

# 主动补库力度欠缺 供应端扰动难有持续

## 主要内容：

第一部分：内外棉行情回顾

第二部分：国际棉花供需格局

第三部分：国内棉花供需格局

第四部分：行情展望与应对策略

徐亚光 F03093235 Z0017169

2024 年 7 月

## 摘要

全球新年度供需大基调为供强需弱，产业逻辑限制了投机资金对棉花炒作热情。市场情绪整体偏悲观，但从国内自身基本面来看，也并非一无是处，虽国内下游利润较差，纱厂对于下半年进口棉配额下发的期待较高，考虑到内外价差较大的吸引，后续进口棉数量的增加会给国内旧季资源价格带来一定冲击。但若无增发配额，当前供需延续到新棉上市前仅是平衡格局，并不会显得宽松。而若配额下发，当前坚挺的基差势必松动，现货价格或在配额发放之后出现一定幅度的崩塌从而修复内外价差并收敛目前盘面过高的基差水平。下半年中往年的重头戏抢收恐怕难以再现当年盛况，收购主体的部分退出叠加去年的收购亏损，市场热情势必受到较大打压。终端来看国内纺服消费的缓慢复苏，尤其下半年市场年度国内节假日较多，在一定程度上也会刺激终端消费行为。主动补库力度可能不算强，但刚需和季节性补库力度仍在，在无新的重磅利空出现的前提下，棉价仍有一定的韧性。美棉种植成本或许在 65-70 美分/磅区间，外盘整体下跌空间或许已不大，算上到岸升贴水与滑准税，对应的国内进口价格或许会在 13800 元/吨附近，并可能成为国内棉价的支撑。

## 一、24 年上半年内外棉行情回顾

### 外盘大幅波动 内外价差修复

2024 年上半年，外棉呈现先扬后抑制走势，其中主导外棉运行逻辑的主要是旧作库存偏紧与新季增产预期的走强。美棉在年初大幅上涨带动郑棉跟涨行情，进入到 3 月之后，美棉随着可交割资源的不断增加而宣告逼仓失败，并随即开启了大幅下跌模式至 70 美分附近。期间郑棉在 3 月维持高位震荡，4 月下旬之后随着美棉增产预期的不断增强而国内金三银四的旺季消费预期落空大幅下跌。由于美棉的大幅波动，导致内外棉价差在上半年的变化较为剧烈，内外棉价差在美棉逼仓阶段步入外棉升水结构，但仅维持较短时间。进入 3 月，内外棉价差则在美棉的大幅回落中进入到了内棉大幅升水的结构。

国内郑棉看波动同样跟随美棉，供应端焦点转向 24/25 年度种植，而主要利空来自于美棉与巴西棉新季大幅增产的预期。从 USDA5 月报告首次公布新季供需之后，内外盘均在新季宽松预期下开启弱势震荡。国内新季供应端由于新疆产区天气较好，导致后续单产预期较高，因此即使种植面积小幅下调，而产量仍预计与去年持平或小幅增产。需求端，春节后下游纺织品金三银四需求表现不尽如人意，加上纺企的纺纱利润持续亏损，在 5 月步入淡季之后，下游开工持续走低，整体现货市场交投表现较为颓势，给国内棉价带来较大压力。

图1 内外棉期货价格走势

单位：元/吨 美分/磅



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

图2 内外棉现货价差

单位：元/吨



数据来源：ifind 国联期货农产品事业部

## 二、国际棉花供需

### 1、全球新作产需格局供需双增

下半年棉价定价的权重逐渐向新季逻辑倾斜，在北半球种植基本完成的情况下，24/25 年全球供需成为了接下来棉价运行的重点。而从 USDA 开始公布对于新年度供需预测以来，美国与巴西的增产无疑成了目前对于下一年度主流的判断，随之而来的便是后续宽松预期的不断深入。USDA 6 月报告对于美棉供需并未做出调整，目前预测仍然是基于美棉产区干旱缓解后，对于美棉收获面积的乐观推测。从数据来看，美棉种植面积同比增加仅 4.3%，而收获面积增加 41.8%，从而导致美棉新季产量预期同比增加 32.6%。加上巴西产区逐年产量增加的趋势预期仍然延续，因而大大加强了目前市场对于 24/25 年度全球供应增加的判断。

从全球供需来看，24/25 年度的期末库存预计同比增加 3.1%，而消费量预计增加 3.4%，单从库存比看是出现了同比小幅下降，因此，我们暂难从单纯的增产来判断后续的供需格局，虽然明显基本确定了全球棉花供需在下一年度很难出现短缺的局面，但从期末库存预期来讲，仍然处在近年来偏低水平。仅从目前平衡表数据作为判断依据，我们难以从近五年第二低的全球期末库存看到棉价出现大幅下行趋势的悲观场景。根据 USDA 给到的 24/25 年度 70 美分/磅的陆地棉农场平均价格和市场普遍调查数据中将 65 美分作为美棉种植成本，那么我们预计美棉在 65-70 美分区间存在较强支撑，目前盘面已至低位的棉价要继续下行则需要更多来自需求端或者宏观上的利空驱动支撑。不过需要注意的是 USDA 过去四年来产量、消费高低变动量都会超过 100 万吨，重点应把握报告后续边际变化上，我们预估今年各国当前的天气情况看，产量有进一步上调的空间，而消费因步入到终端补库周期，USDA 给出 3.4% 的同比增幅，从近两年看 USDA 都对消费从初期的乐观预估进行了彻底修正，我们预估全球终端补库在高利率背景下依然为弱补库，3.4% 的增幅可能稍显乐观。

**图 3 USDA 全球供需平衡表**

全球	2020/21年度	2021/22年度	2022/23年度	2023/24年度	2024/25年度	同比
期初库存（万吨）	1916	1690	1662	1803	1763	-40.00
产量（万吨）	2483	2494	2539	2459	2597	138.00
进口（万吨）	1060	940	820	939	980	41.00
总供应量	5459	5124	5021	5201	5340	139.00
出口（万吨）	1066	932	806	961	980	19.00
消费（万吨）	2704	2530	2428	2454	2549	95.00
总消费	3770	3462	3234	3415	3529	114.00
期末库存（万吨）	1878	1662	1803	1763	1818	55.00
库存比	69.45%	65.69%	74.26%	71.84%	71.40%	-0.44%

图 4 全球主产国产量变化

单位：万吨

产量	中国	美国	印度	巴基斯坦	澳洲	巴西	全球	全球同比
2019/2020	597.7	433.6	620.5	135	13.6	283.04	2594.8	-4.41%
2020/2021	644.5	319	598.7	98	61	300	2483.65	1.42%
2021/2022	583.5	381.5	529.07	130.6	127.37	235.58	2493.99	-7.24%
2022/2023	668.4	315	572.62	84.9	126.28	255.17	2532.3	3.82%
2023/2024	598.7	262.7	570.4	145.9	108.9	317.2	2477.4	-2.17%
2024/2025	587.9	348.4	544.31	141.52	108.9	363.6	2593.9	4.70%
同比	-1.80%	32.62%	-4.57%	-3.00%	0.00%	14.63%	4.70%	

来源：USDA 国联期货农产品事业部

图 5 全球主需国需求变化

单位：万吨

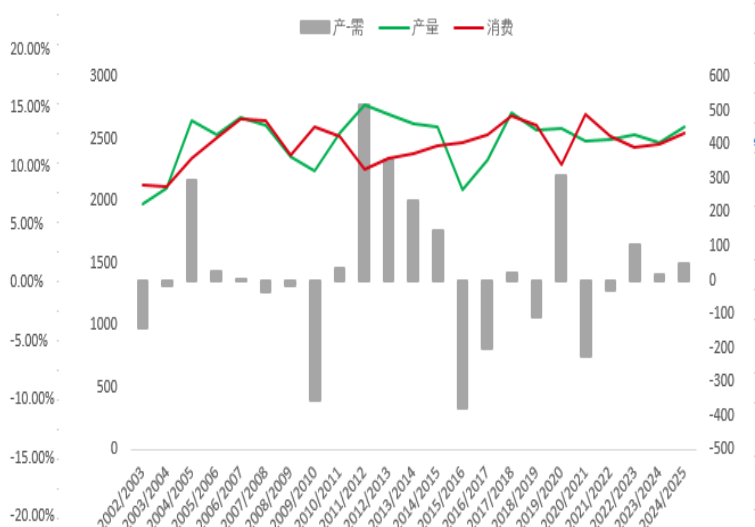
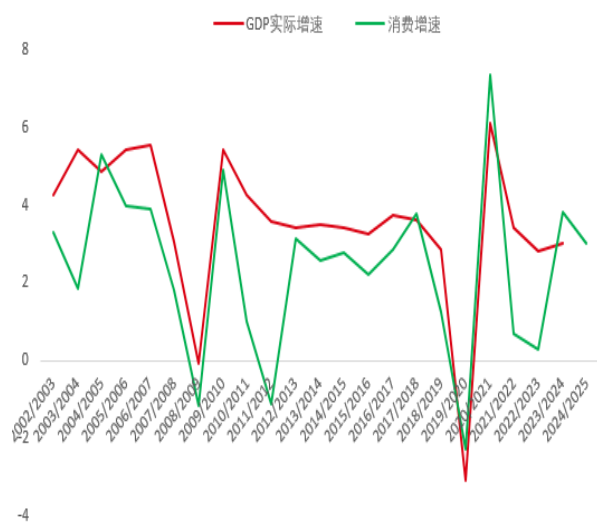
消费	中国	印度	巴基斯坦	孟加拉	土耳其	越南	全球	全球同比
2019/2020	740.3	446	206.8	152.41	155.67	143.7	2284.84	-13.11%
2020/2021	892.7	566	235	185	181.8	159	2700.28	18.31%
2021/2022	734.8	544.3	233	185.3	187.24	146	2524.01	-4.70%
2022/2023	816.47	522.5	189.42	167.6	163.29	140.4	2431.2	-4.81%
2023/2024	838.2	540	200.3	167.65	141.5	150.2	2461.9	1.26%
2024/2025	849.1	548.7	213.4	174.2	163.3	152.4	2546	3.42%
同比	1.30%	1.61%	6.54%	3.91%	15.41%	1.46%	3.42%	

来源：USDA 国联期货农产品事业部

图 6 全球棉花库存和库销比

图 7 全球棉花产需历年格局

单位：万吨



数据来源：USDA、国联期货农产品事业部

数据来源：USDA、国联期货农产品事业部



## 2、美棉 2024 年展望：出口签约增速放缓 24/25 产量预计大幅回升

美国农业部(USDA)6 月底发布的 2024/25 年度作物实播面积报告,美棉新年度实播面积在 1167.0 万英亩,同比增加 14.1%。其中陆地棉总面积 1148.8 万英亩,同比增幅 13.9%;皮马棉种植面积 18.2 万英亩,同比增幅 23.8%。虽 2024 年 3 月底美国农业部同比上调美国棉花预估种植面积 4.33%为 10.673 百万英亩,但 6 月底公布得实播面积仍较预估面积高 9%,在近十年数据中,美国棉花实播面积与粮棉比价有一定关系,另外天气的利好便于棉花实播面积的增加,天气的变化对于农作物也是至关重要的,美国 2024 年棉花生长环境较为良好,导致棉花实播面积较高。美国整体棉区墒情目前处于近年中等偏低水平,截止至 7 月 3 日当周,全美极度干旱率均为 0,去年同期为 1%,近五年均值为 5.6%;中度干旱率为 16%,较同期低 2 个百分点,较五年均值 25.8%低 9.8 个百分点;重度干旱率为 1%,较同期低 1 个百分点,较五年均值 10.8%低 9.8 个百分点。整体数据表明 2024/25 年度全美棉区生长条件相对较高,同步美国棉花生长进度也较好,从种植至目前棉花现蕾各地区棉株生长基本未受土壤缺墒影响;据美国农业部(USDA)在每周作物生长报告中公布称,截至 2024 年 7 月 8 日当周,美国棉花优良率为 45%,前一周为 50%,上年同期为 48%;美国棉花结铃率为 19%,上一周为 11%,上年同期为 17%,五年均值为 15%,美国棉花现蕾率为 52%,上一周为 43%,上年同期为 57%,五年均值为 50%。当前干旱迹象又有抬头,造成阶段美棉优良率环比连续两周大幅下滑,一定程度上有望对可能美棉弃耕率造成扰动。据 CPC 在 6 月的最新观测结论,在 6-8 月份发生拉尼娜现象的概率接近 40%,在 7-9 月份发生拉尼娜现象的概率已经超过 60%,在 8-10 月份发生该现象的概率已经逼近 80%。据此,我们可以合理推断,今年拉尼娜现象发生概率,尤其是在 8-9 月发生的概率将会大幅增加。当拉尼娜现象发生时,对于美棉弃耕率将会产生明显影响,后期美棉天气扰动或是为数不多的供应端炒作亮点。

图 8 ICE 粮棉比价

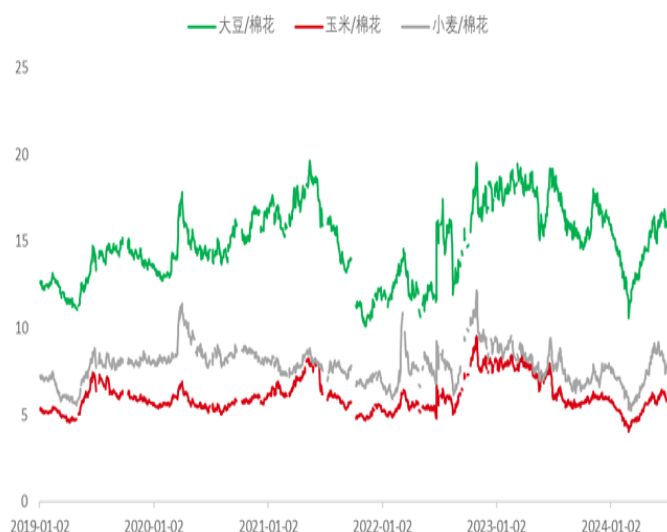
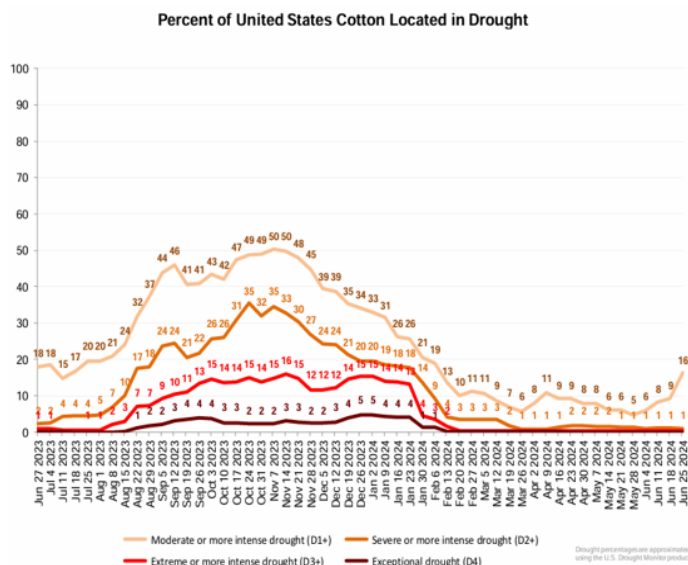


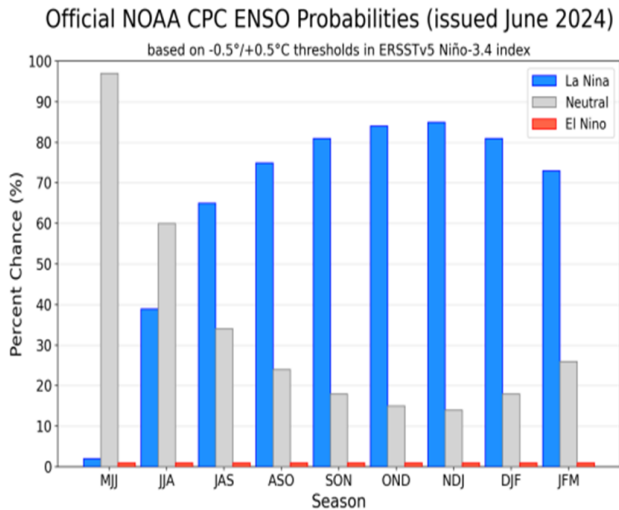
图 9 美国德州干旱指数



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

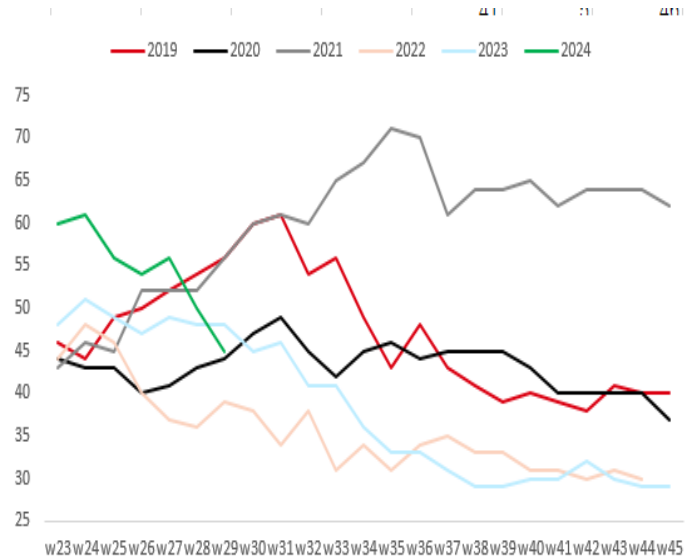
数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 10 拉尼娜预测



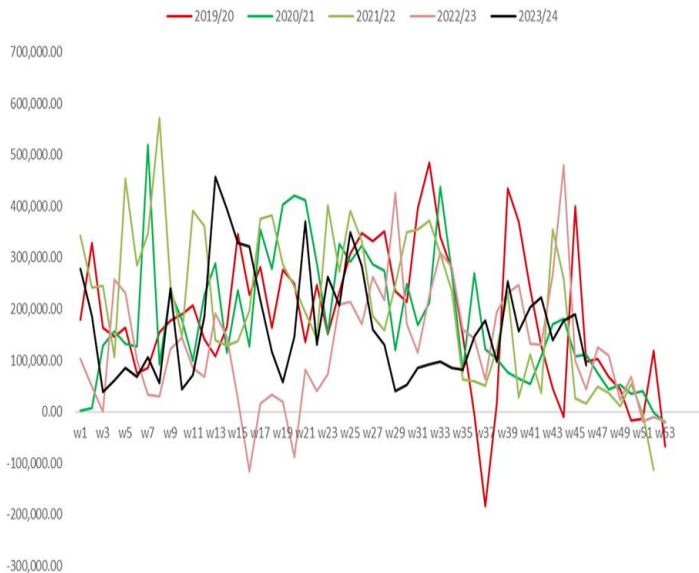
数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 11 美棉优良率



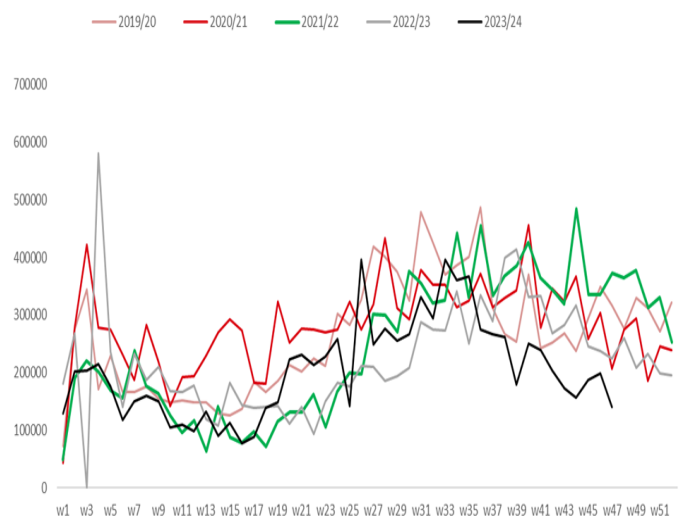
数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 12 美棉出口签约



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 13 美棉出口装运



数据来源：NOAA、国联期货农产品事业部

图 14 美国供需平衡表预估

美棉供需	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	24/25预估
收获面积（百万英亩）	11.61	8.27	10.27	7.89	9.35	10.2
单产（磅/英亩）	823	847	819	940	756	840
期初库存（万吨）	105.6	157.9	68.6	88.18	92.53	67.49
产量（万吨）	433.5	318.1	383.6	315	270.7	380
进口（万吨）	0	0	0.2	0.2	0.2	0.2
总供应量	539.3	476	452.4	403.23	370.53	447.49
国内消费（万吨）	46.8	52.3	55.5	44.63	41.36	48
出口（万吨）	338.1	356.4	321.1	277.95	263.4	315
总使用量	384.9	408.7	376.7	322.58	306.96	363
期末库存	157.9	68.6	88.18	92.53	63.1	84.49
库销比	41.02%	16.78%	23.41%	28.68%	20.56%	23.28%

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

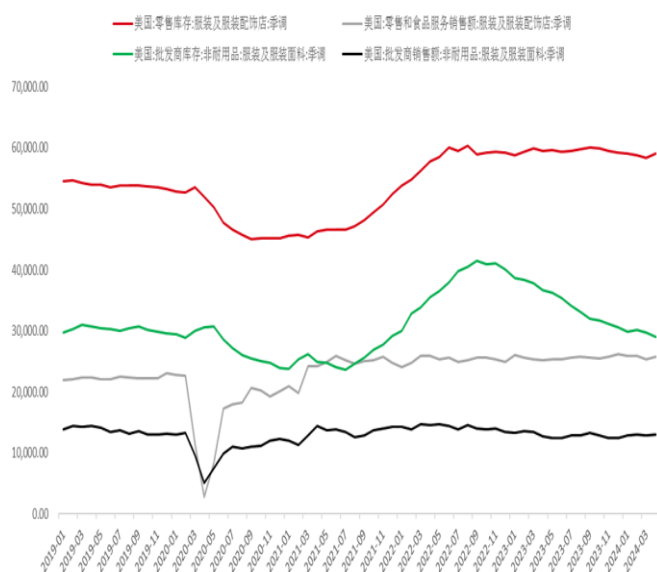
图 15 美棉播种面积和弃耕率

时间	美棉种植面积3月	6月实播面积	6月较3月变化	实际收获面积	弃耕率
2009年	881	905	2.72%	753	17.00%
2010年	1051	1091	3.81%	1070	2.00%
2011年	1257	1373	9.23%	946	31.00%
2012年	1316	1264	-3.95%	937	26.00%
2013年	1003	1025	2.19%	754	26.00%
2014年	1110	1137	2.43%	935	18.00%
2015年	955	900	-5.76%	807	10.00%
2016年	956	1002	4.81%	951	5.00%
2017年	1223	1206	-1.39%	1021	15.00%
2018年	1347	1352	0.37%	1021	26.00%
2019年	1378	1372	-0.44%	1161	15.00%
2020年	1370	1219	-11.02%	827	29.00%
2021年	1204	1172	-2.66%	1027	20.00%
2022年	1223	1376	12.51%	789	43.00%
2023年	1126	1109	-1.51%	645	41.00%
2024年	1067	1167	9.37%	913	22%
平均值	1154	1166	1.30%	928	18%

数据来源：USDA 国联期货农产品事业部

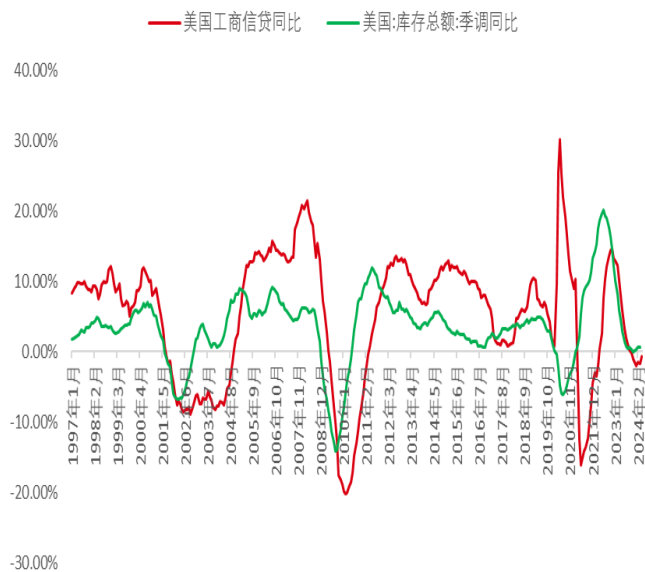


图 16 美国服装零售、批发库存和销售



数据来源: Ifind、国联期货农产品事业部

图 17 美国服装零售、批发商库销比



数据来源: Ifind、国联期货农产品事业部

美国总体库存周期正由被动去库向主动补库过渡,而从美国批发商、零售商服装库存情况看,今年 2 季度前后有望由被动去库转向主动补库。截至 2024 年 4 月,批发商库存连续 19 个月去库至 290 亿美元以下,较 2022 年 9 月最高峰 411 亿美元下降 30.05%,而批发商销售额近 1 年基本稳定在 130 亿美元上下,较疫情期间及疫情前略低 5%左右,库销比降至 2.23,创 2022 年 1 月以来最低水平。零售商库存自 2023 年 9 月 600.5 亿美元历史次高水平持续去化,但去化偏慢,4 月份降至 590.26 亿美元(疫情前稳定在 534 亿左右),库销比维持较低水平,从目前的情况来看,批发商库存去化较为顺畅,但零售端仍偏缓慢,较疫情前正常库存水平仍较高。批发端库存显著改善的机会或可期待今年 3-4 季度。下半年海外补库带来的刚性订单好转有望对国内外棉价形成一定提振。不过此轮补库周期我们暂时定义为弱补库,美国在连续加息背景下强劲的主动补库条件包括流动性充裕、经济强劲复苏,未来显然较难看到,疫情期间积累的超额储蓄正受到自然减量、持续通胀和高利率的侵蚀,家庭支出面临弱化的风险。

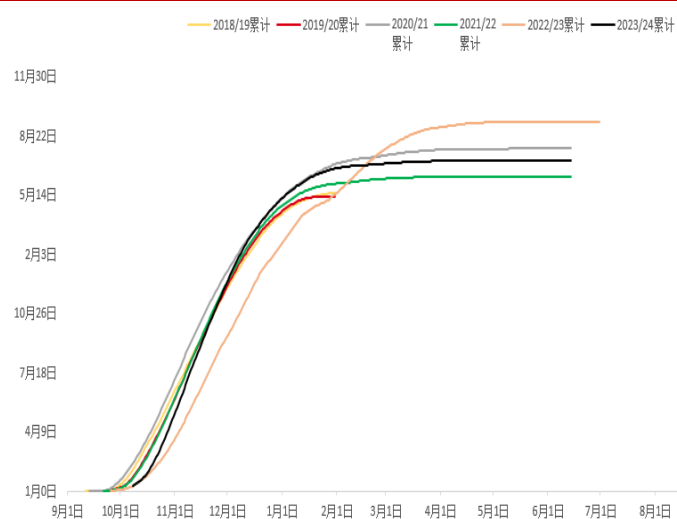
## 三、国内棉花供需

### 1、旧作销售进度偏慢

根据国家棉花市场监测系统数据显示,截至 2024 年 7 月 5 日,全国销售率为 85.3 %,销售速度偏慢,未销售皮棉多数已经锁定基差。结合历史数据来看,目前棉花销售量虽有所上升但仍处于历

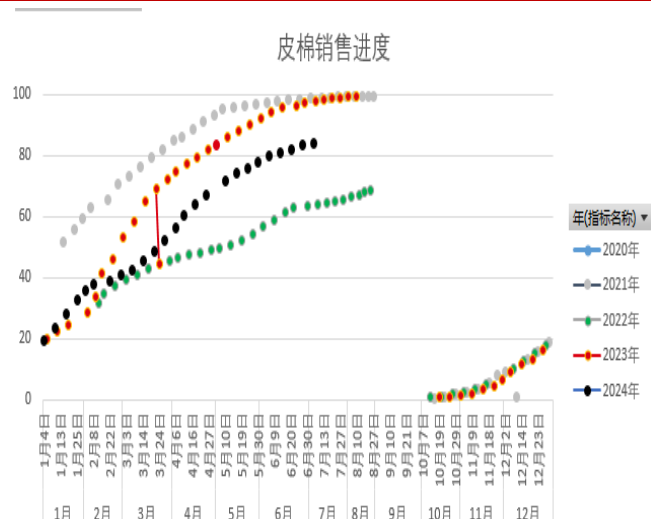
年同期中等略偏低的位置。通过 5 月底全国棉花商业库存可以看出，即使在 23/24 年度减产背景下，今年 5 月商业库存 377 万吨，同比去年增加 8%。然而目前纺织下游淡季特征明显，纺企开工率出现了持续走低迹象，加上纱厂原料库存处在中性偏高水平，那么这 377 万吨的库存明显存在去化困难的风险。通过近几年下半年月度棉花消费量情况来推算，平均每月全国消费量大致在 65 万吨附近，那么仅剩四个月的 23/24 年度的需求端只剩下 260 万吨左右的数量可以消化，从而造成结转库存会在 120 万吨左右。若市场存在进一步等待新棉上市后有更多选择的情况下，进一步观望等待新棉，那么旧棉供需基本维持平衡或小幅宽松，但并不至于大幅宽松。

图 18 新疆棉加工量



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 19 新疆棉销售进度



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

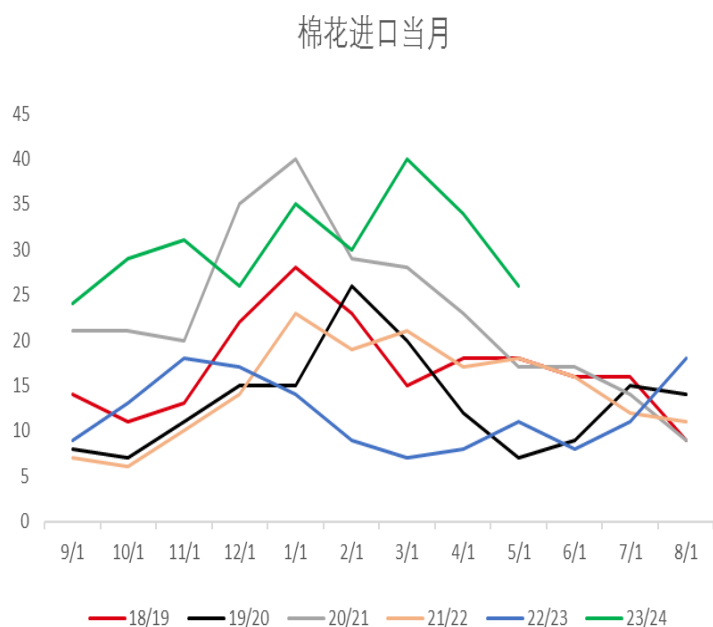
## 2、新作种植面积仅小幅下滑 单产预期较高

国内来看，今年气候条件相比去年明显不同，新疆风调雨顺的天气给了棉花出苗期极其完美的生长条件，因此即使在今年新疆棉种植面积下降 1.5% 的预期下，产量预期仍未同比持平甚至增产。通过当下市场主流的调研报告来判断，我们对新疆 24/25 年度新疆产量呈现稳定乐观态度，预计产量同比变动不大。但是从天气模型的推测出发，近年拉尼娜影响下往往新疆水热条件确实均不错，但需要警惕的则是强对流天气影响，近期新疆局部地区频繁发生的冰雹灾害，倘若在灾害面积有所增加，或多或少会对局部棉田产生比较大的不利影响，也是容易造成预期偏差的关键因素。今年涨势较好情况下，收获正常也能比往年偏早。

## 3、棉花进口量偏高 纺企期待进口配额

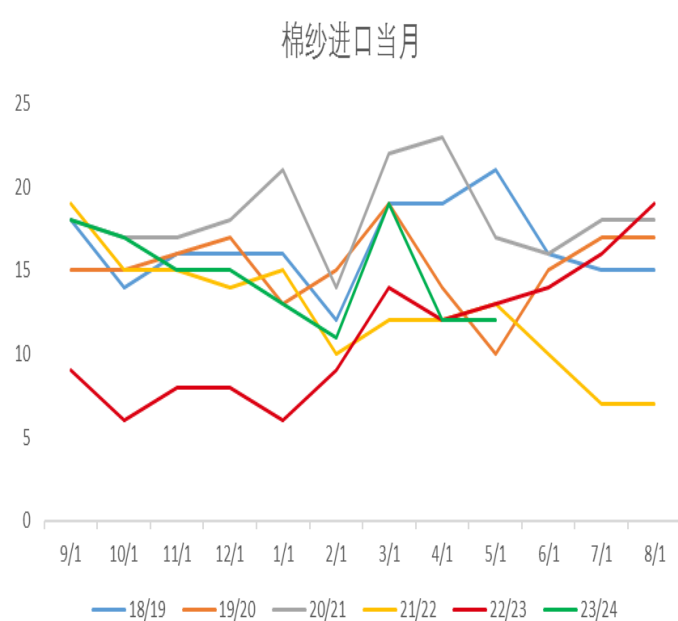
今年以来，据海关统计数据，2024 年 5 月我国进口棉花约 26 万吨，环比减少约 8 万吨，同比增长约 139.0%。2024 年 1-5 月我国进口棉花约 165 万吨，同比增长约 234.8%。2023/24 年度(2023 年 9 月-2024 年 5 月)我国进口棉花约 275 万吨，同比增长约 159.4%。主因 2023 年底我国新棉产量减少，而同期订单抢跑造成市场对于原料需求增加的判断，故在当时大量进口棉花。但当下受需求疲软影响，国内旧作供应基本无忧，港口库存居高不下。考虑到当前进口棉量较大，结合历年同期数据以及配额数量来看预计有一部分进口棉进入国储库。去年 7 月发放滑准税配额 75 万吨，今年目前为止仍未公布滑准税配额发放政策，由于近几年均有增发滑准税配额，所以今年有很大的可能性继续发放滑准税配额。纱线方面，2024 年 5 月我国进口棉纱线约 12 万吨，环比持平，同比下降约 9.0%。2024 年 1-5 月我国进口棉纱线约 67 万吨，同比增长约 23.3%。2023/24 年度(2023.9-2024.5)我国进口棉纱线约 132 万吨，同比增长约 55.3%。国内纱线价格在今年 3 月份之前都处于上涨趋势，这与年前订单前置现象有关，给市场一种需求爆棚的错觉，部分厂家备货行为推动了纱线价格的攀升，进口纱数量也在 3 月份达到顶点。3 月之后，旺季不旺成为现实，下游负反馈持续影响市场信心，纱线价格走弱。目前因国内纱线价格下跌，进口纱并无明显价格优势，相较于印度 C32S 与越南纱线，内纱性价比更高。随着下游淡季深入，部分地区为促进走货降价销售。

图 20 月度进口棉花量



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

图 21 月度进口棉纱量



数据来源：Ifind、国联期货农产品事业部

#### 4、内需疲软抑制终端需求

从“金三银四”订单来看，当下需求不足以支持国内市场进入主动补库行情，这也决定了现阶段价格无法走强。海外出口市场在美国疆棉禁令以及提高关税的背景下依然呈现不断萎靡趋势，欧美纺织服装市场中来自中国产品的比重收缩，虽然国内向一带一路国家出口占比有所上升，但短时间内代替欧美国家成熟市场依然有较大差距。5月份的服装、鞋帽、针纺织品类零售额为1148亿元，同比增加6.69%，1-5月累计零售额为5856亿元，同比增加4.2%，考虑到目前棉纺企业在内很多工业企业都面临“增产难增收”的困境，核心本质还是产能过剩，而需求不足，并且在弱需求背景下，企业大概率继续维持亏损状态。据海关总署最新数据显示，2024年5月我国纺织服装出口增加，我国纺织品服装出口261.3亿美元，同比上涨3.2%；1-5月，我国纺织品服装累计出口额为1159.7亿美元，同比减少1.9%。其中，纺织品（包括纺织纱线、织物及制品）出口额为571.7亿美元，同比增加0.6%；服装（包括服装及衣着附件）累计出口额为588亿美元，同比下降4%。出口单价下滑，但出口总量看同比还是有一定增幅。

图 19 国内服装零售同比

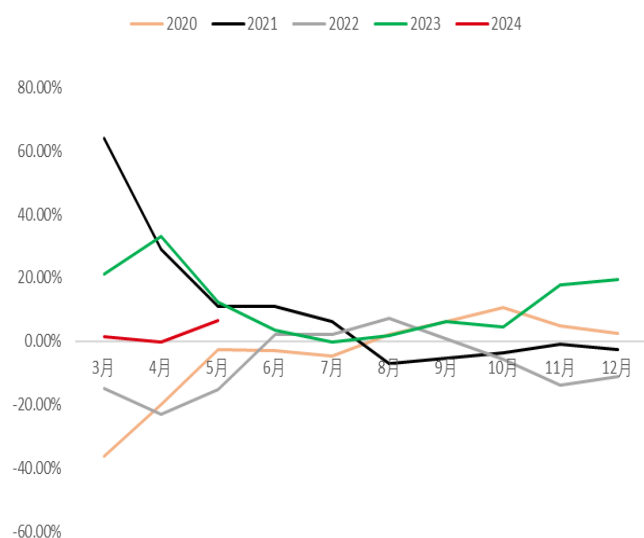
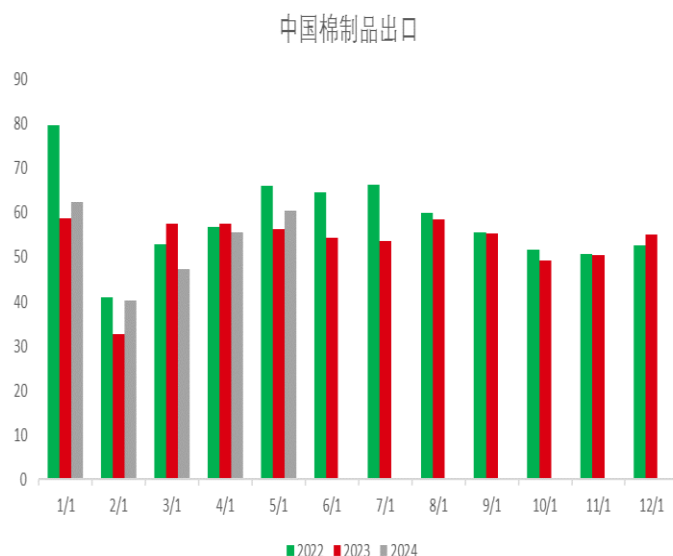


图 20 国内纺织服装出口量



数据来源: Ifind、国联期货农产品事业部

数据来源: Ifind、国联期货农产品事业部

## 5、23/24 年度库存偏中性 下游产成品库存累计

国内进入5月淡季后，下游走货困难，纺织企业对后市相对悲观多以观望或按需采购为主，纺企纱线库存开始出现累库现象，下游纺织企业经营较为困难，对原料采购不积极。根据中国棉花信息网数据来看，截至5月底同期纺织企业棉花工业库存量为89万吨，较上月减少2万吨，较去年同期增

加 29 万吨；纺织企业纱线库存为 27.53 天，环比增加 3.67 天，较去年同期增加 6.86 天；同期坯布库存为 30.95 天，环比增加 2.12 天，较去年同期减少 7.46 天。

图 21 棉花商业库存 单位：万吨

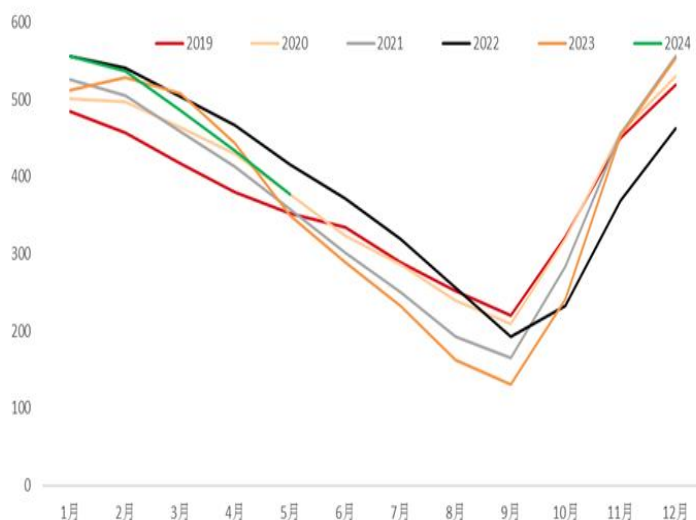
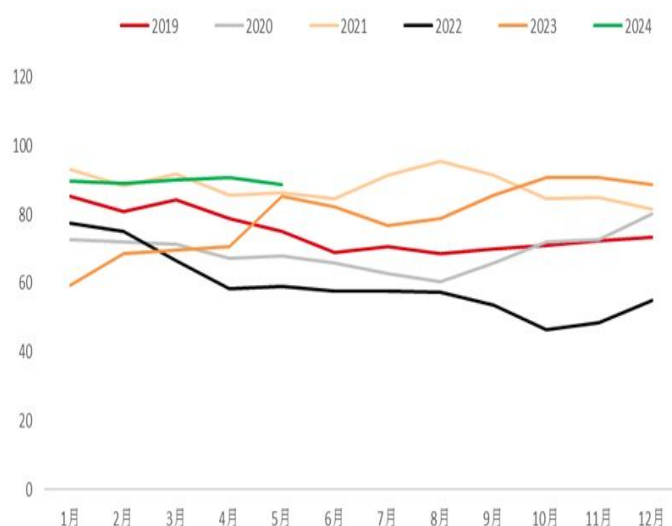


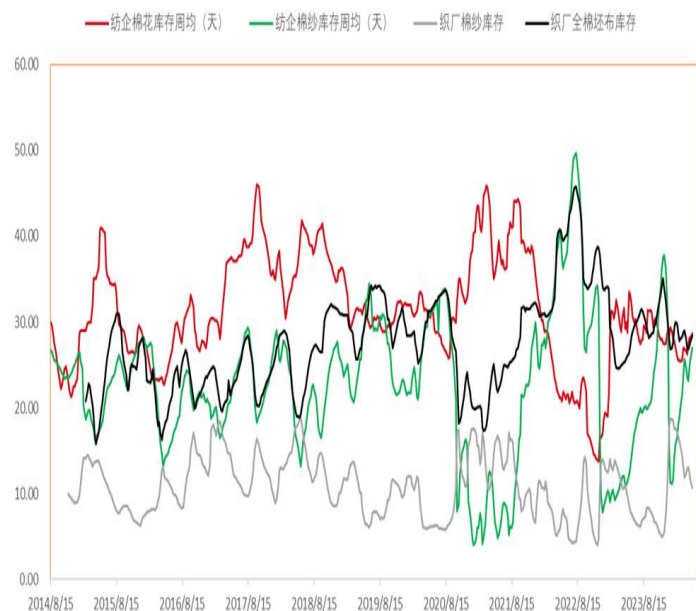
图 22 棉花工业库存 单位：万吨



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

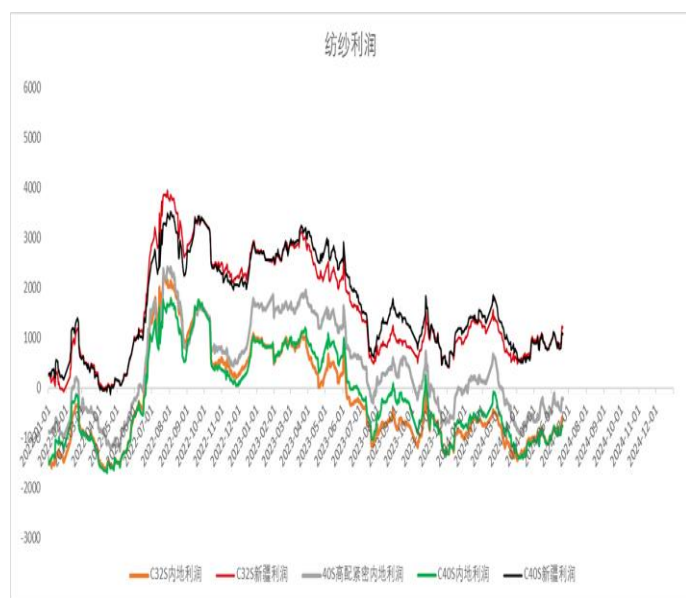
数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 23 棉花产业链库存 单位：万吨



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

图 24 纺纱利润 单位：元/吨



数据来源：ifind、国联期货农产品事业部

## 四、行情展望与应对策略



下半年棉价定价的权重逐渐向新季逻辑倾斜，在北半球种植基本完成的情况下，24/25 年全球供需成为了接下来棉价运行的重点。而从 USDA 开始公布对于新年度供需预测以来，美国与巴西的增产无疑成了目前对于下一年度主流的判断，随之而来的便是后续宽松预期的不断深入。既然新年度供需大基调为供强需弱，产业逻辑就将限制投机资金对棉花炒作热情。从当前棉花价格走势看，价格已对宽松的基本面进行了比较充分的定价，但需留意在后期的供需边际调整中，依然有望向更糟糕的方向演绎，比如当前全球的阶段供应端炒作难以形成持续性，整体产量仍有上调预期，而在对于消费的判断上，USDA 或过于乐观，强劲的主动补库条件包括流动性充裕、经济强劲复苏，但是未来我们很难看到，疫情期间积累的超额储蓄正受到自然减量、持续通胀和高利率的侵蚀，家庭支出面临弱化的风险，终端补库不及预期也有望使得 USDA 后期继续下调新年度需求预期。

而对于内盘郑棉，下半年中往年的重头戏抢收恐怕难以再现当年盛况，收购主体的部分退出叠加去年的收购亏损，市场热情势必受到较大打压。终端来看国内纺服消费的缓慢复苏，尤其下半年市场年度国内节假日较多，在一定程度上也会刺激终端消费行为。主动补库力度可能不算强，但刚需和季节性补库力度仍在，在无新的重磅利空出现的前提下，棉价仍有一定的韧性。美棉种植成本或许在 65-70 美分/磅区间，外盘整体下跌空间或许已不大，算上到岸升贴水与滑准税，对应的国内进口价格或许会在 13500-13800 元/吨附近，并可能成为国内棉价的支撑。在供需无进一步利空冲击下，棉花运行区间大概率将在 13500-15500 之间运行。需留意的潜在风险主要是美国大选年特朗普当选概率增加，其在经贸层面有望对中国施加更大利空，棉价或有望再度下破去更低位置寻求支撑。

## 联系方式

国联期货研究所农产品事业部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼

(214121)

电 话：0510-82758631

传 真：0510-82757630

E-mail: [liang@guolian.com](mailto:liang@guolian.com)



国联期货微信公众号

## 免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。