 年上海封城的时候就有对外销售一部分。主要生产针织纱产品，用于毛巾，支数在 20s、16s、32s 中低支纱；有一部分用于床品的，支数在 60s、80s、120s，但相对少，床品占到该企业经营产成品的比重仅 10%左右。

2、开机率：该企业纱线生产基本自用，因此是满负荷开机；产成品端，差不多 2000 台机台，有 10-20 台闲置，也接近满负荷，个别品种订单不足，比如宽幅的，即用于床品这一块，年后整体开工情况不太好，但占比较小。

3、成品库存：该企业产成品出口方面是以销定产，是按客户需求来的，成品基本没法做库存；纱线会适当有一些常规品种的库存，但不多，总体属于低库存状态。

4、订单形势：

- 去年严格的防疫政策及中美激烈博弈下政治高于经济的大环境令出口订单转移较多，主要转移至印度、越南、巴基斯坦，其中印度是占比较大的。美国对中国加征 7.5% 的惩罚性关税，这令中国纺织品的竞争优势不如印度，但中国产业链完整且产品质量比印度高，2022 年 11、12 月中国疫情放开后，有一些客户尤其是那些固定的客户，订单还是会回来一部分。

- 内外订单确实经历了一波补库，年底的时候中国国内市场有补库，美国市场也有，但可能不是在服装那一块，据该企业领导了解，服装那块库存可能还比较高，但对于毛巾这块，海外是有一个补库的情况，现在订单形势不错，基本上有两个月左右的订单，相对于去年同期来说是增加的，去年疫情期间有段时间订单只有 1 个月。

- 但是订单价格比较弱，毕竟接单还是比较难的。对于该企业来说，由于产品质量比较稳定，深受客户信任，该企业产品在日本及美国市场的销量占到他们本国进口量基本达到 30%-50%，比重也比较大，订单情况相对要好一些。

- 去年该企业美国的订单下降了 10% 左右，今年估计能恢复到接近疫情之前的水平。

- 如果客户愿意下 5 个月以后的单子，说明市场真正要好转了，即客户愿意下长单了，就是一个市场走好的信号。

5、生产利润：目前该企业棉纱生产有利润。如果按前期库存棉花，生产肯定有利润；如果用 16000 的棉花，目前阶段来说就确实高了，各方面因素都不大支持。从纱线上表现很明显，很多客户的货又走不动了，询价也少了。不管是国内的还是国外的，一过了这个线，就基本没有成交。

6、生产成本：纺 32s 的加工费要 7500 元/吨左右。

该企业表示新疆棉还存在一个亏重的问题，一检之后拉到内地，再检测就平均亏重 2%。国外就没有这个问题，外棉是落地净重结算。仓单一检的也存在这个问题，二检就基本不会。这会对企业用棉成本会有一个小幅的增加。

7、用棉量及结构：疫情之前用棉比较多，在每年 10 万吨左右。这两年因为疫情，消费受影响，用棉量降至每年 8-9 万吨。

美国制裁法案之前主要用进口棉，因为进口棉比中国棉价要低 1500-2000 元/吨；美国制裁之后，除了美国市场之外的不受限制的地区，基本能用新疆棉的尽量用新疆棉，因为现在疆棉价格更低，新疆棉使用比例提升了。

美国市场占该企业出口市场的 50%，出口至美国的产品全部用进口棉，每年获得的进口配额中一般贸易配额差不多 3 万吨、加工贸易配额不受限制。一般情况下，进口棉一年大概 7-8 万吨的用量，剩余的是国产棉。但这两年情况有所不同，新疆棉使用比例增加，基本上达到一年 3-4 万吨水平。

美棉的含杂和短绒控制得比巴西棉好，相对来说巴西棉还是不如美棉。

8、原料库存及采购策略：

- 该企业原料库存一般根据后续订单来备，两个月订单就备两个月原料库存，如果棉价跌至低位，也顶多多备一个月，不会备很多。但是可以备远期船货，而非现货。

- 该企业领导表示，目前企业普遍没有存货的打算，因为现在来看形势还不是很明朗，客户下单也非常谨慎。考虑到欧美去中国化的进程以及各国汇率的问题，总体来说，市场还没有好到“爆”的程度。

9、是否接期货仓单？

该企业领导表示，想接仓单，但是仓单的指标和仓库都不能确定，明明看好的货，但是抢不到。比如该企业不需要长度在 28 以上的棉花，但是到时匹配的货可能是长度 31、30 的棉花，用来生产 20s 的粗支纱就有点浪费，还有就是不知道会接到哪个仓库的货，所以该企业不大会去接仓单，尤其是在现在市场供应宽松、挑选方面、货运快捷的情况下，更没必要接仓单了。

10、生产周期：棉花到货后，从纺成纱一直到产成品，基本是 20 多天能交货。

11、汇率影响：汇率对原料进口端的影响和对产品出口端的影响相比，进口端影响只占成本的一小部分，但是对出口端影响却较大。贬值的时候即期付款，升值的时候考虑远期付款。如果不做好锁汇，接的单子，遭遇汇率的波动可能影响很大。

12、对消费的看法：

- 国内疫情放开后，物流基本畅通，国内市场还不错。
- 以前高密很多厂家做纯棉产品的，现在很多都产业转做粘胶或涤或混纺产品了。中国消费最高的时候年消费量能达到 1000-1100 万吨，现在可能连 800 万吨都不到。

13、行情展望：棉价维持在 15000 左右是一个正常的价值体现，向下跌到 13000-14000 也有可能，看后期消费，向上预计也涨不到太高，18600 可能就是天花板，18600 本身就是国家定的一个比较高的补贴价了。今明年两年国内供应是偏宽松的，近两年可能供需面没有特别大的矛盾，预计价格整体是区间震荡运行。

现货涨跌相对期货是要滞后一些，拐点一定是先出现在期货上而非现货上。因为订单有周期，所以现货基本面变化要慢一些。

14、疆棉禁令问题：美国市场是要求明确不得使用新疆棉，国内企业也不会去冒这个险，用了新疆棉可能价格上便宜 1000-2000 元/吨，但如果被查出来，会被加入黑名单，可能企业影响很大，尤其是对美出口量较大的企业，不值得冒险。

15、内地棉花种植补贴：河北的棉花种植补贴合并是 750 元/亩，内地棉花一年 10 亩地产一吨，相当于补贴 7000 元/吨。山东补贴不多，影响不大，一般补贴 150-200 元/亩，只有不好的地才会去种棉花。

16、中国纺织品的竞争力情况：中国纺织品对美出口本身就有 9.6% 的关税，加上 7.5% 的惩罚性关税，再加上进口棉成本也比较高，所以相对来说，对美报价肯定是高的。印度现在发展速度非常快，不管是纺纱还是后续产业端，整个产业链也在不断完善，且美国对印度要比对中国宽容得多，即便印度价格高一点，他们也能接受。不过，美国现在还不能完全脱离中国市场。

17、中国纺织产业前景：该企业领导认为，产业转移的趋势是很难改变的。1、人工成本的制约。现在人工成本太高，大约占到产成品成本的 20%-25%，相对于东南亚没有优势，国内企业赋税也相对重一些；2、人口因素对消费的制约。人口不增加，国内消费

市场也难增长。

18、该企业竞争优势及发展战略：

该企业深耕产业 30 余年，客户粘性比较大，产品的海内外市场占有率也非常高，产品规模大、品质好，目前看还难以被取代。而且该企业的客户服务也做到极致，比如该企业供应日本市场，能做到从国内发货直接送到商场货柜，其他国家企业想做到非常难，由于日本距离中国较近，企业能很快反应，对美国当然做不到这种程度，但印度想做到该企业对日本的服务投入的程度也非常难，也就是说，该企业提供了出了产品供应之外的服务附加值。

该企业不打算去越南建厂，越南有利也有弊，越南用地成本和在国内本地相比优势不大，只是人工成本低和进出口方面不受限。该企业也不想再去增加棉纺产业规模，纺织行业这块基本就这样了，考虑增加一些其他产业如化工、新能源等。

19、调研团成员的信息共享：

调研团成员 1：南通家纺火爆，家纺板块 70%是用于在宾馆的，其实居民用的反而不多，疫情放开之后，宾馆床单什么的都会集中的补库或者集中的换一拨，据悉，床上用品平均三个月换一套。目前订单普遍到 4 月初，但是反馈后续的订单不太好，衔接力度不够，订单的周期跟以前相比缩短了。终端的服装厂的库存都不高，现在基本上都已经去的差不多了。

调研团成员 2：东南亚订单其实没有想象中的那么好，越南最近成交情况比较弱一些。

4.6、某大型纺织企业 F

1、企业简介：为大型纺织企业。该企业布局全产业链，从纺纱到织造、到印染到服装到自己的品牌销售，是一个闭环的产业链。有纺纱厂、织布厂、印染厂，也有自己的服装厂，但比较小。

- 该企业有 16 万锭环锭纺、17000 多头气流纺，一天能产 50 吨纱左右，20s 左右的纱线。生产的品种有普梳、精梳精密纺，还有气流纺（包括纯棉和混纺）。

- 该企业纱线大概 1/3 自用。服装销售这块，以前服装出口占到 10% 以下，专卖店在非洲，因为疫情及那边社会动荡原因，去年年底把那边的专卖店撤掉了，现在基本没有出口了。

- 该企业下游客户也主要对接内销，没有外销。该企业纱线销售区域为山东本地、南通、浙江、广东。客户类别既有工厂也有贸易商，比例大概 3:7；客户既有服装类的也有家纺类的。

2、开机率：目前满负荷开机，该企业基本保持常年满负荷开工。目前纺纱、织造、印

染都是满负荷。

3、订单形势：

- 目前整体还可以，但不是那么快，主要是出口不行、国内产能过剩导致的这个局面。由于出口订单不好，山东好多厂家都转内销、用新疆棉了。疫情放开后，产品流通好了一些，内销订单还可以，但价格上不去。

- 订单周期方面，该企业表示，客户有拿现货的，也有订单到3月底的，也有到4月中旬的。以销定产，以市场为导向。

- 该企业领导表示，这段时间感觉服装的订单不好。

- 该企业领导表示，小型纺织企业，如2万锭、3万锭及以下的企业，他们现在会有订单，可能到这个月底或4月中下旬。但对像该企业这类比较大的纺织企业来说，这些小订单没法接，因为产能很大，接这些小单可能半天就生产完了，如果再需要改纺的话，改纺成本会很高，这样的话就没法做。因此对小型纺织厂接小订单可以，但对该企业来说只能接大单。大企业竞争力在于有规模效应，品质稳定，但是付出的代价也大。

- 该企业对下游客户无账期。

4、产品库存：产品纱库存备货一般在700-800吨，最高的时候也在1000吨以内。目前库存的纱中，气流纺的粗支纱占比更多，环锭纺占比很小。该企业表示，现在产业链上基本都是在追求小库存。

5、生产利润：该企业领导表示，没有利润。市场上，这段时间高支纱50s、60s、70s、80s走货更好些，这类主要做床品。

6、用棉量及结构：现在该企业棉花用量大约是在100吨/天左右，外棉的话，在接到相应订单的时候会采购。由于现在内外棉价差的原因，外棉比国内高1000多元/吨，目前还是以新疆棉为主。

7、原料库存：原料棉花库存1个月，按刚需采购为主的，没有备太多库存。

8、原料采购：年前一口价资源多，当时以一口价采购比较多；现在一口价资源少，以基差点价为主，逢低补库，目前挂单点位主要在13850-14350左右。

9、行情展望：从盘面表现看，期价上行的动力不是很大。从需求形势看，虽然疫情结束，但疫情三年影响了民众收入，再加上中国人消费观念就是崇尚节俭，相对欧美及日韩，中国消费能力有限。

4.7、某中大型纺织企业 G

- 1、**企业简介：**为中大型纺织企业，老厂成立于 1986 年，2006 年新厂建成，员工规模 400 人。目前纱厂产能 20 万锭，主营纯棉精梳紧密纺 50s、60s、80s，主要用于家纺，销往山东、江苏、广东、安徽多地，其中江苏市场订单占比 70%，销售对象主要为下游工厂，占到 80%以上，该企业下游客户基本以内销为主。
- 2、**开工率：**该企业目前开机率 80%，去年开机率 50%，2019 年是 100%开机。
- 3、**订单形势：**目前订单到 4 月初，基本以销定产。
- 4、**生产利润：**目前纱厂利润一般，下游客户基本无账期。
- 5、**产品库存：**目前纱线库存 7 天左右，去年同期库存一个多月。
- 6、**原料采购及库存：**年用棉量 8000 吨，主要以新疆棉为主，以前有部分进口棉，但今年进口棉价格高，进口很少了。目前原料库存 15 天，较去年同期下降 50%，维持随采随用节奏，近期挂盘价格 14500 元/吨。目前采购心态谨慎，主要通过基差点价采购模式。
- 7、**疆棉禁令问题：**据该企业了解，受“新疆棉禁令”影响，目前部分做欧美市场的下游客户仍要求禁用新疆棉，纺织出口市场仍不畅通。
- 8、**东营整体情况：**据该企业了解，目前东营市场纺织企业产能 150 万锭主要，主做精梳高端产品，该企业表示目前周边纱厂内销订单情况一般，外销订单情况不佳。
- 9、**行情展望：**该企业领导认为，当前市场强预期情绪支撑不足，棉花市场现实与预期间的差异大，预计短期棉花价格上涨空间不大，但长期仍看好。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3 个月）	中期（3-6 个月）	长期（6-12 个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年,是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司,注册资本金38亿元人民币,员工逾800人。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售等业务,拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格,是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司,上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际(新加坡)私人有限公司三家全资子公司。

东证期货以上海为总部所在地,在大连、长沙、北京、上海、郑州、太原、常州、广州、青岛、宁波、深圳、杭州、西安、厦门、成都、东营、天津、哈尔滨、重庆、苏州、南通、泉州、汕头、沈阳、无锡、济南等地共设有36家分支机构,并在北京、上海、广州、深圳多个经济发达地区拥有149个证券IB分支网点,未来东证期货将形成立足上海、辐射全国的经营网络。

自成立以来,东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨,坚持以金融科技助力衍生品发展为主线,通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力,坚持市场化、国际化、集团化发展方向,朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com