

# 供应回升缓慢，国内库存继续去化

## 研究院 化工组

### 研究员

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

### 陈莉

☎ 020-83901135

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

### 联系人

杨露露

☎ 0755-82790795

✉ yanglulu@htfc.com

从业资格号：F03128371

吴硕琮

☎ 020-83901158

✉ wushucong@htfc.com

从业资格号：F03119179

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

主产区天气扰动使得天然橡胶供应回升缓慢叠加需求旺季来临，预计国内库存有望保持小幅去库格局，我们建议保持偏多思路。

## 核心观点

### ■ 市场分析

今年在原料价格水平更高下，各主产区胶农的割胶意愿较强，但受到降雨的持续影响，海外原料产出仍受限，预计将对国内进口的影响至少持续到10月份。对于国内9月份的供应判断，受降雨及9月上旬以来台风天气的影响，我们预计国内产出同比难有增量。

展望下游需求，在国内传统旺季到来下，生产端开工率有望维持较高水平，叠加乘用车销售仍处于旺季周期，国内乘用车需求有望维持，而重卡销量将呈现季节性改善，国内出口将延续高增长局面；需求环比回升。

海内外刚性需求仍存，叠加季节性旺季到来，天然橡胶需求端支撑仍较强。供应端来看，随着各国主产区原料的上量，预计国内进口量将逐步回升，但受降雨天气的影响，主产区产量回升缓慢，国内进口压力难以体现，预计国内延续小幅去库格局。

### ■ 策略

单边：RU及NR谨慎偏多。目前RU及NR估值中性，主产区天气扰动使得天然橡胶供应回升缓慢叠加需求旺季来临，预计国内库存有望保持小幅去库格局，我们建议保持偏多思路。

### 风险

国内产量大幅提升，国内进口量继续攀升，轮胎需求示弱。

目录

策略摘要 ..... 1

核心观点 ..... 1

国内天然橡胶后期供应变动推演..... 4

    国内产量推演 ..... 4

    国内进口量推演 ..... 5

传统旺季，全钢胎开工率环比有望改善 ..... 10

当下估值判断 ..... 15

    RU 及 NR 估值中性 ..... 15

国内库存展望 ..... 16

    供应回升缓慢，国内或延续小幅去库 ..... 16

观点及策略 ..... 17

图表

图 1: 云南胶水 | 单位: 元/吨 ..... 5

图 2: 国内浓乳价格 | 单位: 元/吨 ..... 5

图 3: 泰国曼谷浓乳价格 | 单位: 泰铢/公斤 ..... 5

图 4: 国内浓乳进口窗口 | 单位: 元/吨 ..... 5

图 5: ANRPC 橡胶产量季节性 | 单位: 千吨 ..... 6

图 6: ANRPC 橡胶年度累计产量 | 单位: 千吨 ..... 6

图 7: 泰国天然橡胶产量 | 单位: 千吨 ..... 6

图 8: 泰国天然橡胶出口量 | 单位: 吨 ..... 6

图 9: 泰国出口至中国天然橡胶 | 单位: 吨..... 7

图 10: 中国进口自泰国天然橡胶 | 单位: 万吨..... 7

图 11: 泰国南部降雨量 | 单位: HM ..... 7

图 12: 泰国北部降雨量 | 单位: HM ..... 7

图 13: 泰国胶水价格 | 单位: 泰铢/公斤 ..... 7

图 14: 泰国胶水-杯胶 | 单位: 泰铢/公斤 ..... 7

图 15: 越南橡胶产量 | 单位: 千吨 ..... 8

图 16: 印尼橡胶产量 | 单位: 千吨 ..... 8

图 17: 国内天然橡胶进口自科特迪瓦 | 单位: 万吨..... 8

图 18: 国内天然橡胶进口越南 | 单位: 万吨..... 8

图 19: 天胶进口量 | 单位: 万吨 ..... 9

图 20: 标胶进口量 | 单位: 吨 ..... 9

图 21: 烟片进口量 | 单位: 吨 ..... 9

图 22: 混合胶进口量 | 单位: 吨 ..... 9

图 23: 烟片进口窗口 | 单位: 元/吨 ..... 10

图 24: 浓乳进口窗口 | 单位: 元/吨 ..... 10

图 25: 美国汽车销量   单位: 辆 .....	10
图 26: 美国卡车销量   单位: 千辆 .....	10
图 27: 日本汽车销量   单位: 辆 .....	11
图 28: 韩国汽车国内销量   单位: 辆 .....	11
图 29: 欧洲乘用车注册量   单位: 辆 .....	11
图 30: 中国汽车销量   单位: 辆 .....	11
图 31: 挖掘机销量当月同比   单位: % .....	12
图 32: 中国社融规模   单位: 亿元 .....	12
图 33: 地产销售累计同比与 RU   单位: % 元/吨 .....	12
图 34: 汽车制造业固定资产投资累计同比   单位: % .....	12
图 35: 全钢胎开工率   单位: % .....	13
图 36: 半钢胎开工率   单位: % .....	13
图 37: 重卡销量   单位: 辆 .....	13
图 38: 重货销量   单位: 辆 .....	13
图 39: 非完整车销量   单位: 辆 .....	13
图 40: 半挂车销量   单位: 辆 .....	13
图 41: 国内轮胎出口量   单位: 万条 .....	14
图 42: 中国对德国轮胎出口 .....	14
图 43: 公路货运季节性   单位: 亿吨 .....	14
图 44: 全国水泥价格指数   单位: 点 .....	14
图 45: 全钢胎库存   单位: 万条 .....	15
图 46: 半钢胎库存   单位: 万条 .....	15
图 47: 云南胶水盘面利润   单位: 元/吨 .....	16
图 48: NR 基差   单位: 元/吨 .....	16
图 49: RU-混合胶   单位: 元/吨 .....	16
图 50: 混合胶-丁苯胶   单位: 元/吨 .....	16
图 51: 天然橡胶社会库存   单位: 万吨 .....	17
图 52: 青岛保税区库存   单位: 万吨 .....	17
图 53: 上海期货交易所 RU 库存   单位: 吨 .....	17
图 54: NR 库存   单位: 吨 .....	17

## 国内天然橡胶后期供应变动推演

对于国内供应的分析，主要分为国内产量以及进口量。因国内天然橡胶进口依赖度较高，根据 ANRPC 的统计数据，国内 2023 年天然橡胶产量 83.5 万吨，而中国海关统计的国内天然橡胶进口量 648 万吨，进口依赖度高达 88.6%。因此，对于 9 月国内天然橡胶的供应变化判断，我们将主要分为国内产量以及进口量来分别阐述。

### 国内产量推演

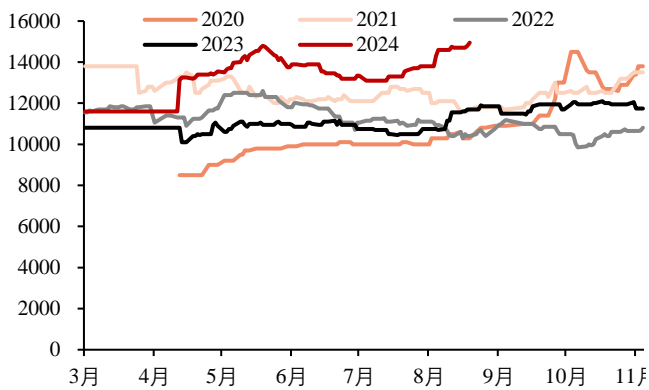
首先，对于国内 9 月份的产量，受降雨及台风天气的影响，我们预计国内产出同比难有增量。目前国内天然橡胶主产区均处于割胶旺季，但受降雨以及台风天气的影响，国内原料产出偏少，导致海南及云南主产区原料价格持续回升，且绝对价格仍处于同比偏高水平。9 月 6 日，“摩羯”台风在海南省文昌市登陆，受到影响的区域主要是海口的临高、澄迈、屯昌等橡胶种植区。据广东农垦微信网的消息，初步预估海南橡胶受灾面积或达 60.3 万亩，按照亩产 80 公斤测算，则对应年产约 4.8 万吨的橡胶产量。如果橡胶树没有完全折断，则停割修养一阵仍可割胶，因此，具体影响产出的结果尚不明确，但今年海南橡胶产出减少是确定的。而据海南橡胶发布的公告内容显示，“摩羯”台风导致该公司橡胶种植园报废面积约 23 万亩，预计全年干胶减产约 1.8 万吨。海南一年干胶产量 35 万吨左右，占比全球天然橡胶产量较小，但对于国内全乳胶及乳胶的产出有一定影响，将使得 RU 交割品有所减少，直接利好 RU 的价格。季节性角度来看，2008 年以来，国内每年的 9 月产出环比均有不同程度的增长，2%-28% 之间波动，波动幅度较大，主要受天气的影响较大，今年因为台风天气的影响，预计国内产出环比难有增量。

对于 RU 对应的交割品即全乳胶产出的判断，还需要关注上游原料分流的情况。目前国内乳胶仍有生产利润，主要还是刚性需求的支撑。去年国内卫生事件影响逐步下降之后，乳胶产业也经历了一轮产能淘汰，目前迎来了新的供需格局，目前乳胶价格坚挺的原因或不在于需求的回升，而是产能的缩减，因此，今年国内乳胶价格或可以维持较好的水平，但因国内乳胶的进口占比也较大，海外乳胶价格波动的传递对于国内乳胶价格的影响也须重点关注，目前泰国等海外原料价格高企，对于浓乳价格有较强支撑。目前随着期货盘面价格的大幅上涨，国内抛盘面的利润明显好于浓乳生产利润，将有利于后期全乳胶的回升，但因 9 月国内总体产出的限制，预计全乳胶产出也将受抑制。

刚性需求支撑下，预计今年乳胶将保持有利润的状态，对于国内后期全乳胶的回升也有一定的抑制作用。

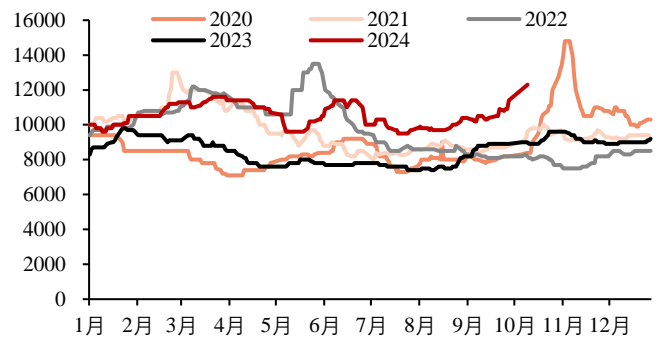
因此，国内今年 9 月无论是干胶总产量还是全乳胶的产量均不及往年同期。

图 1：云南胶水 | 单位：元/吨



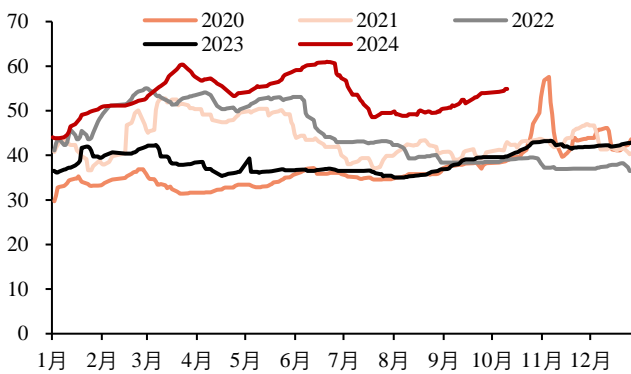
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 2：国内浓乳价格 | 单位：元/吨



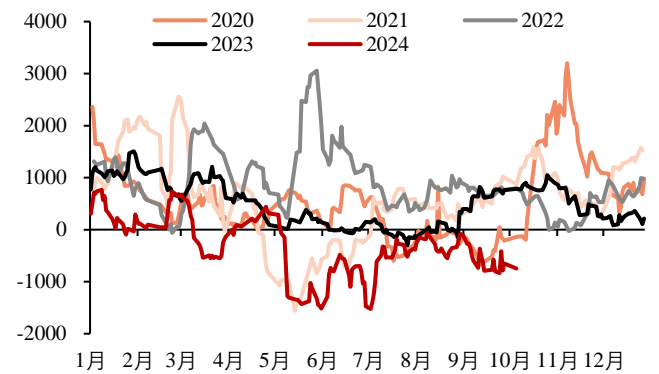
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 3：泰国曼谷浓乳价格 | 单位：泰铢/公斤



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 4：国内浓乳进口窗口 | 单位：元/吨



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

## 国内进口量推算

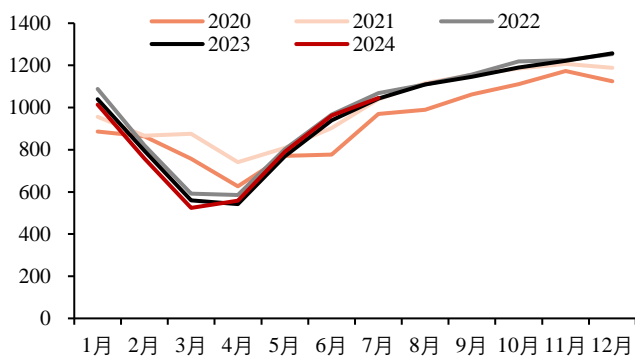
对于国内进口量的推测，我们将从两个维度去分析，首先是总量角度，其次按照国内进口量的结构去推测。

### 总量判断

因我国大部分天然橡胶来自泰国，因此我们主要分析来自泰国进口量的规律，按照一个月的船期推测，泰国 8 月份的出口量大致对应我国国内 9 月份的进口量。季节性来看，泰国 8 月处于割胶旺季，但因 8 月是泰国的季节性雨季，且今年泰国北部受降雨同比偏多的影响，原料产出受抑制，叠加泰国本地上游工厂倾向于筹备 EUDR 的橡胶，进而减少了出口自中国的产量，因此，预计将继续带来国内进口量持续放缓，9 月国内进口量仍难以回升。

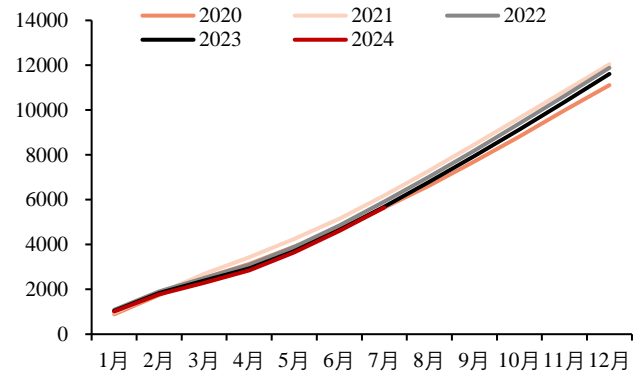
分国别产量数据来看，按照季节性规律，全球主产区 9 月产量将继续回升。2015 年以来东南亚九国天然橡胶产量季节性来看，除 2015 及 2017 年以外其他年份 9 月产量都呈现环比进一步上升走势，环比增速在 1%-7%之间波动。2015 及 2017 年 9 月环比增速下降主要是 8 月的增幅较大导致的。今年在原料价格更高水平下，胶农的割胶意愿较强，但受到降雨的持续影响，以及 9 月上旬的台风影响，原料产出仍受限，预计将对国内进口的影响至少持续到 10 月份。

图 5：ANRPC 橡胶产量季节性 | 单位：千吨



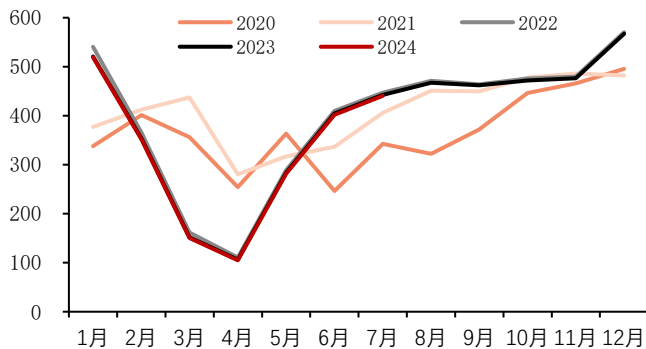
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：ANRPC 橡胶年度累计产量 | 单位：千吨



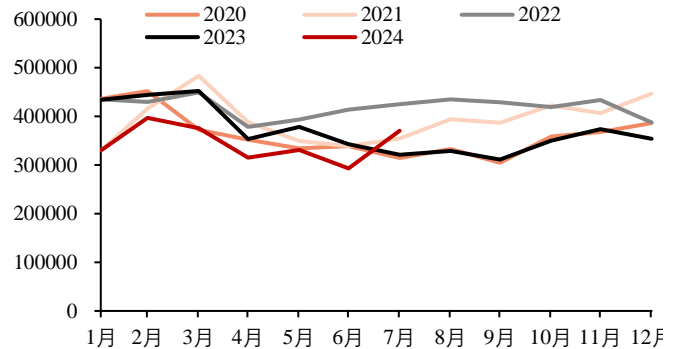
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：泰国天然橡胶产量 | 单位：千吨



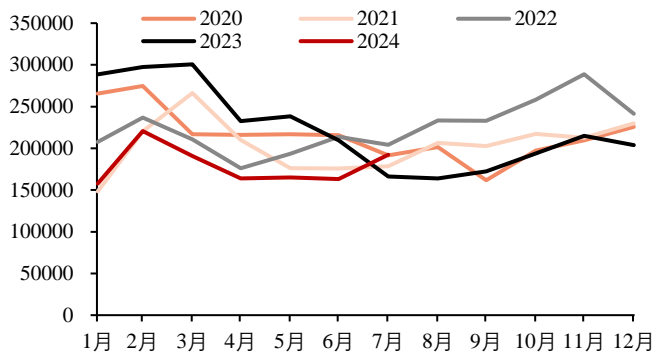
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：泰国天然橡胶出口量 | 单位：吨



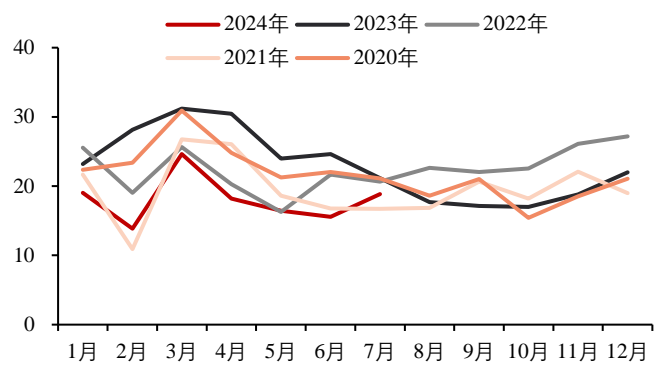
数据来源：泰国海关 华泰期货研究院

图 9：泰国出口至中国天然橡胶 | 单位：吨



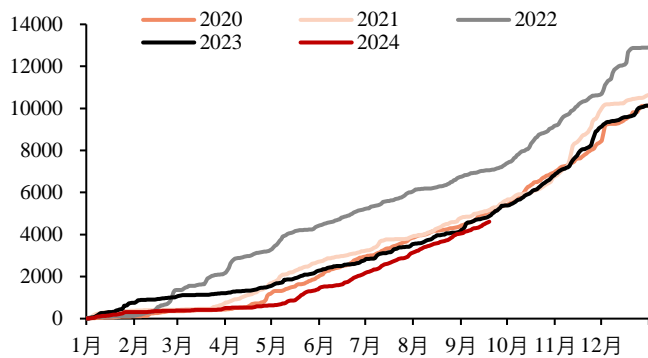
数据来源：泰国海关 华泰期货研究院

图 10：中国进口自泰国天然橡胶 | 单位：万吨



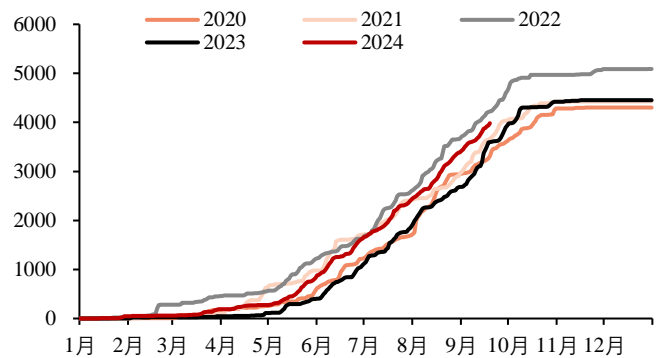
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 11：泰国南部降雨量 | 单位：HM



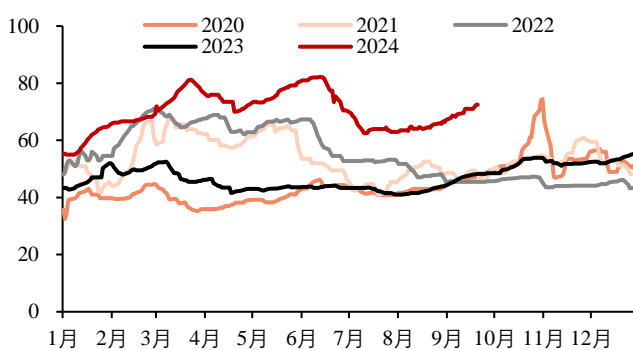
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12：泰国北部降雨量 | 单位：HM



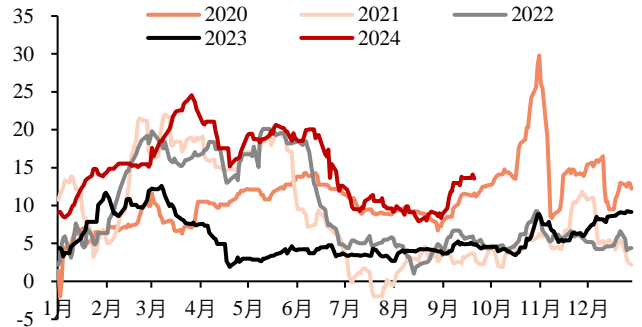
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：泰国胶水价格 | 单位：泰铢/公斤



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 14：泰国胶水-杯胶 | 单位：泰铢/公斤



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

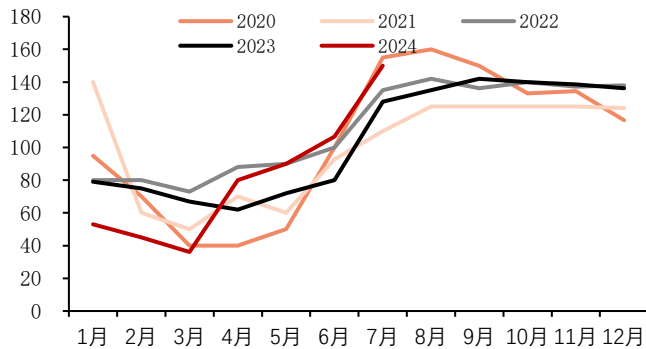
除了泰国以外，国内还有部分天然橡胶进口自越南、科特迪瓦、印尼等国家。

今年国内进口自越南的产量也在下降，一方面是越南产出部分受到雨水天气的影响，另一方面则是海外订单的回暖，导致越南出口至中国的量也在下降。科特迪瓦则因产



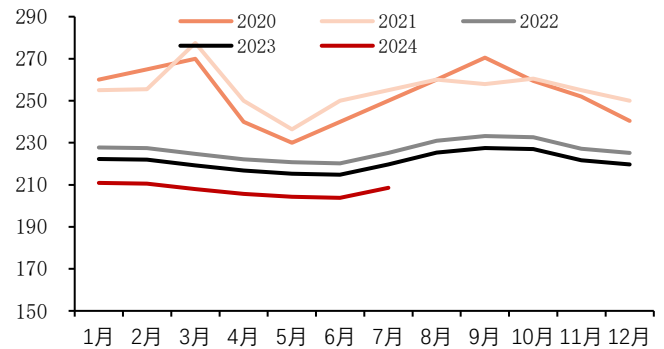
区受到干旱气候的影响，产出有一定的影响下，出口到国内的量同比也在下降。

图 15：越南橡胶产量 | 单位：千吨



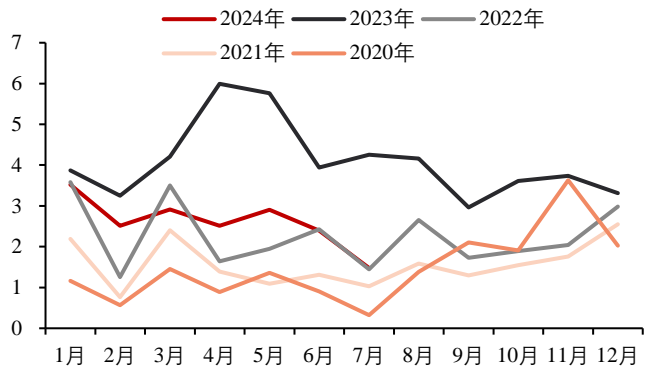
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16：印尼橡胶产量 | 单位：千吨



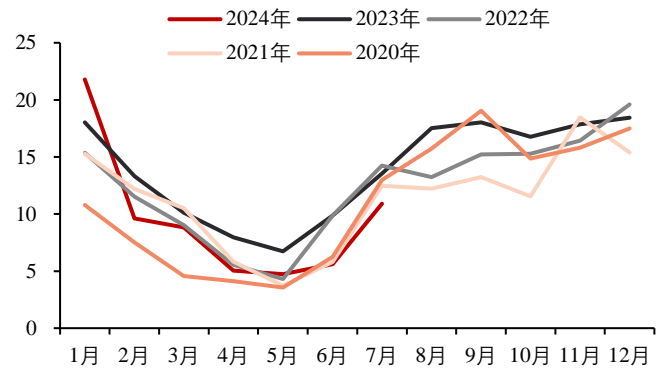
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17：国内天然橡胶进口自科特迪瓦 | 单位：万吨



数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 18：国内天然橡胶进口越南 | 单位：万吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 结构判断

从国内天然橡胶进口量的构成角度，我们也进行相应的分析如下：

国内进口量的影响因素主要分为三部分，一是下游实体需求，二是贸易商套利需求以及原料价差波动导致的流转，三是替代种植的进口节奏。

首先，对国内下游实体需求的分析，我们归口在轮胎生产端。国内轮胎下游实体需求主要分国内轮胎需求以及出口需求。国内季节性来看，9月正处于国内下游轮胎生产的季节性旺季，但目前半钢胎开工率已经处于高位，继续回升空间受限，全钢胎或有小幅回升，预计实体需求环比或小幅回升。

其次，从RU非标价差来看，8月非标价差小幅扩大但同比处于偏低水平，后期随着海外供应进一步放量，预计混合胶进口将继续回升。

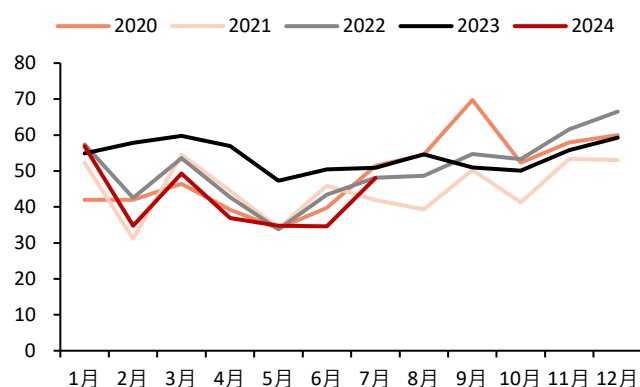
最后是替代种植的进口量，按照季节性，9月份替代种植进口量仍有增量，但因7月进



口量较高，预计难以进一步回升，今年的替代种植指标回升到 34 万吨，预计增速较往年同期有所提升。

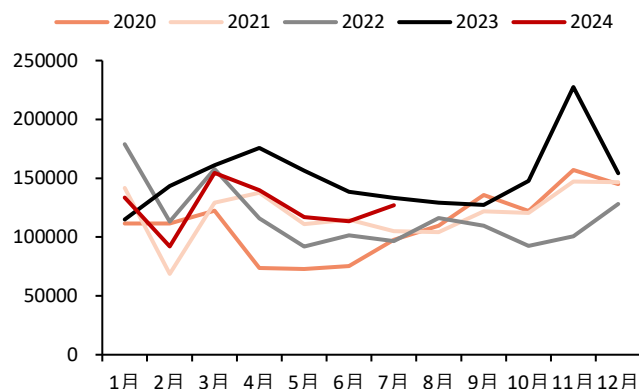
因此，预计 9 月国内天然橡胶进口量增量仍受到一定限制，主要关注后期海外主产区的原料释放情况。进口端还须关注海外需求对国内轮胎出口的影响以及套利需求变动对于国内混合胶进口量的影响。

图 19：天胶进口量 | 单位：万吨



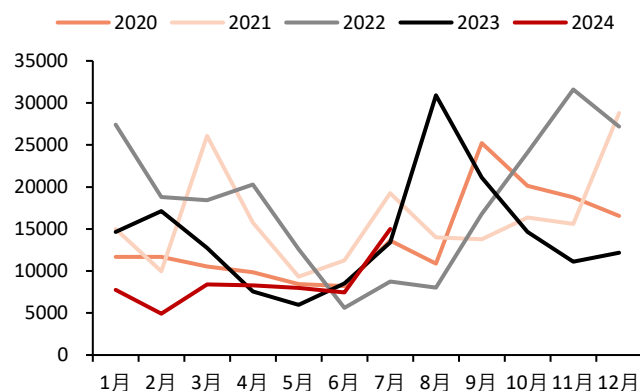
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 20：标胶进口量 | 单位：吨



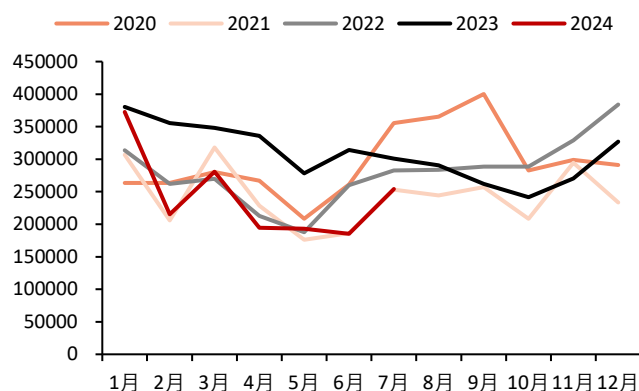
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 21：烟片进口量 | 单位：吨



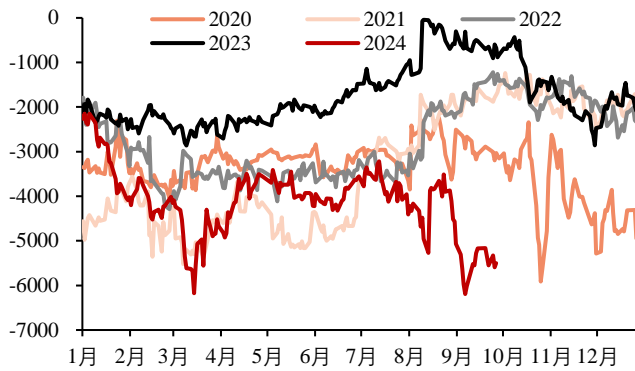
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 22：混合胶进口量 | 单位：吨



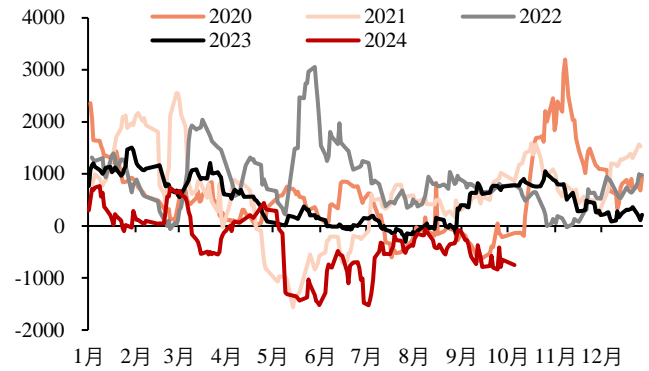
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 23: 烟片进口窗口 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 浓乳进口窗口 | 单位: 元/吨



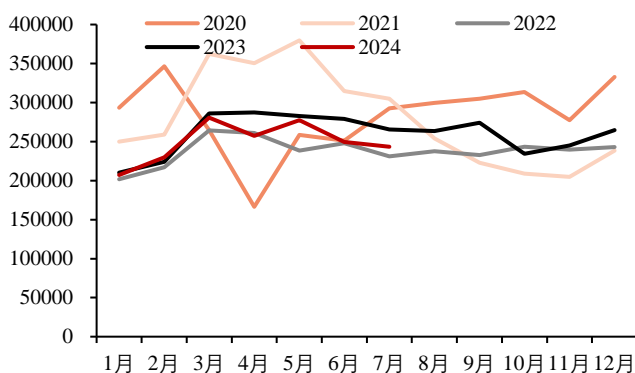
数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 传统旺季，全钢胎开工率环比有望改善

### 海外需求韧性仍存

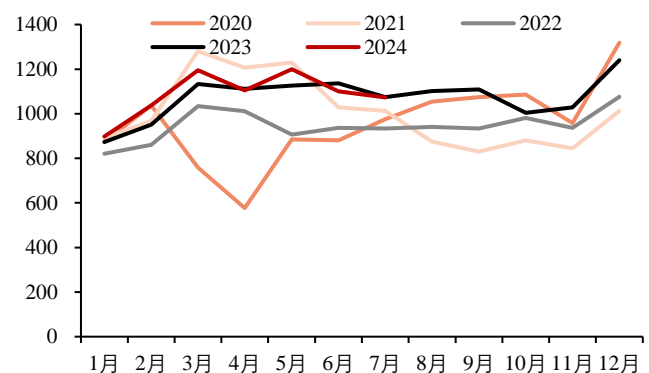
分区域来看，截止 7 月数据，美国汽车销量同比持续回落，日韩汽车销量同比表现偏弱，但欧洲汽车销量累计同比仍有一定的增长。季节性来看，9 月各国均处于季节性旺季，汽车销量有望继续回升。同时，今年美国卡客车销量回升将有望带动后期轮胎替换市场的回升。

图 25: 美国汽车销量 | 单位: 辆



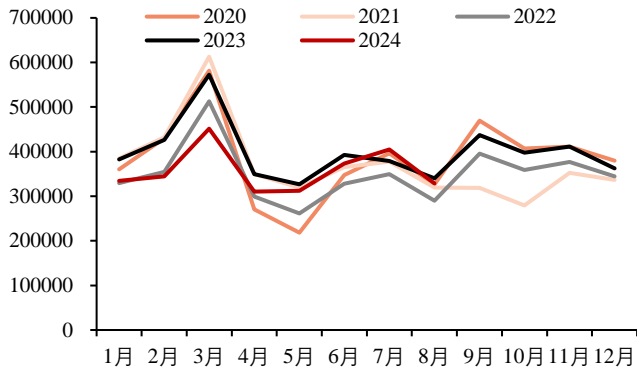
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 美国卡车销量 | 单位: 千辆



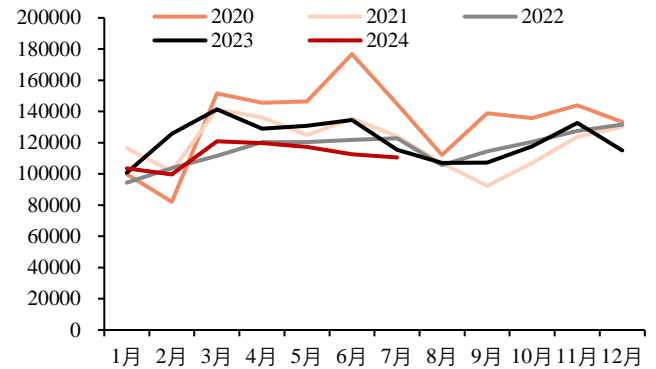
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 日本汽车销量 | 单位: 辆



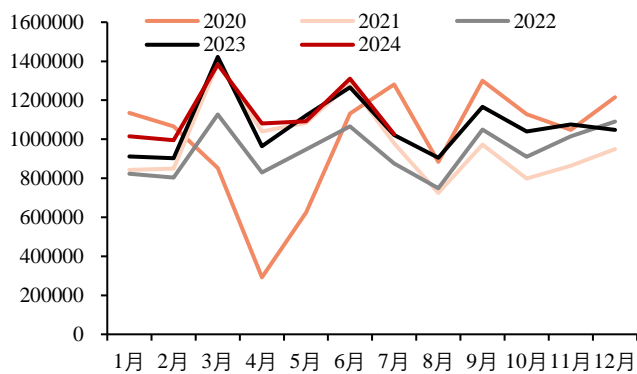
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 韩国汽车国内销量 | 单位: 辆



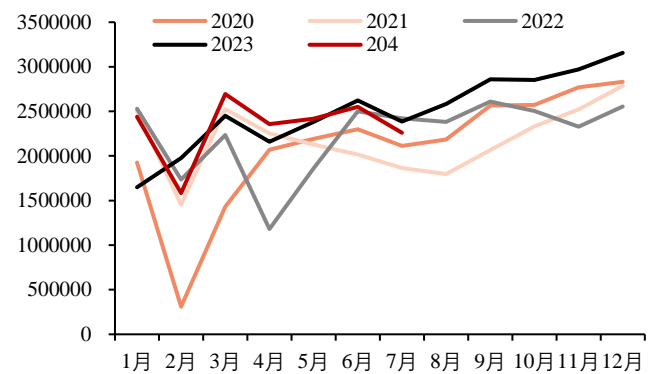
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 欧洲乘用车注册量 | 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

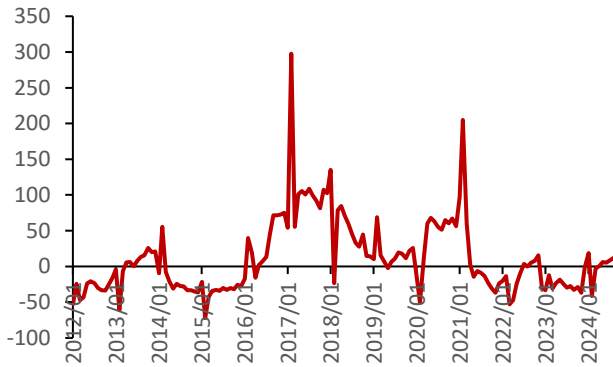
图 30: 中国汽车销量 | 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

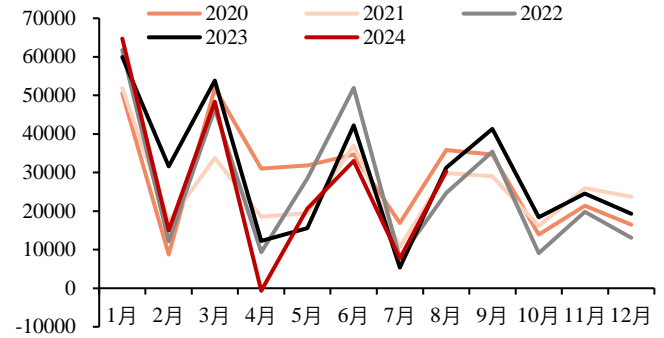
今年1月份国内提出“以旧换新”的汽车助推政策, 2月23日再次提出“以旧换新”政策, 尤其强调汽车、家电等领域。该政策或进一步刺激国内汽车销量的回升。预计国内半钢胎生产及销售将延续高景气度的周期。同时国内将迎来金九银十的下游传统旺季, 预计全钢胎开工率环比也有小幅回升空间。

图 31：挖掘机销量当月同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 32：中国社融规模 | 单位：亿元



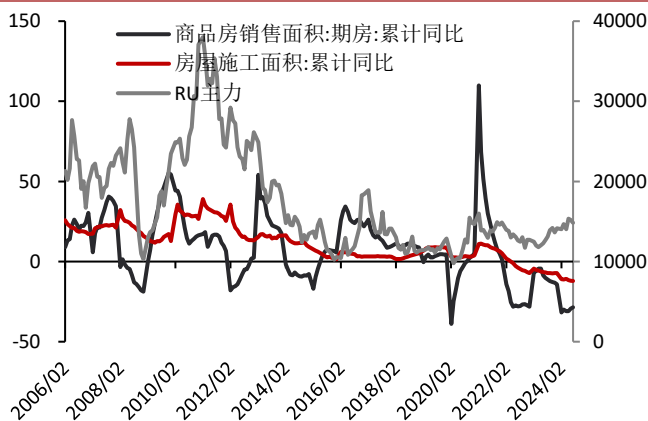
数据来源：Wind 华泰期货研究院

国内橡胶下游轮胎需求主要分为三部分，配套、替换及出口，配套主要是汽车销量以及重卡销量，配套和替换市场更多跟国内房地产及基建相关，出口则取决于海外需求。

### 出口需求旺盛以及国内乘用车高景气度周期下，国内轮胎厂有望保持高开工率

宏观层面，国内房地产数据延续弱势，对于天然橡胶需求仍有压制。但从政策端来看，2024 年房地产政策放松陆续出台，尤其一、二线城市限购类政策明显放松，预计 2024 年房地产环比改善仍有预期，后期重点关注数据改善的时间点，而根据国内汽车制造业固定资产投资数据，后期汽车产销有回落可能。国内对于新能源汽车的支持政策依然在，预计国内乘用车销量将保持高景气度周期。

图 33：地产销售累计同比与 RU | 单位：% 元/吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 34：汽车制造业固定资产投资累计同比 | 单位：%



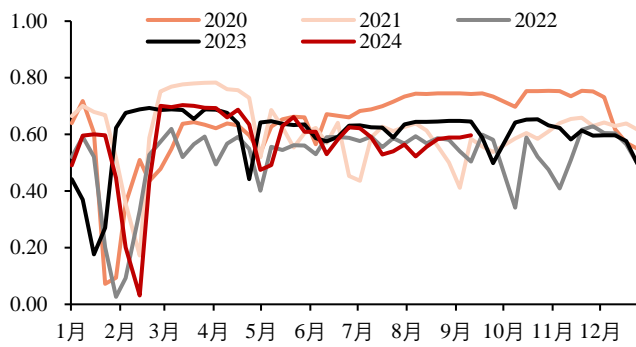
数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 重卡销量季节性改善，但幅度有限

2023 年国内重卡销量低迷，主要跟国内房地产及基建低迷相关，2024 年基于当前基建

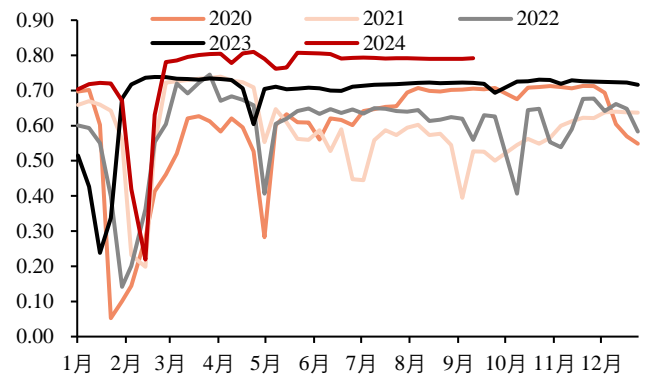
项目尚未启动以及房地产需求仍低迷，总体抑制重卡销量，而“国三”标准车的以旧换新体量相对较小，对于重卡销量的提升效果有限。导致今年国内轮胎厂开工率出现较为明显的分化，跟重卡挂钩的全钢胎开工率表现偏弱。季节性来看，9月份重卡销量环比改善，但在国内地产及基建低迷背景下，预计今年改善仍有限。

图 35：全钢胎开工率 | 单位：%



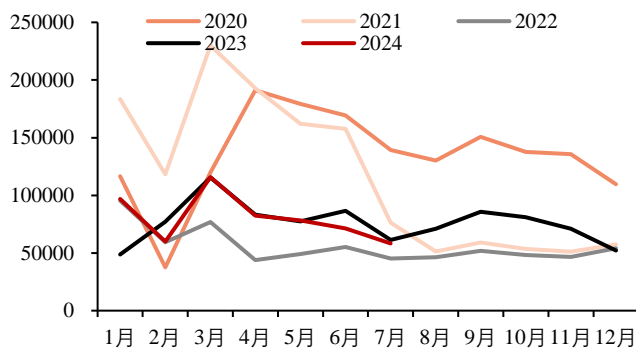
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 36：半钢胎开工率 | 单位：%



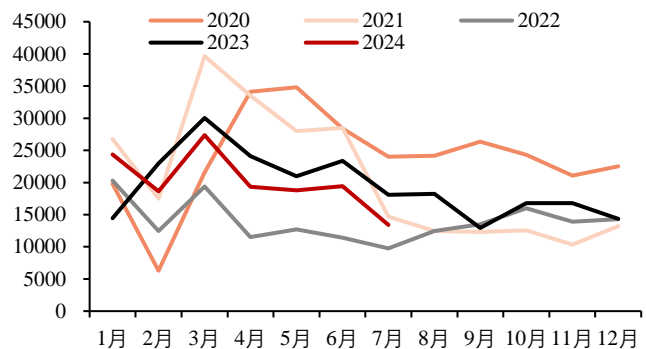
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 37：重卡销量 | 单位：辆



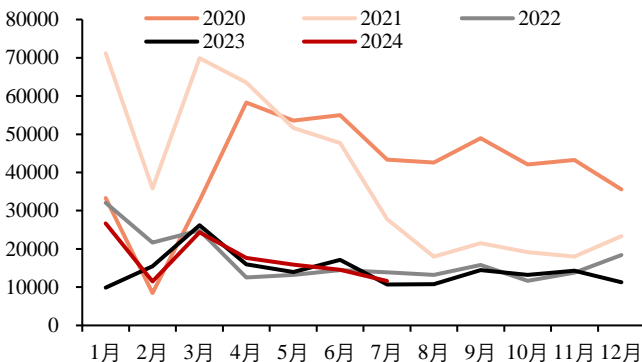
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 38：重货销量 | 单位：辆



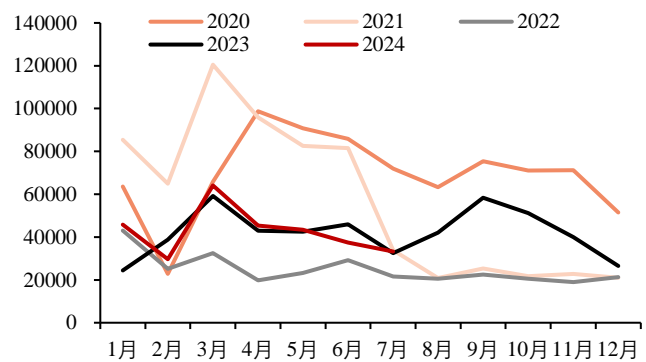
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 39：非完整车销量 | 单位：辆



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 40：半挂车销量 | 单位：辆

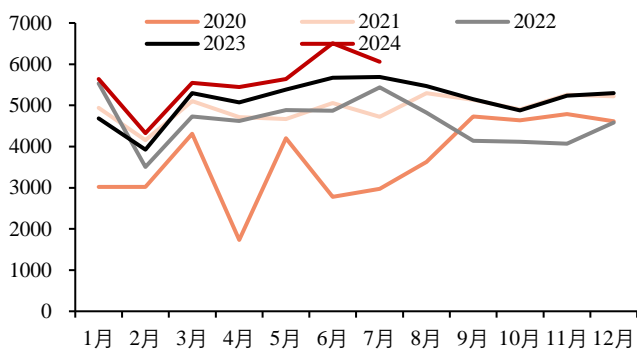


数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 轮胎出口保持较高增速

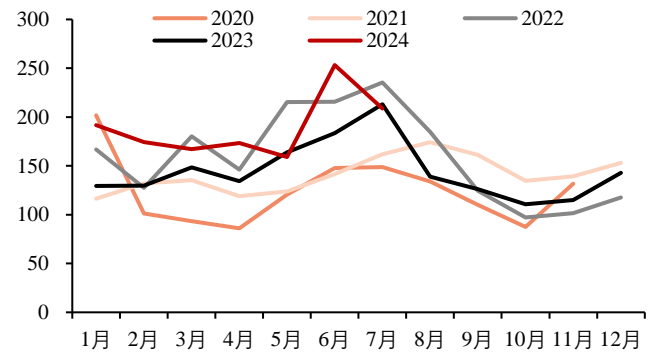
海外补库需求支撑下，国内轮胎出口有望保持较高增速。从国内轮胎分国别出口来看，7月出口到欧洲的轮胎仍保持较高增速，反映欧洲补库还在继续。后期主要关注海运费价格对于国内轮胎出口的阻力，但目前海运费已经呈现回落。季节性来看，预计9月份国内轮胎出口仍将维持一定的增速。

图 41：国内轮胎出口量 | 单位：万条



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 42：中国对德国轮胎出口

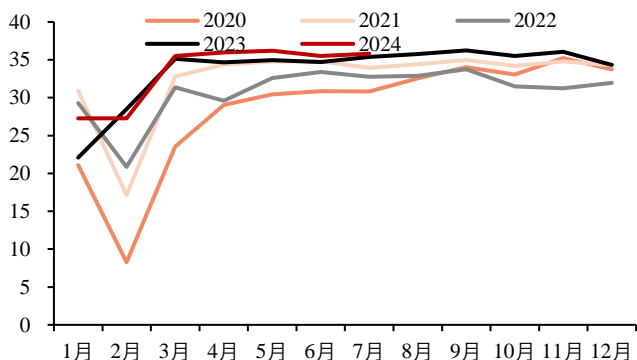


数据来源：中国海关 华泰期货研究院

## 工业需求季节性旺季，出行或延续旺盛态势

随着国内下游工业需求步入季节性旺季，预计9月国内工程车替换市场将维持旺季格局。而乘用车替换市场或维持较好的增速。

图 43：公路货运季节性 | 单位：亿吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 44：全国水泥价格指数 | 单位：点

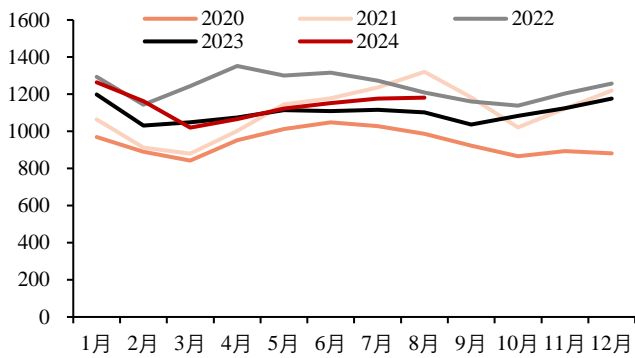


数据来源：Wind 华泰期货研究院

基于海外订单的差异以及国内工业需求启动偏慢，下游轮胎厂成品库存的分化延续。但8月下旬以来，国内全钢胎成品库存压力小幅下降，而半钢胎成品库存压力仍不

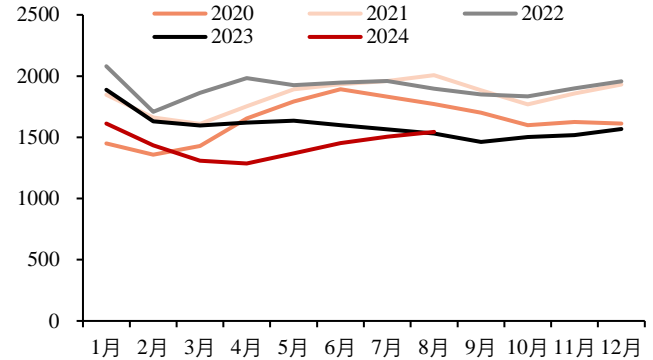
大，总体反映下游需求的韧性状态，预计 9 月国内下游迎来传统季节性旺季，下游轮胎厂成品库存有望小幅去化。

图 45：全钢胎库存 | 单位：万条



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 46：半钢胎库存 | 单位：万条



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

展望 9 月下游需求，在国内传统旺季到来下，生产端开工率有望维持较高水平，叠加乘用车销售仍处于旺季周期，国内乘用车需求有望维持，而重卡销量将呈现季节性改善，国内出口将延续高增长局面；需求环比回升。

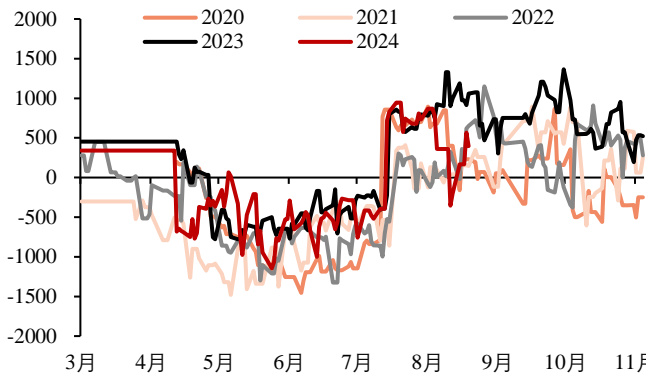
## 当下估值判断

### RU 及 NR 估值中性

目前全球天然橡胶主产区均处于割胶旺季，海内外产区均不同程度受到降雨天气的干扰，原料价格在逐步反映旺季产出带来的供应回升预期的同时，也表现出相对往年偏强的格局。因原料绝对价格仍处于高位，上游生产利润低迷，海外橡胶估值不高，但国内 RU 期货仍是升水格局，RU 并不明显低估。NR 则因基差小幅升水，但供应处于季节性回升期，估值中性。

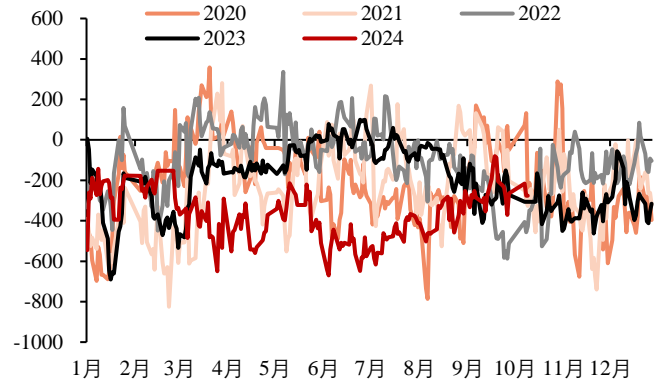


图 47: 云南胶水盘面利润 | 单位: 元/吨



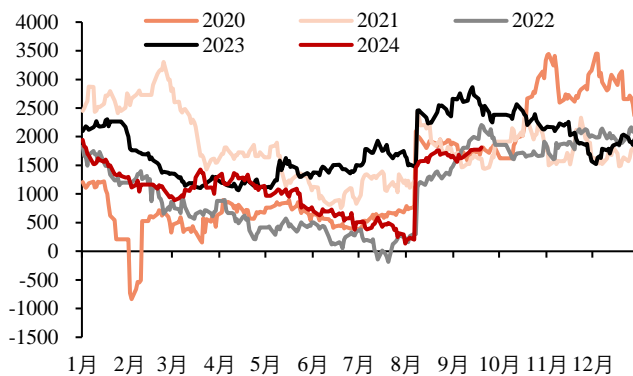
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 48: NR 基差 | 单位: 元/吨



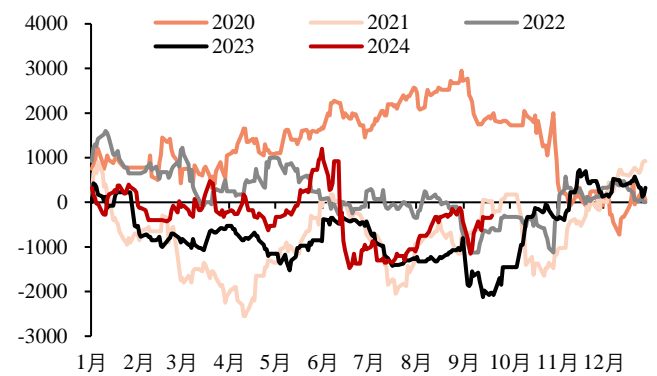
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 49: RU-混合胶 | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 50: 混合胶-丁苯胶 | 单位: 元/吨



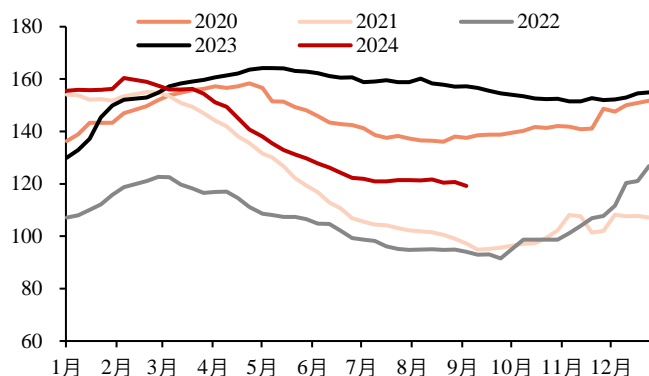
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

## 国内库存展望

### 供应回升缓慢，国内或延续小幅去库

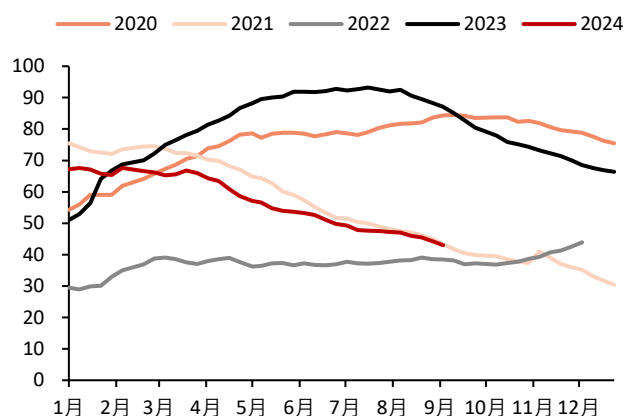
海内外刚性需求仍存，叠加季节性旺季即将来临，天然橡胶需求端支撑仍较强。供应端来看，随着各国主产区原料的上量，预计国内进口量将逐步回升，但受降雨天气的影响，主产区产量回升缓慢，国内进口压力难以体现，预计 9 月国内延续小幅去库格局。

图 51：天然橡胶社会库存 | 单位：万吨



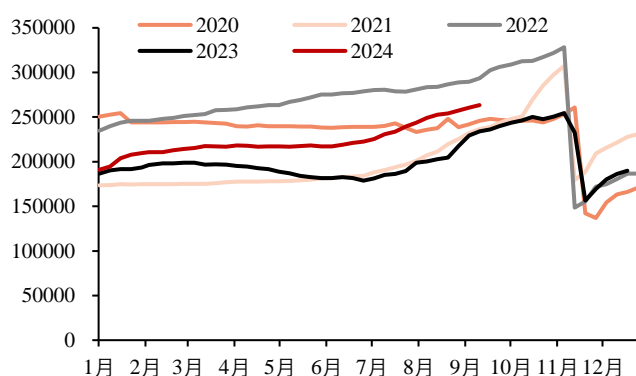
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 52：青岛保税区库存 | 单位：万吨



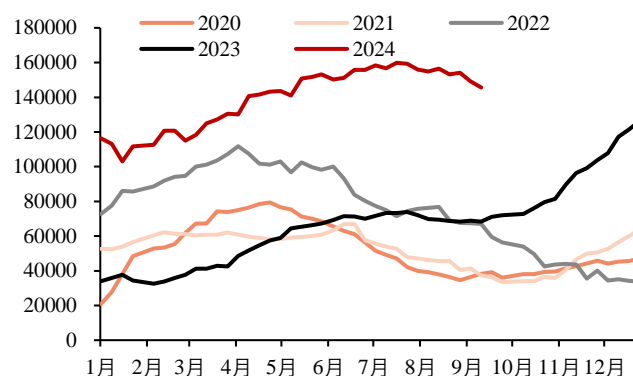
数据来源：隆众资讯 华泰期货研究院

图 53：上海期货交易所 RU 库存 | 单位：吨



数据来源：上海期货交易所 华泰期货研究院

图 54：NR 库存 | 单位：吨



数据来源：上海期货交易所 华泰期货研究院

## 观点及策略

按照以上分析，9 月供应呈现季节性回升，但天气干扰仍存，国内进口压力体现或缓慢，后期主要关注产区降雨对于胶农割胶活动的影响。对于国内进口量的判断，我们认为国内下游开工率延续高水平以及海外供应季节性旺季下，国内进口量环比回升，但回升速度相比往年下降。对于后期需求的判断，主要基于海外需求的韧性以及国内仍有政策支持，我们预计下游半钢胎的开工率可以保持较高水平，但冲高动能不足，全钢胎开工率也将呈现季节性改善。我们预计 9 月国内需求环比回升，总体推测出国内 9 月天然橡胶有望维持小幅去库格局。

策略：RU 及 NR 谨慎偏多。目前 RU 及 NR 估值中性，主产区天气扰动使得天然橡胶供应回升缓慢叠加需求旺季来临，预计国内库存有望保持小幅去库格局，我们建议保持偏多思路。

## 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