

到港量预期减少，国内或迎来季节性去库

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

✉ wushuocong@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

国内主产区如果顺利开割，在当前高原料价格下，我们认为国内4月份产出或快速回升，但目前国内云南产区仍受干旱的影响，产出仍有一定受阻。国内进口量则呈现季节性下降，总体国内4月供应环比下降。

核心观点

■ 市场分析

国内主产区如果顺利开割，在当前高原料价格下，我们认为国内4月份产出或在6万吨左右，但目前国内云南产区仍受干旱的影响，产出或有一定受阻。对于国内进口量的判断，我们认为可以对照2021年同期的增加幅度，因此我们将3月份的进口量调高，4月份进口量则环比有所回落。

对于需求的判断，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，全钢胎开工率则仍难以回升，我们将4月需求小幅下调，但仍保持旺季特征。

基于进口量的环比减少以及国内开割初期产出有限，我们预计国内4月份天然橡胶库存压力将有所减缓。而4月国内天然橡胶库存或延续分化，因海外产量处于淡季，国内进口量环比或回落，而需求仍有一定的韧性，预计混合胶为主的深色胶库存或迎来去化，而浅色胶库存因国内开割，产出增加，预计压力仍存。基于国内进口量的减少，以及需求的维持，预计国内总库存或呈现小幅去库格局。

■ 策略

单边：RU及NR谨慎偏多。目前RU及NR估值中性，国内供应环比将增加而进口环比减少，预计国内4月份供应压力仍不大，而需求或仍有一定的韧性。因此，基于4月天然橡胶供应压力仍不大判断，我们建议保持偏多思路对待，但国内库存偏高背景下，预计限制反弹高度。

风险

国内产量大幅提升，国内进口量继续攀升，轮胎需求变化。

目录

策略摘要 1

核心观点 1

4 月国内天然橡胶供应变化推演..... 4

 国内产量推演 4

 国内进口量推演 5

国内 4 月需求或维持一定韧性，环比或回落..... 9

当下估值判断 13

 RU 及 NR 估值中性 13

 4 月天然橡胶库存压力或减缓 14

国内 4 月平衡表展望..... 15

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: 泰国天然橡胶产量 | 单位: 千吨 6

图 6: 泰国天然橡胶出口量 | 单位: 千吨 6

图 7: 泰国胶水价格 | 单位: 泰铢/公斤 6

图 8: 泰国胶水-杯胶 | 单位: 泰铢/公斤 6

图 9: ANRPC 橡胶产量季节性 | 单位: 千吨 7

图 10: ANRPC 橡胶年度累计产量 | 单位: 千吨 7

图 11: 越南橡胶产量 | 单位: 千吨 7

图 12: 印尼橡胶产量 | 单位: 千吨 7

图 13: 国内进口自科特迪瓦标胶 | 单位: 千吨 7

图 14: 马来西亚天然橡胶出口量 | 单位: 千吨 7

图 15: 天胶进口量 | 单位: 万吨 8

图 16: 标胶进口量 | 单位: 吨 8

图 17: 烟片进口量 | 单位: 吨 9

图 18: 混合胶进口量 | 单位: 吨 9

图 19: 烟片进口窗口 | 单位: 元/吨 9

图 20: 浓乳进口窗口 | 单位: 元/吨 9

图 21: 美国汽车销量 | 单位: 辆 10

图 22: 日本汽车销量 | 单位: 辆 10

图 23: 美国汽车零部件订单 | 单位: 百万美元 10

图 24: 韩国汽车零部件订单指数 | 单位: 点 10

图 25: 挖掘机销量当月同比 | 单位: % 10

图 26: 中国社融规模 单位: 亿元	10
图 27: 地产销售累计同比与 RU 单位: % 元/吨	11
图 28: 汽车制造业固定资产投资累计同比 单位: %	11
图 29: 重卡销量 单位: 辆	11
图 30: 重货销量 单位: 辆	11
图 31: 非完整车销量 单位: 辆	12
图 32: 半挂车销量 单位: 辆	12
图 33: 国内轮胎出口量 单位: 万条	12
图 34: 全钢胎开工率 单位: %	12
图 35: 公路货运季节性 单位: 亿吨	13
图 36: 水泥价格指数 单位: 点	13
图 37: 全钢胎库存 单位: 万条	13
图 38: 半钢胎库存 单位: 万条	13
图 39: NR-TSR20(FOB) 单位: 元/吨	14
图 40: NR 基差 单位: 元/吨	14
图 41: RU-混合胶 单位: 元/吨	14
图 42: 混合胶-丁苯胶 单位: 元/吨	14
图 43: 天然橡胶社会库存 单位: 万吨	15
图 44: 青岛保税区库存 单位: 万吨	15
图 45: 上海期货交易所 RU 库存 单位: 吨	15
图 46: NR 库存 单位: 吨	15

4 月国内天然橡胶供应变化推演

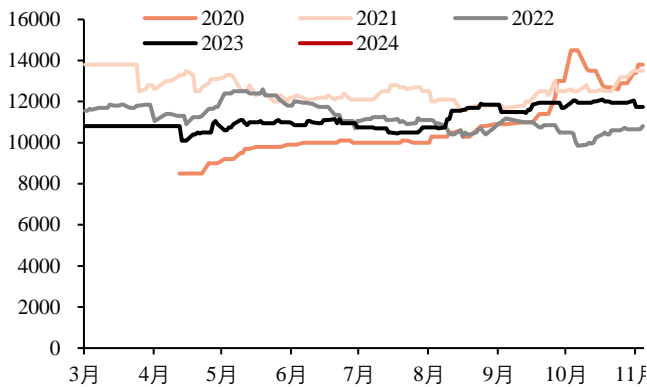
对于国内供应的分析，主要分为国内产量以及进口量。因国内天然橡胶进口依赖度较高，根据 ANRPC 的统计数据，国内 2023 年天然橡胶产量 83.5 万吨，而中国海关统计的国内天然橡胶进口量 648 万吨，进口依赖度高达 88.6%。因此，对于 4 月份国内天然橡胶的供应变化的判断，我们将主要分为国内产量以及进口量来分别阐述。

国内产量推演

首先，对于国内 4 月份的产量，我们预计增幅或较为明显。目前云南产区已经处于开割初期，偏高的原料价格使得胶农有较强的割胶意愿；且目前海南主产区橡胶树生产较好，预计 4 月也将迎来开割。当前的国内开割初期的原料价格水平基本可以对标 2022 年及 2021 年同期水平，2021 及 2022 年同期的 RU 期货盘面对应的价格在 13000-14000 元/吨之间波动。基于当前较高的割胶意愿，我们或可以对照 2022 年的同期水平，预计国内 4 月天然橡胶产出在 6 万吨左右。但也要关注主产区的天气情况，尤其云南产区仍受雨水偏少的影响，是否会造成开割不畅的可能。

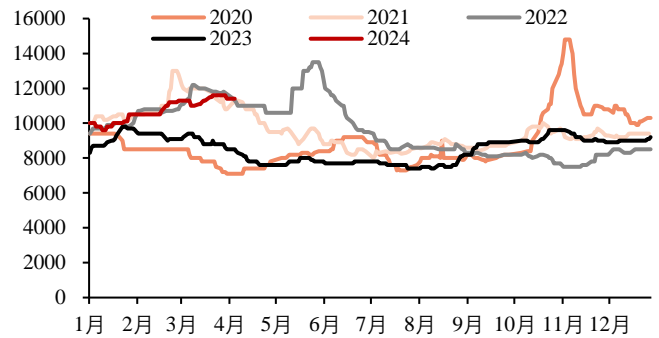
对于 RU 对应的交割品即全乳胶的产出影响则还需要关注上游原料分流的情况。目前海内外浓乳价格均表现强势，同期价格相比，正好跟 2021 及 2022 的同期水平一致，但 2021 及 2022 年仍有部分疫情的影响，手套需求也相对旺盛，因此，今年浓乳价格坚挺的格局或难以维持。换个角度来看，在开割之际，国内浓乳价格仍可以维持较高的价格，或说明在去年国内疫情影响逐步下降之后，浓乳产业也经历了一轮产能淘汰，目前迎来了新的供需格局，目前价格坚挺的原因或不在于需求的回升，而是产能的缩减，因此，今年国内浓乳价格或可以维持较好的水平，但因国内乳胶的进口占比也较大，海外浓乳价格的传递对于国内浓乳价格的影响也较大，我们还需要关注海外浓乳价格的波动。目前泰国的浓乳价格偏强，跟我国国内略有不同还在于泰国浓乳价格部分仍受到当下供应偏少的影响，因此，后期海外价格能否维持坚挺还需要看 5 月泰国开割之后的供应情况而定，如果原料仍维持偏高水平，则对浓乳价格持续有支撑，这也将使得国内的乳胶进口窗口难以打开进而对国内浓乳价格也会有相应的拉升作用，反之则将回归到疫情前的价格水平，对于国内全乳胶的挤出效应就会相对有限。但站在 4 月份的角度上看，因海外还处于割胶淡季，短期不能用新一季产出情况去验证的背景下，海外原料价格可以维持坚挺格局，则浓乳价格有望保持强势下，国内浓乳价格也有望保持强势，对国内全乳胶有一定的分流效应。因此，我们认为，即使在国内正常开割以及开割意愿较强的背景下，国内全乳胶产量增幅或有限，对于 RU 供应压力较为有限。

图 1：云南胶水 | 单位：元/吨



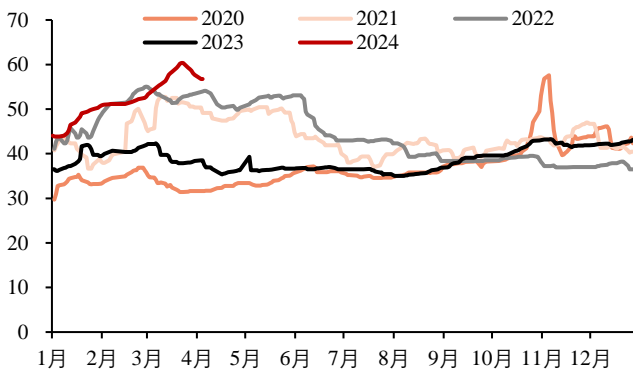
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

图 2：国内浓乳价格 | 单位：元/吨



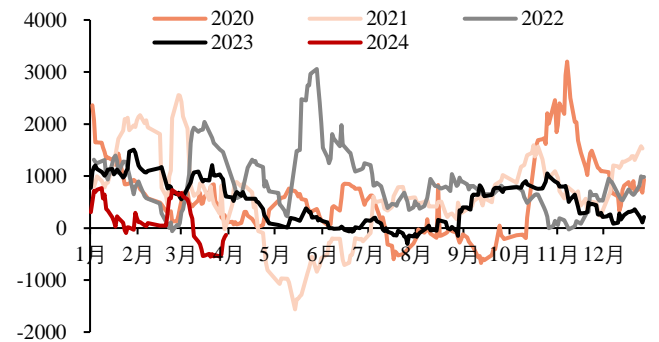
数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

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

国内进口量推演

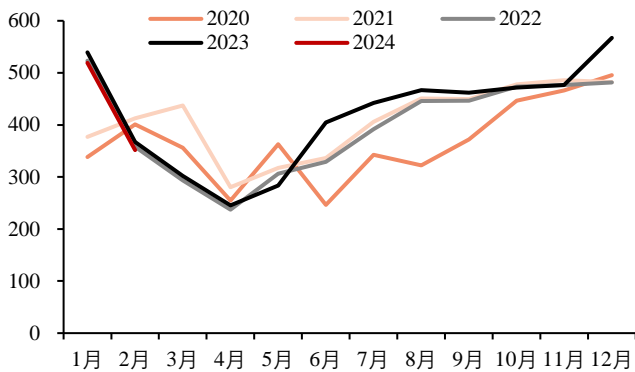
对于国内进口量的推测，我们将从两个维度去分析，首先是总量角度，其次按照国内进口量的结构去推测。

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 3 月份的出口量大致对应国内 4 月份的进口量。季节性来看，因泰国 3 月份处于休割期，天然橡胶产量环比回落，将带来国内进口量的环比下降。因 2024 年春节处于 2 月 10 日，造成国内 2 月份到港推迟，2 月国内进口量明显回落，但我们预计 3 月份因部分船期后延的影响，进口量环比回升。对比春节时间和原料价格水平来看，我们认为可以参照 2021 年的同期进口量去推测。2021 年春节处于 2 月 12 日，时间跟 2024 年类似，且我们对比同期的原料价格，均处于较高位置，今年

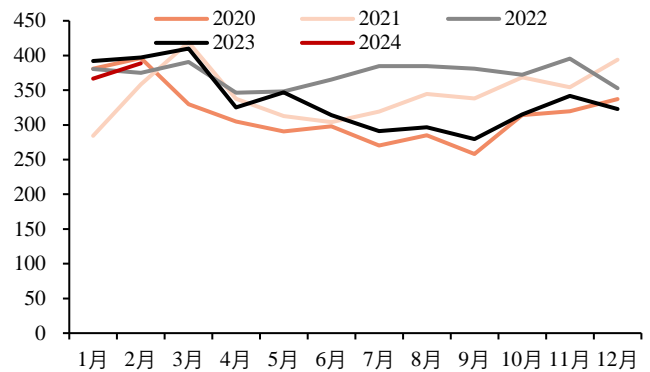
的原料价格更为强势，但国内浓乳价格还不及 2021 年同期水平，略低一点，但进干胶厂的价格高于 2021 年同期，这主要是因为今年国内原料仍受到海外原料价格的强势带动，但国内乳胶进口窗口则尚未打开。因此，对比 2021 年同期的水平，国内 3 月份进口量增加明显，而 4 月份则重新回落，我们预计今年国内 3-4 月份进口量的变化幅度或跟 2021 年类似。

图 5：泰国天然橡胶产量 | 单位：千吨



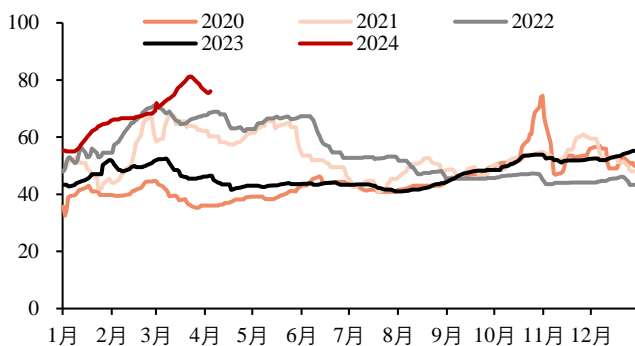
数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

图 6：泰国天然橡胶出口量 | 单位：千吨



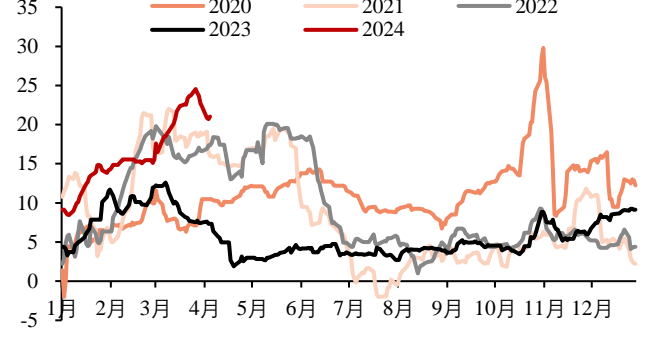
数据来源：ANRPC 华泰期货研究院

图 7：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 8：泰国胶水-杯胶 | 单位：泰铢/公斤

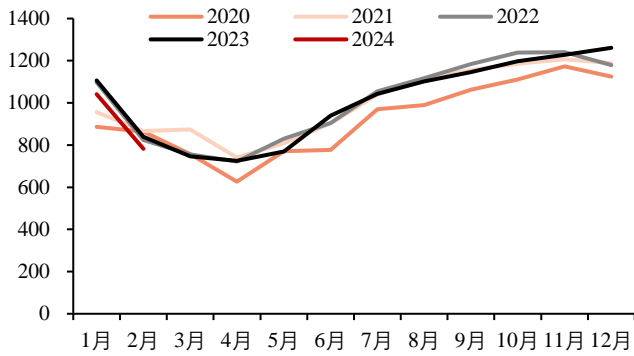


数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

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。

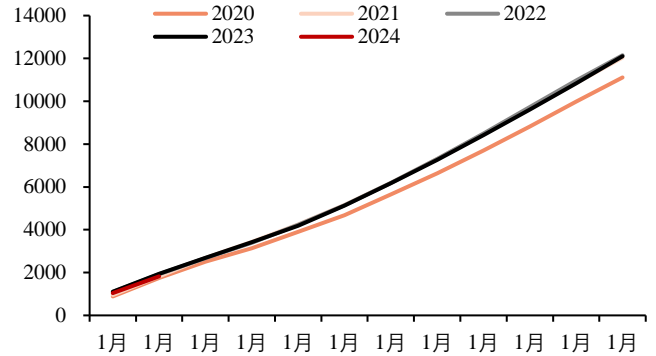
分国别产量数据来看，按照季节性规律，全球主产区 4 月产量仍无明显回升。2015 年以来全球天然橡胶产量季节性来看，4 月产量大都呈现环比进一步下降走势，仅 2015 年及 2018 年有小幅增加，尤其 2018 年主要因 3 月份开割不顺，随着原料价格回升，4 月迎来产量的环比增加。今年因海内外原料价格较高，天气没有明显影响下，预计环比降幅将有所缩窄，但仍须关注国内云南主产区降雨的变化，如果雨水仍不多，则可能对国内的开割初期的产出有影响。

图 9: ANRPC 橡胶产量季节性 | 单位: 千吨



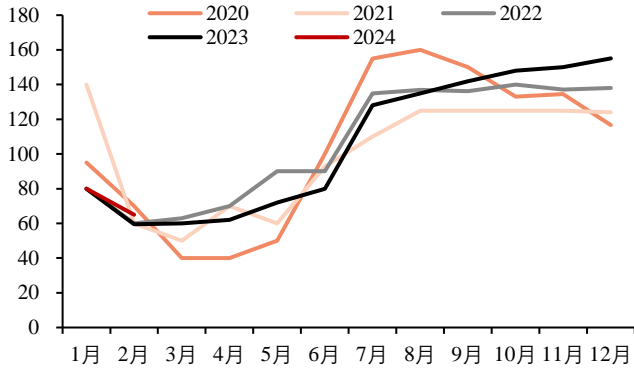
数据来源: ANRPC 华泰期货研究院

图 10: ANRPC 橡胶年度累计产量 | 单位: 千吨



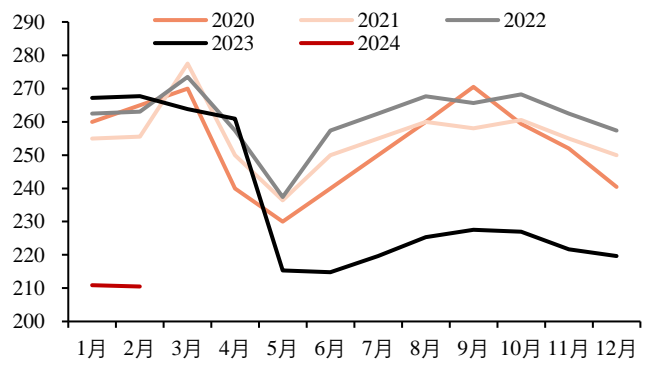
数据来源: ANRPC 华泰期货研究院

图 11: 越南橡胶产量 | 单位: 千吨



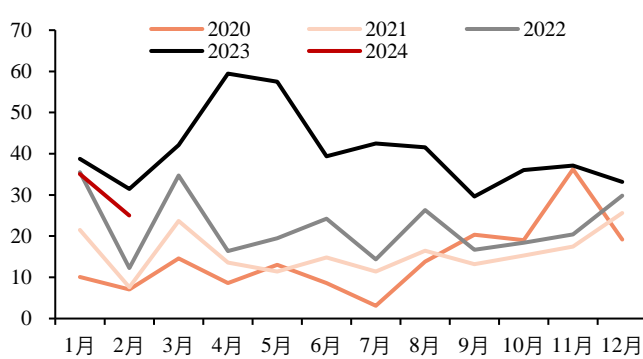
数据来源: ANRPC 华泰期货研究院

图 12: 印尼橡胶产量 | 单位: 千吨



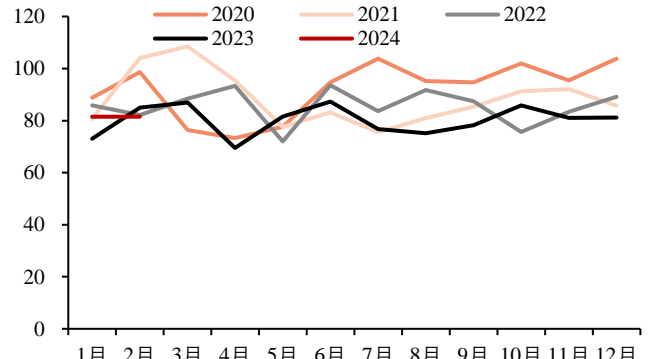
数据来源: ANRPC 华泰期货研究院

图 13: 国内进口自科特迪瓦标胶 | 单位: 千吨



数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 14: 马来西亚天然橡胶出口量 | 单位: 千吨



数据来源: ANRPC 华泰期货研究院

结构判断

从国内进口量的构成角度，我们也进行验证性的分析如下：

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。

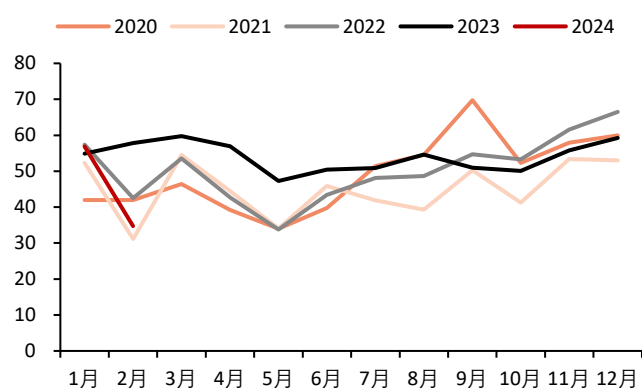
首先，对国内下游实体需求的分析，我们归口在轮胎生产端。国内轮胎下游实体需求主要分国内轮胎需求以及出口需求。国内季节性来看，4月正处于国内季节性旺季，但目前开工率已经处于高位，继续回升空间受限，预计实体需求环比或小幅回落。

其次，从RU非标价差来看，3月非标价差小幅缩窄，目前价差已经处于同比中间位置，伴随着海外供应淡季，国内到港量难以大幅回升，非标套利需求或受制于混合胶价格的强势，有所下降。

最后是替代种植的进口量，按照季节性，4月份替代种植进口量环比回升，但回升幅度较为有限，跟产胶季节性相关。

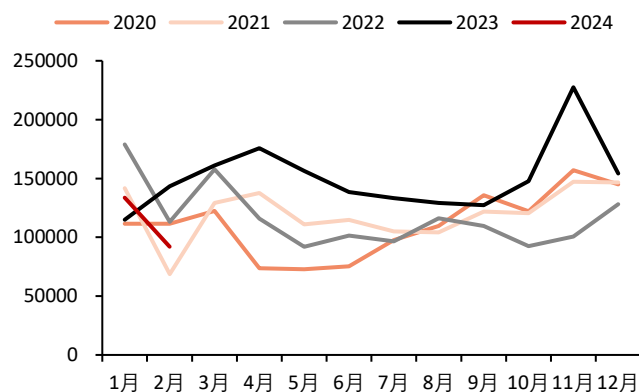
因此，预计4月国内天然橡胶进口量环比减少，主要因海外仍处于产量淡季。后期须关注海外需求对国内轮胎出口的影响以及套利需求变动对于国内混合胶进口量的影响。

图 15：天胶进口量 | 单位：万吨



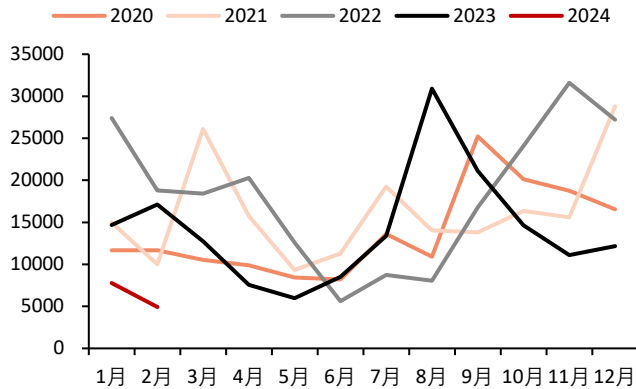
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 16：标胶进口量 | 单位：吨



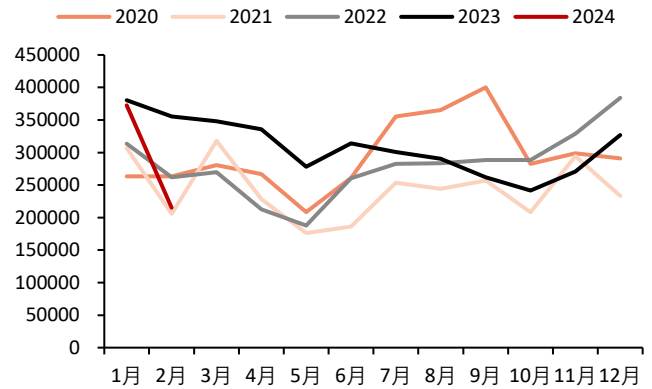
数据来源：中国海关 华泰期货研究院

图 17: 烟片进口量 | 单位: 吨



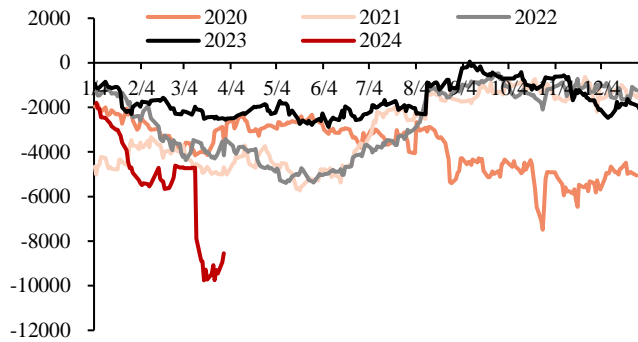
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 18: 混合胶进口量 | 单位: 吨



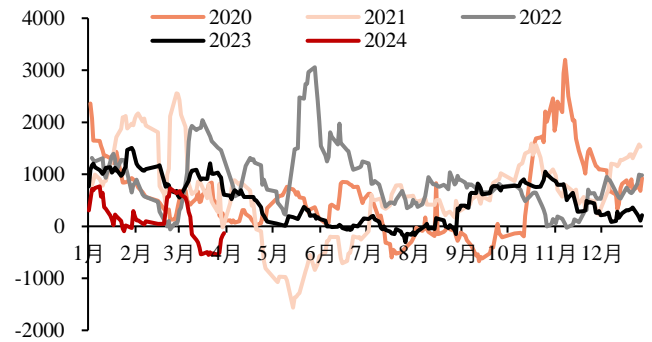
数据来源: 中国海关 华泰期货研究院

图 19: 烟片进口窗口 | 单位: 元/吨



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 浓乳进口窗口 | 单位: 元/吨



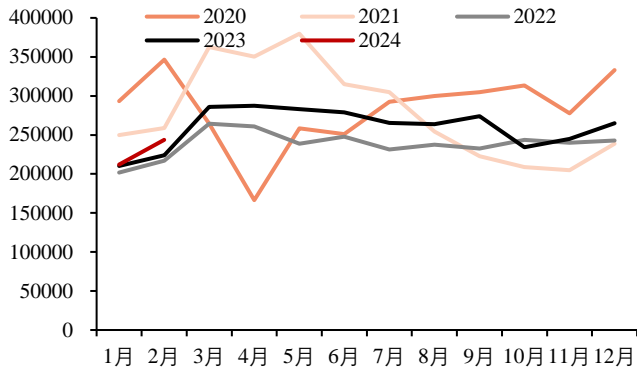
数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内 4 月需求或维持一定韧性，环比或回落

海外需求

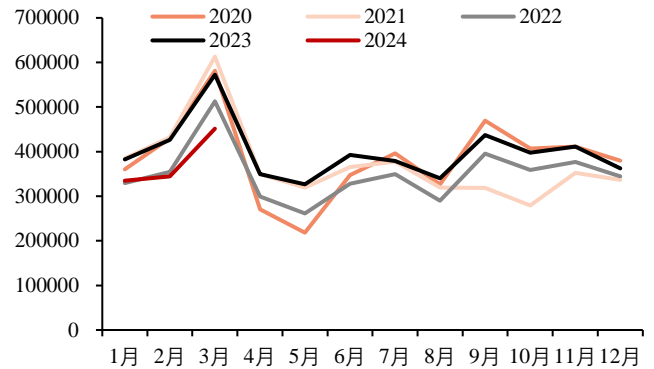
季节性来看，海外 4 月需求环比回落，重点关注宏观的指引，尤其美国货币政策的转向或促使产业上中下游进一步补库需求回升预期仍存。从周边商品来看，铜价的强势表现除了自身供应偏紧以外，仍有部分因海外补库需求的提振，因此，预计 4 月份海外轮胎需求或仍维持一定的韧性，对于国内轮胎出口需求也将继续产生支撑。

图 21：美国汽车销量 | 单位：辆



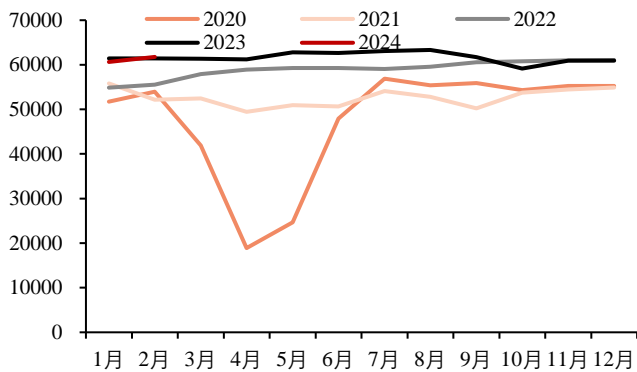
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22：日本汽车销量 | 单位：辆



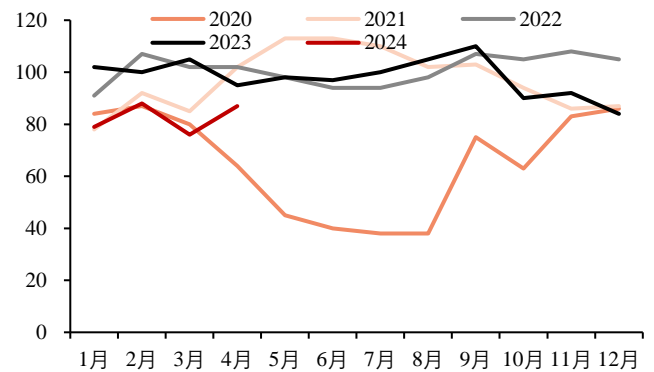
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 23：美国汽车零部件订单 | 单位：百万美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 24：韩国汽车零部件订单指数 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

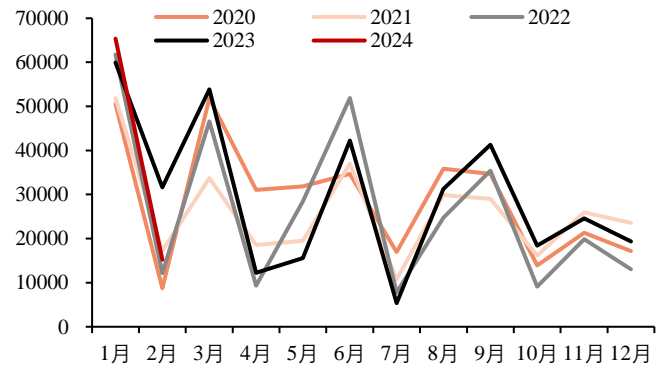
今年 1 月份国内提出“以旧换新”的汽车助推政策，2 月 23 日再次提出“以旧换新”政策，尤其强调汽车、家电等领域。该政策或进一步刺激国内汽车销量的回升。预计国内半钢胎生产及销售将延续高景气度的周期。

图 25：挖掘机销量当月同比 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26：中国社融规模 | 单位：亿元



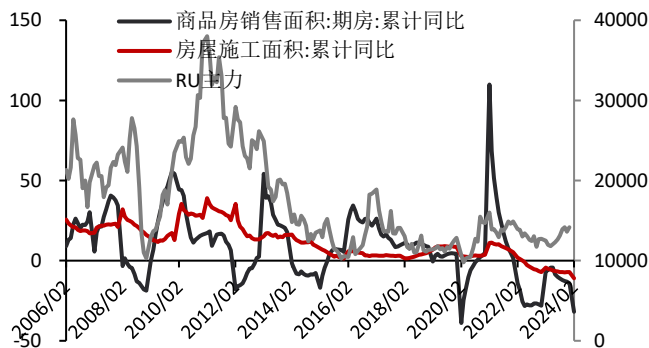
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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。

4 月国内下游需求季节性回升

宏观层面，国内房地产数据延续弱势，3 月份公布的国内 1-2 月地产数据现实，房地产需求呈现进一步下降走势，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。

图 27：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 28：汽车制造业固定资产投资累计同比 | 单位：%

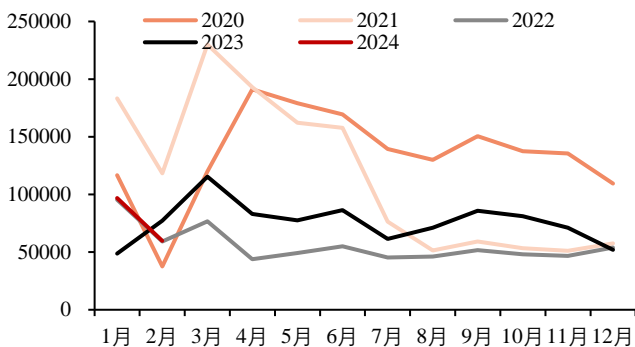


数据来源：Wind 华泰期货研究院

重卡销量难以提升

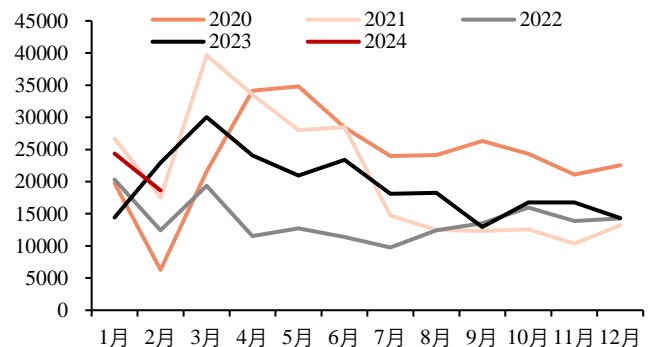
2023 年国内重卡销量低迷，主要跟国内房地产及基建低迷相关，2024 年基于当前基建项目尚未启动以及房地产需求仍低迷，总体抑制重卡销量，而“国三”标准车的以旧换新体量相对较小，对于重卡销量的提升效果有限。

图 29：重卡销量 | 单位：辆



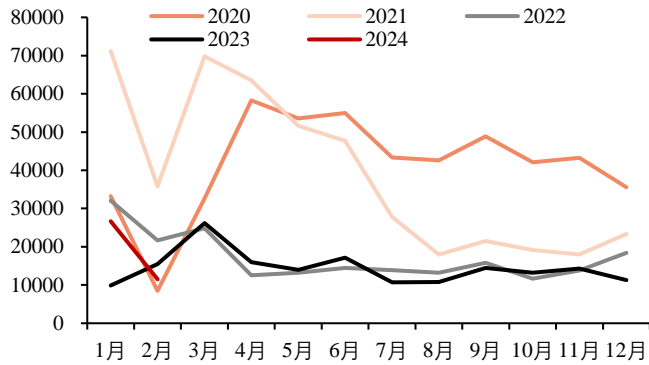
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 30：重货销量 | 单位：辆



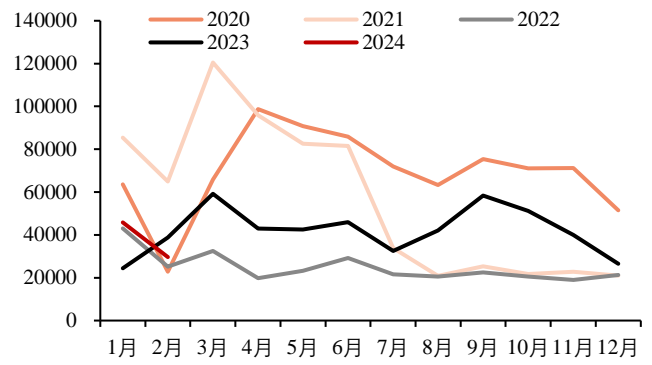
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 31: 非完整车销量 | 单位: 辆



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 32: 半挂车销量 | 单位: 辆

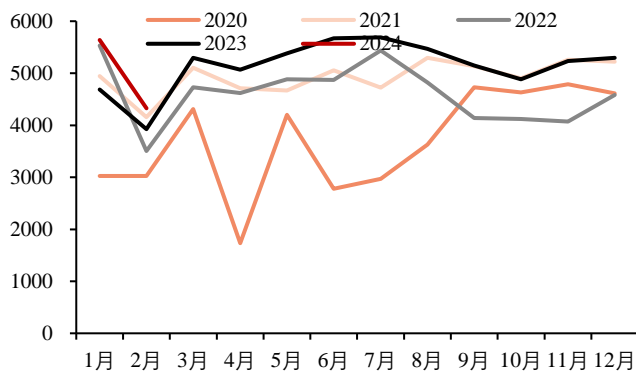


数据来源: Wind 华泰期货研究院

轮胎出口环比或持平

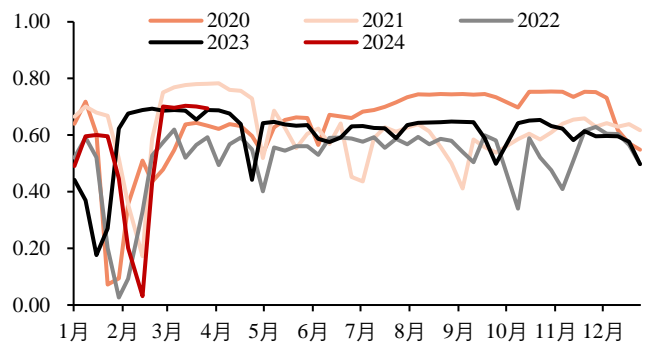
海外需求平稳下, 主要关注后期海运费价格对于国内轮胎出口的阻力, 预计 4 月份国内轮胎出口仍将维持一定的增速。

图 33: 国内轮胎出口量 | 单位: 万条



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 全钢胎开工率 | 单位: %

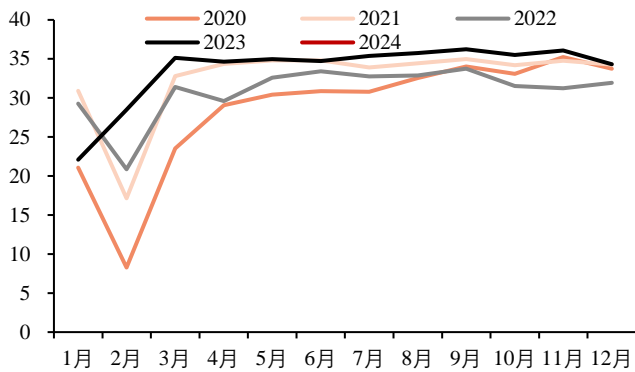


数据来源: Wind 华泰期货研究院

工业需求季节性旺季, 出行或延续旺盛态势

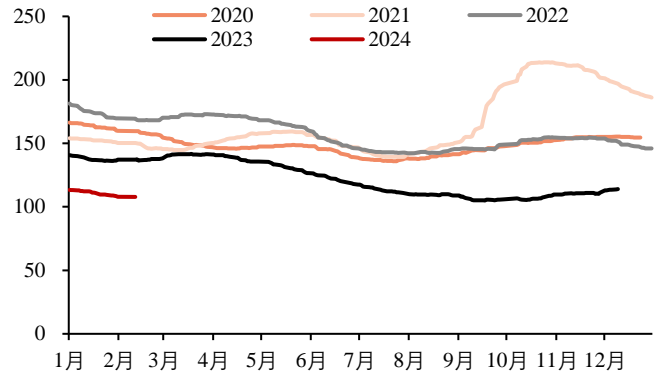
随着国内下游工业需求步入季节性旺季, 预计 4 月国内工程车替换市场将维持旺季格局。而乘用车替换市场或维持较好的增速。

图 35：公路货运季节性 | 单位：亿吨



数据来源：Wind 华泰期货研究院

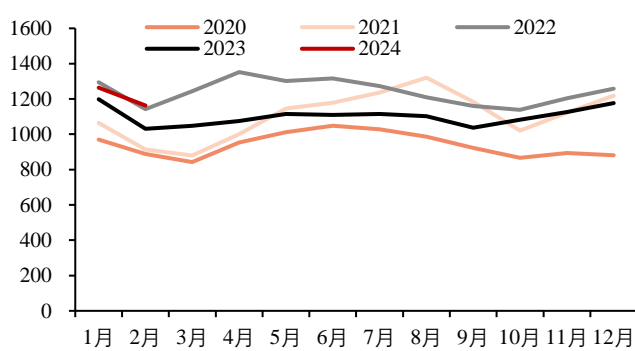
图 36：水泥价格指数 | 单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

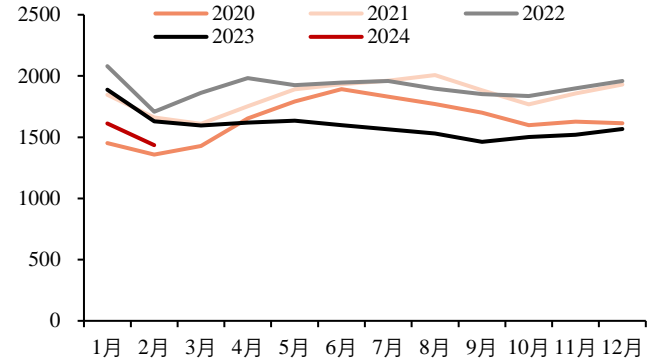
基于订单的差异以及国内工业需求启动偏慢，下游轮胎厂呈现分化。全钢胎成品库存压力仍较大，而半钢胎成品库存压力已经明显缓解。

图 37：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 38：半钢胎库存 | 单位：万条



数据来源：卓创资讯 华泰期货研究院

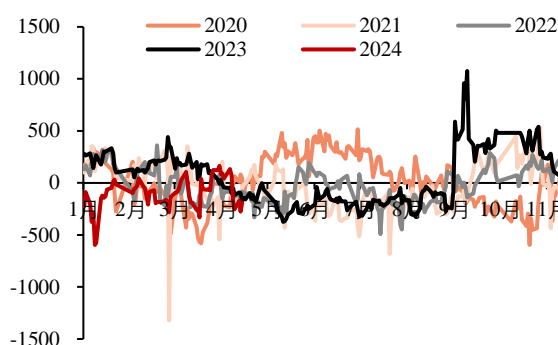
展望 4 月下游需求，预计需求难以继续回升，尤其国内因下游半钢胎开工率已经处于偏高水平，后期要继续提升的空间有限，而全钢胎因国内房地产低迷以及基建尚未启动，需求偏弱，叠加国内季节性变化，预计 4 月份国内需求环比或有小幅回落，海外需求或持稳为主。

当下估值判断

RU 及 NR 估值中性

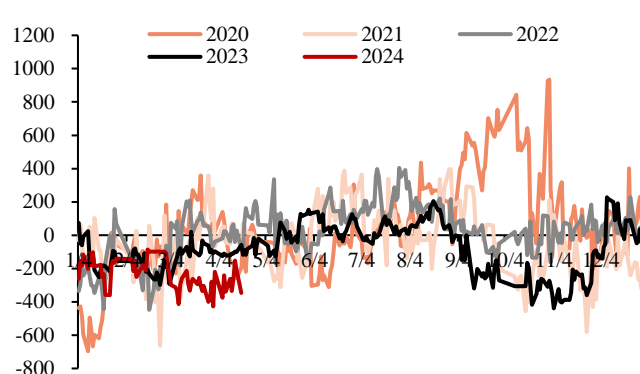
国内云南产区临近全面开割，三月底已经开始试割，原料价格角度来看，无论海外还是国内均处于同比偏高位。但泰国标胶及烟片加工利润持续亏损，且目前泰国产出处于淡季，高价原料难以大量刺激产出，生产利润角度来看，海外橡胶估值仍偏低，但国内 RU 期货仍是升水格局，RU 并不明显低估。

图 39: NR-TSR20 (FOB) | 单位: 元/吨



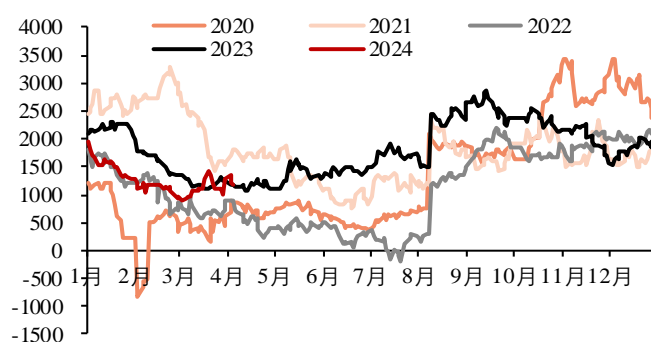
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 40: NR 基差 | 单位: 元/吨



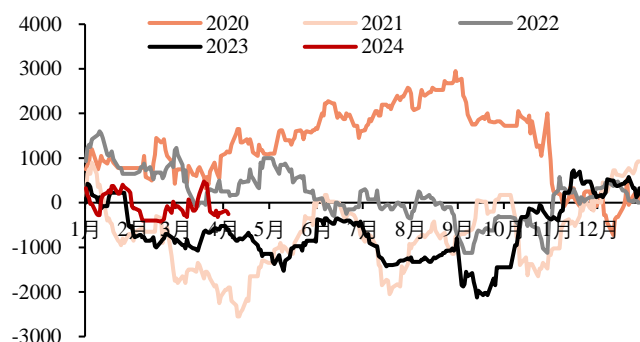
数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 41: RU-混合胶 | 单位: 元/吨



数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

图 42: 混合胶-丁苯胶 | 单位: 元/吨

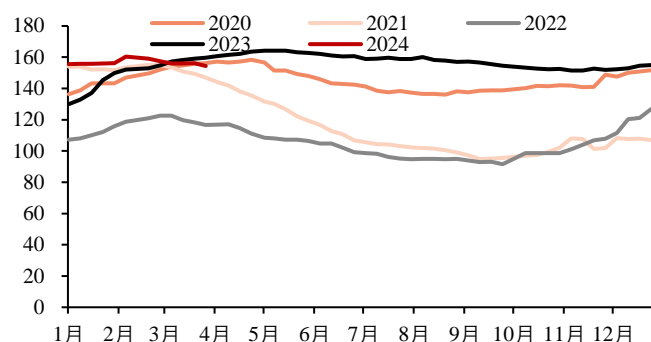


数据来源: 卓创资讯 华泰期货研究院

4 月天然橡胶库存压力或减缓

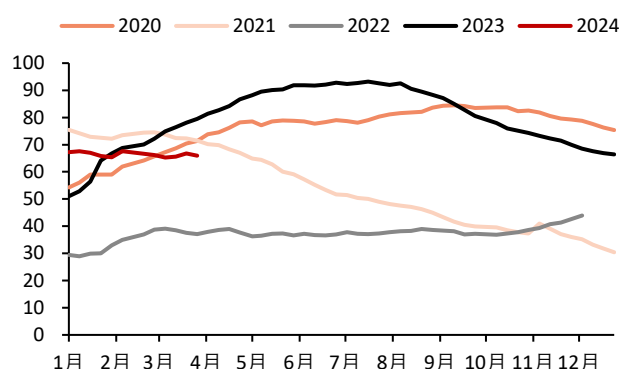
基于进口量的环比减少以及国内开割初期产出有限, 我们预计国内 4 月份天然橡胶库存压力将有所减缓。而 4 月国内天然橡胶库存或延续分化, 因海外产量处于淡季, 国内进口量环比或回落, 而需求仍有一定的韧性, 预计混合胶为主的深色胶库存或迎来去化, 而浅色胶库存因国内开割, 产出增加, 预计压力仍存。基于国内进口量的减少, 以及需求的维持, 预计国内总库存或呈现小幅去库格局。

图 43: 天然橡胶社会库存 | 单位: 万吨



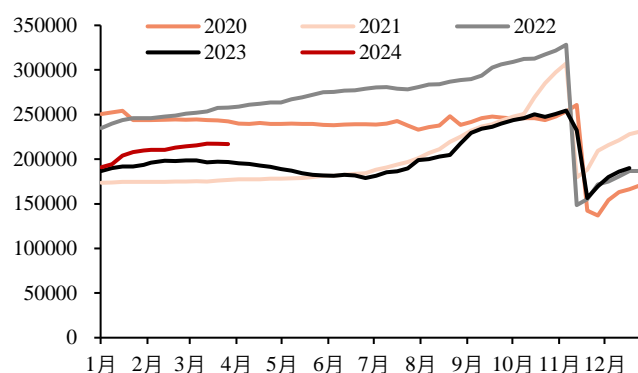
数据来源: 上海期货交易所 华泰期货研究院

图 44: 青岛保税区库存 | 单位: 万吨



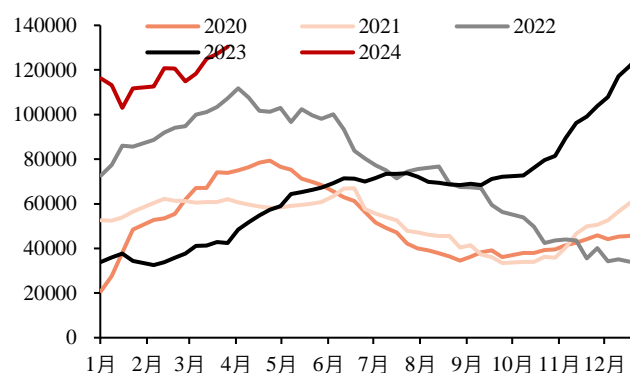
数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

图 45: 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 46: NR 库存 | 单位: 吨



数据来源: 隆众资讯 华泰期货研究院

国内 4 月平衡表展望

按照以上分析, 如果国内主产区顺利开割, 在当前高原料价格下, 我们认为国内 4 月份产出或在 6 万吨左右, 但目前国内云南产区仍受干旱的影响, 产出或有一定受阻。对于国内进口量的判断, 我们认为可以对照 2021 年同期的增加幅度, 因此我们将 3 月份的进口量调高, 4 月份进口量则环比有所回落, 对于需求的判断, 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, 全钢胎开工率则仍难以回升, 我们将 4 月需求小幅下调, 但仍保持旺季特征。总体推测出国内 4 月份将迎来进一步的去库。

策略: RU 及 NR 谨慎偏多。目前 RU 及 NR 估值中性, 国内供应环比将增加而进口环比减少, 预计国内 4 月份供应压力仍不大, 而需求或仍有一定的韧性。因此, 基于 4 月天然橡胶供应压力仍不大判断, 我们建议保持偏多思路对待。但国内库存偏高背景下, 预计限制反弹高度。

表 1：国内天然橡胶供需平衡表

	产量	进口	出口	消费	供需缺口
2023 年 1 月	0.14	54.9	0.45	42	12.59
2023 年 2 月	0	57.8	0.28	52	5.52
2023 年 3 月	0.38	59.8	0.46	55	4.74
2023 年 4 月	3.94	56.9	0.53	54	6.32
2023 年 5 月	6.73	47.3	0.7	55	-1.67
2023 年 6 月	8.73	50.4	0.66	61	-2.49
2023 年 7 月	10.55	50.9	0.88	61	-0.42
2023 年 8 月	10.59	54.6	0.92	67	-2.74
2023 年 9 月	12.05	51	0.94	66	-3.89
2023 年 10 月	11.32	50.1	0.44	63	-2.03
2023 年 11 月	13.61	55.8	0.71	66	2.66
2023 年 12 月	5.46	59.2	0.77	60	3.92
2024 年 1 月	0.09	56.9	0.7	56	0.26
2024 年 2 月	0	34.7	0.62	31	3.11
2024 年 3 月	0.38	57	0.46	60	-3.08
2024 年 4 月	6	47	0.5	59	-6.50

数据来源：ANRPC 华泰期货有限公司

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