




高岩

农产品分析师

从业资格证： F0249001

 010-84261653

 gaoyan@neweraqh.com.cn

 www.neweraqh.com.cn

毕业于中国矿业大学金融学系，
主攻白糖等农产品品种，精通相
关产业链，有为上市公司制定、
实施套保方案的成功经验，并致
力量化套利及程序化交易研究，
专访、专栏及日常评论散见于主
流财经媒体。

高库存叠加增产预期 四季度糖价将震荡续跌

内容提要：

◇ 2011/12 榨季截至 8 月底产销差为 169.54 万吨，85.28% 的产销率较去年同期低 6.28 个百分点。商家以销定进，旺季不旺。

◇ 本榨季截至 8 月底我国累计进口食糖 367.14 万吨，创历史新高；激增的进口量助长库存高企，结转库存压力沉重。

◇ 尽管巴西、印度新榨季产量预估几经调整，预期 2012/13 榨季依将出现供应过剩。2012/13 榨季全球消费量预计为 1.73 亿吨，产量预计为 1.806 亿吨，预期供应过剩 710 万吨。其中中国新榨季产量极可能突破 1300 万吨。

◇ 新榨季食糖全球性供大于求的基本面矛盾将与 QE3 推高商品价格的预期博弈。行业基本面仍将主导糖价，量化宽松将部分削减糖价跌幅，但不足以扭转中长线趋跌的大趋势。

◇ 预计四季度郑糖将震荡续跌，但跌势将更加复杂化，下跌推动浪长度受限，或伴随更多、更频繁的下跌调整浪。年末临近春节消费旺季，或将走翘尾行情。

若新榨季广西甘蔗联动收购价如期下调至 450-480 元/吨，糖厂生产成本下降，四季度 1305 合约下跌目标位为 4700-4800 元/吨。

关键词：进口激增 高库存 增产 QE3 震荡续跌

一、2011/12 榨季供求回顾

1. 最新产销形势

据中国糖业协会 9 月初公布的简报, 2011/12 年制糖期全国共生产食糖 1151.75 万吨(上制糖期同期产糖 1045.42 万吨), 比上一制糖期多产糖 106.33 万吨, 其中, 产甘蔗糖 1051.015 万吨(上制糖期同期产甘蔗糖 966.04 万吨); 产甜菜糖 100.735 万吨(上制糖期同期产甜菜糖 79.38 万吨)。

截至 2012 年 8 月底, 本制糖期全国累计销售食糖 982.21 万吨(上制糖期同期销售食糖 957.16 万吨), 累计销糖率 85.28%(上制糖期同期 91.56%)。其中, 销售甘蔗糖 893.72 万吨(上制糖期同期 880.86 万吨), 销糖率 85.03%(上制糖期同期 91.18%); 销售甜菜糖 88.49 万吨(上制糖期同期 76.3 万吨), 销糖率 87.84%(上制糖期同期为 96.12%)。

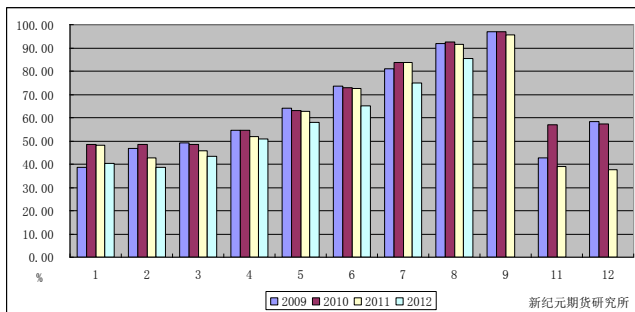
表 1-1. 2011/12 榨季截至 8 月底食糖产销进度 (单位: 万吨; %)

省 区	截至 2012 年 8 月底累计		
	产糖量	销糖量	销糖率
全国合计	1151.75	982.21	85.28
甘蔗糖小计	1051.015	893.72	85.03
广东	114.91	109.33	95.14
其中: 湛江	99.36	95.36	95.97
广西	694.2	605	87.15
云南	201.36	151.36	75.17
海南	30.88	21.21	68.69
福建	2.09	0.3	14.35
四川	3.35	2.96	88.36
湖南	1.51	1.51	100
其他	2.715	2.05	75.51
甜菜糖小计	100.735	88.49	87.84
黑龙江	28.38	27	95.14
新疆	47.165	41.62	88.24
内蒙古	13.71	9.8	71.48
河北	4.96	4.95	99.8
其他	6.52	5.12	78.53

数据来源: 中国糖业协会

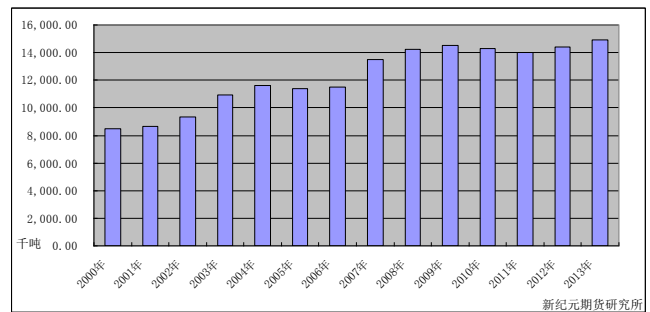
对比近四年我国白糖月度销糖率数据, 1 至 9 月份 9 个销糖月之中, 2012 年月度销糖率有 8 个月处于四年来的最低水平, 仅有 1 月份销糖率略高于 2009 年, 累积的销售压力逐渐后移, 至 6 月份进入纯销期, 库存消化速度依然缓慢, 旺季不旺。

图 1-1 2009-2012 月度销糖率对比



数据来源：中国糖业协会

图 1-2 我国食糖消费量统计



数据来源：USDA

本榨季截至 8 月底产销差为 169.54 万吨，85.28%的产销率较去年同期低 6.28 个百分点。且本榨季中间商及终端经销商多预期到糖价中长期下跌趋势，“以销定进”“随用随买”倾向性明显，将近 170 万吨的产销差值多以工业库存的形势囤积于糖厂仓库；临近三季度末，本榨季销售时间所剩无几，糖厂面临巨大的消化库存压力，从其第二批收储的期盼程度即可见一斑。

2. 含糖食品产量稳步增加

我国食糖消费增速自 2001 年开始进入年均 6.2% 增速的高速增长期，且消费增速受食糖增减产周期影响并不明显，对比西方发达国家的经验，超过 6% 的消费增速有望维持超过 10 年的时间。

我国的食糖消费结构较为稳定，工业消费占到总消费量的 70%，民用消费约占 30%；其中工业消费中以含糖食品为主，包括但不限于糖果、碳酸饮料、软饮料、果汁饮料、乳制品、速冻食品等等。

据国家统计局公布的统计数据，今年截至 7 月份，软饮料、速冻食品等含糖食品产量增速领先，均超过 10%，其余含糖食品产量增幅也超过了 6.2% 的食糖消费年平均增速。高糖价导致替代品消费比例有所增长，但对白糖绝对消费量影响不大。

表 1-2 2012 年截至 7 月份我国含糖食品产量数据 (单位：万吨)

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	累计同比增幅
糖果	13.2	13	18.8	15.6	16.72	16.9	19.2	6.70%
罐头	67.9	67.1	85.3	73.9	65.□	76.8	78.7	8.20%
乳制品	176.3	171.1	196.4	190.9	198.9	215.2	209.5	4.20%
速冻食品	27	27.4	33.8	28.1	25.9	33.9	34.2	18.20%
碳酸饮料	96.3	84.1	96.4	100.4	121	148.8	138.1	1.20%
软饮料	715	878.1	1070.4	1019.9	1100	1207.2	1242.6	10.20%

数据来源：国家统计局

三季度、四季度有中秋、国庆双节消费旺季及春节备糖季，月饼、糕点等含糖食品产量将明显放大，预计全年食糖消费量年度增速将超过 6.2% 的近年年均增速，2011/12 榨季食糖消费量预计为 1350 万吨左右。

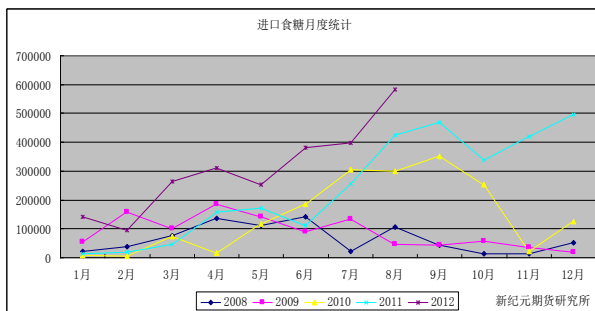
预计 2011/12 榨季结转库存将超过 400 万吨，达到历史最高水平，庞大的结转库存将供应压力顺延至 2012/13 榨季。

二、进口量激增助长库存高企

根据中国海关 9 月 24 日发布的数据，今年 8 月份中国进口食糖 58.34 万吨，同比增加 38%；今年 1-8 月份累计进口食糖 243 万吨，去年同期为 120 万吨，同比增幅 102.5%。

2011/12 榨季（2011 年 10 月开始）截至 8 月底我国已累计进口食糖 367.14 万吨，创下历史新高，自 2004 年确定进口关税配额为 194.5 万吨以来第一次动用了配额外进口（配额内进口关税税率 15%，配额外税率 50%）。

图 2-1 2008-2012 我国进口食糖月度统计



数据来源：新纪元期货研究所

表 2-1. 我国食糖产量及消费量统计

原糖价格（美分/磅）	18.96	损耗率（%）	7
海关税率（%）	50	海运保险费率	0.004616
海外运费（\$/吨）	60	外贸代理费率	0.01
汇率（RMB¥/\$）	6.34	银行手续费率	0.00125
加工费（¥/吨）	300	利息劳务（¥/吨）	25
国内运费（¥/吨）	150	增值税率（%）：	17
升贴水（美分/磅）：	0.15	结果（¥/吨）	6455.2

数据来源：云南糖网

进口大幅增加主要由于巨大的国内外差价造成可观的进口利润空间，国内外价差由于国际糖价自 7 月底加速下跌而缩小。2012 年 7 月份我国食糖平均进口价格为 610.4 美元/吨。

以 9 月 19 日巴西原糖价格为基准，按照 15% 的关税内配额税率计算，当前我国进口原糖完税精炼价格折合白砂糖 5054 元/吨，按配额外 50% 的关税税率计算，进口价格将高达 6455 元/吨，由于当前关税配额已基本用尽，配额外进口糖价较当前国内糖价已不具备优势。8 月份，我国进口的巴西糖出现自香港转售第三方的情况，进口增速略有放缓。预计 9 月份进口量将保持平稳，2011/12 榨季累计进口量预计为 390 万吨左右。

出口方面，1-7 月我国累计出口食糖 30,996 吨，同比下降 22.83%。同激增的进口量相比，出口几乎可以忽略不计。

由于我国采用“一步法”生产白糖，将原糖精炼成白砂糖的产能不足，进口的原糖大部分进入国储或以商业库存的形式存在，一般在糖厂生产淡季或收榨之后才开始将原糖精炼后投放市场。

据统计，本榨季进口食糖中有超过 100 万吨进入国储库，本榨季已无抛储可能，进口造成的供应压力将顺延至 2012/13 榨季。

三、主产国新榨季产量普遍预增

1. 中国 2012/13 榨季产量将超过 1300 万吨

2011 年糖料作物收购价普遍上调，新榨季农民种植积极性较高。截止 5 月末，2012/13 制糖期糖料作物种植工作基本结束。近期除云南省干旱情况严重影响糖料蔗播种外，全国大部糖料种植区天气基本正常。

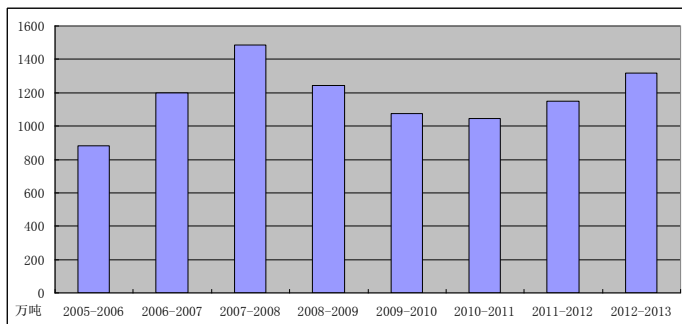
据统计，预计 2012/13 制糖期全国糖料作物种植面积在 2720-2780 万亩左右。主要是新疆、

内蒙古及海南三省种植面积有所扩大。其中，广西产区糖料种植面积可能达到 1570 万亩，小幅增加 10 万亩，而云南产区存在较大不确定性，主要受制于天气与气候的影响；北方甜菜糖料种植有稳中趋增的态势。

最新产区调研显示，本榨季甘蔗生长有三个特点：一，新植蔗和宿根蔗株高均高于去年同期水平；二，新植蔗病虫害较为严重；三，宿根蔗每亩平均有效株数基本与去年持平，新植蔗平均有效株数较去年少，四大产区整体平均有效株数略少于去年同期水平，但得益于株高增加，若后期气候条件正常则各地单产将较去年增加。

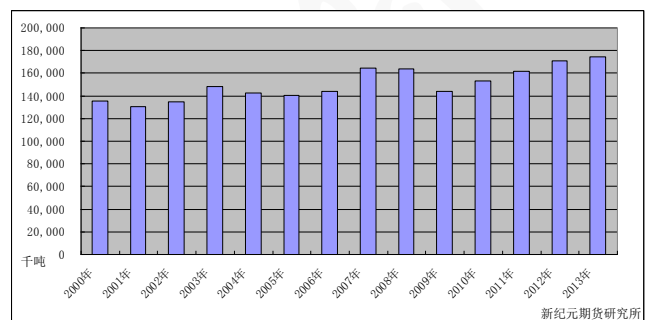
综合 2000 年以来我国食糖产量进行三次多项式拟合，结合种植面积及单产数据，预期 2012/13 榨季我国食糖产量将达到 1320 万吨，其中广西产量有望达到 800 万吨。

图 3-1 近 8 个榨季我国食糖产量



数据来源：中国糖业协会（2012/13 榨季为预估值）

图 3-2 全球食糖产量



数据来源：USDA

2. 巴西

巴西甘蔗行业协会 (Unica) 9 月 20 日下调巴西中南部糖及乙醇产量预估，但受益于年初的降雨，预计甘蔗总产量将提升。预计 2012/13 年度中南部糖产量为 3270 万吨，较 4 月 3310 万吨的预估下调 1.2%。乙醇产量预估为 210.5 亿公升，较 4 月预估的 215 亿公升下调 2%。Unica 在本年度第二次预估中称，巴西中南部甘蔗压榨量预计为 5.185 亿吨，高于 4 月预估的 5.09 亿吨。

目前 48.88% 的甘蔗用于榨糖，51.12% 用于生产乙醇。意味着糖厂用于榨糖的甘蔗略多于预期，4 月时该比例为 48.75%。

2012 年 8 月份巴西的食糖产量再创历史新高，达到了 681.5 万吨（原糖值），去年 8 月份仅产糖 589.3 万吨。

3. 印度

道琼斯消息，上周公布一项调查显示，印度季雨状况不理想导致部分蔗区出现旱情，2012/13 年度糖出口量或大幅下滑。11/12 年度印度可供出口糖约为 400 万吨，多数市场人士预计 12/13 年度糖出口量或只有 100 万吨。

预计 11/12 年度印度糖产量为 2600 万吨，国内需求约为 2200 万吨。Czarnikow 9 月 20 日预计印度糖产量预计为 2590 万吨，低于 5 月预估的 2920 万吨，且为 2009/10 年度以来最低。

4. 泰国

道琼斯 9 月 13 日消息，近日泰国糖业咨询机构的研究人员表示，尽管最近几周迎来降雨，但由于今年泰国部分甘蔗产区出现干旱，2012/13 年度泰国糖产量预估仅为 950-1000 万吨，低于

2011/12 年度的 1020 万吨。

该研究人员表示，2012/13 年度（11 月 1 日开始）泰国预计出口糖 750 万吨，低于 2011/12 年度的 770 万吨。

尽管近期巴西、印度等国家产量预期遭到小幅调整，但权威分析机构仍就全球性增产、供应过剩的局势达成一致预期。Czarnikow 9 月 20 日调降全球 2012/13 年度糖市供应过剩预估至 710 万吨，略低于 5 月时预估的 840 万吨。Czarnikow 预计 2012/13 年度全球消费量预计为 1.73 亿吨，较 5 月预估增加 90 万吨，而产量预计为 1.806 亿吨，较前次预估减少 40 万吨。Czarnikow 表示，巴西、美国、欧盟和俄罗斯产量前景改善部分被印度产量减少所抵消。

澳大利亚农业资源经济及科技局预计 2012/13 年度作为全球食糖价格基准的 ICE 原糖期货合约价格或下滑 20%，平均为每磅 18 美分。此价格仍高于截至 10/11 年度的近十年均价 15.5 美分，农业资源局称来自欧盟和印尼的需求支撑糖价。

四、影响四季度糖价的关键因素

1. 美联储祭出 QE3

2012 年 9 月 13 日，美联储麾下联邦公开市场委员会 (FOMC) 在结束为期两天的会议后宣布，0-0.25% 的超低利率的维持期限将延长到 2015 年中；此外，美联储正式宣布推出 QE3，从 15 日开始，每个月将购买 400 亿美元债券，同时维持现有的扭曲操作，此举意味着美联储将每个月增持 850 亿美元的长期债券。同时引起市场关注的是，本次 QE3 并未设置时间期限。

本次 QE 推出前后，市场走势与前两次量化宽松政策推出前后走势类似，美元指数先是在推出 QE 后惯性下跌，之后走出较大力度的反弹。对比分析，目前美元指数正处于上述反弹过程中，对应的商品以下跌为主基调。预计这一阶段过后，美元指数将继续下跌。

表 4-1 美联储三次量化宽松政策影响对比

	QE1	QE2	QE3
实施区间	2008/11/25-2010/3	2010/11/03-2011/6	2012/9/13-?
持续时间	16 个月	8 个月	预计 12-16 个月
实施规模	17250 亿美元	6000 亿美元	预计 4800-6400 亿美元
美元指数 绝对降幅	13.62% (85.87-74.17)	5.28% (76.75-72.69)	预计 4.01%-5.34% (76.5-75.43)
美元指数 最大振幅	17.24% (89.62-74.17)	5.28% (81.44-72.69)	预计 6.67%-8.89%
美糖指数 涨跌幅度	38.93% (11.92-16.56)	-26.72% (28.18-20.65)	预计-12.5%至-20%
郑糖指数 涨跌幅度	55.71% (3213-5003)	-7.47 (6830-6320)	-10.75%至 14.5%

数据来源：新纪元期货研究所

对比前两次量化宽松政策期间美元指数、ICE 原糖指数、郑糖指数的涨跌幅度，量化宽松政策非常直接的导致美元走贬，且量化宽松的规模与美元贬值幅度呈正相关关系，但不管是 ICE 原糖还是郑糖指数都没有体现出与美元指数的严格负相关关系。

在第一次量化宽松期间，由于食糖减产等行业基本面原因，美糖和郑糖都出现了二倍甚至三倍于美元贬值幅度的上涨；但在第二轮量化宽松期间，全球性增产导致糖价同步下跌，美元贬值一定程度上抑制了跌幅深化，但就此可以推知作为兼具农产品和轻工业品属性的软商品品种，决定糖价走势最重要的因素仍是供需基本面，在供需基本面矛盾尖锐的阶段，食糖金融属性弱化。

新榨季食糖全球性增产预期造成的供大于求的基本面矛盾将与 QE3 推高商品价格的预期博弈，这与 QE2 实施期间遇到的情形近似，预计供大于求的行业基本面仍将主导糖价，量化宽松将部分削减糖价跌幅，但不足以扭转中长线趋跌的大趋势。同时，统计规律显示，当行业炒作消息真空期，食糖的金融属性会出现阶段性强化，QE3 或将加强糖价的阶段性反弹力度。

2. 收储利多出尽

上一个减产周期（2008-2011）国储累计抛售白糖 358 万吨，有效冲抵市场缺口，但伴随抛储过程，糖价也在 2011 年 11 月达到历史高点。从国储调控的历史经验分析，国储仅仅起到了缓解阶段性供应紧张局势的作用，而无力改变糖价运行的中长期趋势。

今年 2 月 8 日发改委正式发布收储文本，决定收储 100 万吨 2011/12 榨季生产的白糖，按照分期分批的原则，第一批收储数量先按 50 万吨安排，收储基准价价格 6500 元/吨，为南宁车板交货价格，各库点按照基准价加上到库运费为结算价，按照库点分布分别制定最高到库结算价格。

经历 8 次收储交易，第一批收储 50 万吨已于 5 月 24 日完成。第二批收储文本于 9 月 18 日发布，收储基准价下调为 6200 元/吨，其余收储规则与第一批相同。收储于 9 月 20 日 9:00 正式开始，10 点 6 分结束，68 个会员成功竞得。最低成交价格 6200 元，最高 6560 元，平均成交价 6218.61 元。

至此，2011/12 年度第一、二批国产糖收储 100 万吨已全部成交，总平均成交价 6494.87 元/吨，总成交额 64.95 亿元。

对比收储成交均价及郑糖指数，前 5 次收储成交均价与郑糖指数较为接近，自 4 月 12 日收储交易之后，成交均价逐渐偏离郑糖指数，且二者差值逐步放大；至 9 月 20 日第二批收储交易时，成交均价已高于郑糖指数 802 点，收储对糖价的提振作用逐步弱化。

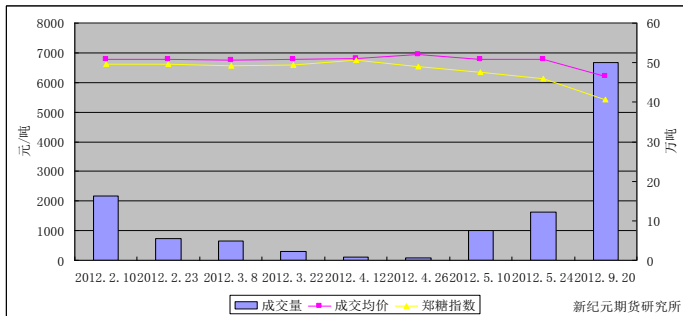
据 21 世纪经济报道 9 月 20 日报道，今年以来全国出现了罕见的农产品价格倒挂情况，大米、棉花国内价格一般均低于国际价格，棉花、食糖还出现了市场价大大低于国家收储价的情况。这种罕见的粮、棉、糖市场价格同时低于国家收储价的情况，历史上几乎从未出现。国家发改委以更高的收储价格收购，而以更低的价格抛售给加工企业，高价进、低价出的政策，使得国家承担了巨大的财政损失，本年度棉花 40 万吨的抛储即让国家财政负担了近 12 亿元的损失。

类比到白糖收储，本榨季 100 万吨收储成交均价 6494.87 元/吨，并不意味着国储下榨季有充足的把握将所收储的白糖以高于收储价卖出，因此在新的经济形势及行业背景之下应以全新的眼光认识收储，本榨季收储成交价不成为决定新榨季食糖价格的根据。

当前有关收储的炒作已经完结，国储收储的调控作用同上一个减产周期抛储时起到的作用类似，均无力扭转糖价中长线波动趋势。

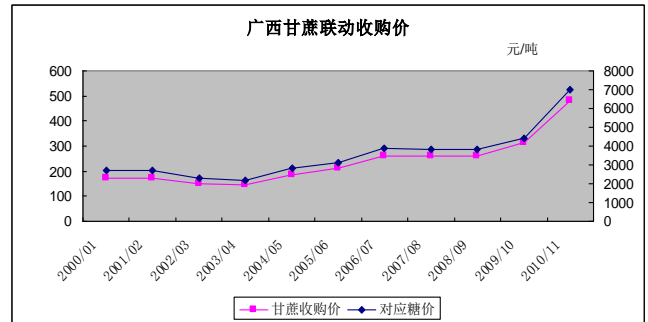
按照以往国储调控规律，四季度可能有 2 至 3 次的抛储，预计将抑制糖价的短线反弹空间。

图 4-1 2011/12 榨季国储收储成交统计



资料来源：新纪元期货研究所

图 4-2 2000 年以来广西区甘蔗联动收购价



数据来源：广西物价局

3. 预期甘蔗收购价格将下调

为保护农民利益，广西主产区实行甘蔗联动收购价已经有十一年的成熟经验，榨季之初农业厅将根据核算公布甘蔗联动收购价格，并在榨季末按照联动的糖价及本榨季食糖平均售价之差乘以 6% 的联动系数对蔗农进行二次结算。

甘蔗联动收购价与甘蔗增减产周期相关度不高，近十多年来呈现伴随极小幅调整的上涨态势，且从 2010 年开始上调幅度加大。

据中国糖业协会的初步统计，2011/12 榨季截至 8 月底食糖平均销售价格约为 6400 元/吨，低于榨季初制定的 7000 元/吨的甘蔗联动收购价格；为保护蔗农利益，政策规定低于联动糖价则不再对蔗农进行二次结算，因此糖厂利润空间受到了严重挤占。同样来自中国糖业协会的数据显示，本榨季截至 8 月底统计，亏损的糖企占比高达 37.8%。

十月下旬至十一月中上旬，云南、广西农业厅将先后发布 2012/13 榨季甘蔗联动价格，尤以广西联动收购价格较为关键，将直接决定占全国总产量 60% 以上比例食糖的生产成本。

因为甘蔗收购由政府定价，且甘蔗收购价款占制糖成本的比例近六成，因此企业在制糖成本控制方面发挥的余地不大。

目前市场普遍预计 2012/13 榨季广西甘蔗联动收购价将下调。以 450 元/吨的甘蔗收购价格，并取十一年甘蔗混合出糖率均值 12.17% 计算，吨糖生产成本价约为 5280 元，加上增值税费，税后销售成本约为 5465-5490 元/吨。因新榨季甘蔗收购价尚未公布，在此只做粗略估算，有关新榨季生产成本的具体测算将在联动收购价公布之后进一步跟踪更新。

新榨季甘蔗联动收购价格下调是大概率事件，生产成本的下降将同供应过剩一起成为抑制糖价上行最重要的两个行业要素。

五、技术分析及后市研判

1. 技术分析

(1) 波动分析

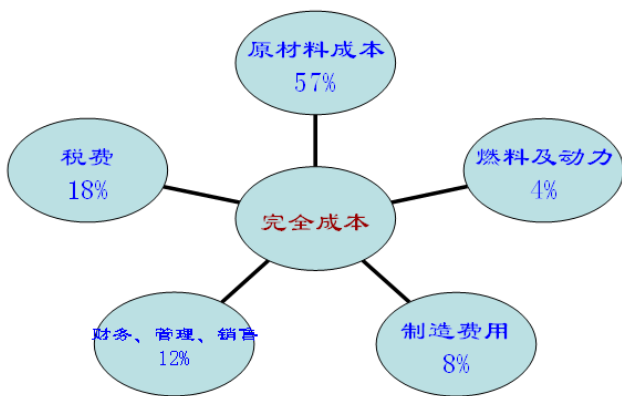
郑糖期货价格自 4 月 12 日见年内高点之后启动了第一波下跌推动浪，以近似固定斜率下行，持续时间超过两个月，跌幅 2100 余点；至 6 月下旬，郑糖价格已经全面靠近本榨季生产成本，跌

势趋于复杂化。

6月20日至9月21日的3个月交易时间里，日线周期K线排列依次于7月5日、8月16日、9月18日形成三个波峰，高点分别为5946、5647、5520，第二、第三个波峰分别比前一个波峰下降299点、127点，间隔周期均约为一个月，呈现等周期延伸的规律，符合道氏理论和江恩理论中有关下跌趋势的定义。

最新收盘价下破5206前期低点，并有续创新低启动新的下跌推动浪的倾向，随后即使出现反弹，不突破8月中旬波峰5647则中线走势只有延续下跌和低位区间横盘两种可能性，目前分析认为延续下跌概率较大。中线下跌目标位预计将位于4800至5000区间，随后可能演化为复杂的低位震荡，进而酝酿中期底部。

图 4-3 白糖生产成本分项统计



数据来源：布瑞克农业咨询

图 5-1 2012年郑糖指数日K线（至9月21日）趋势分析

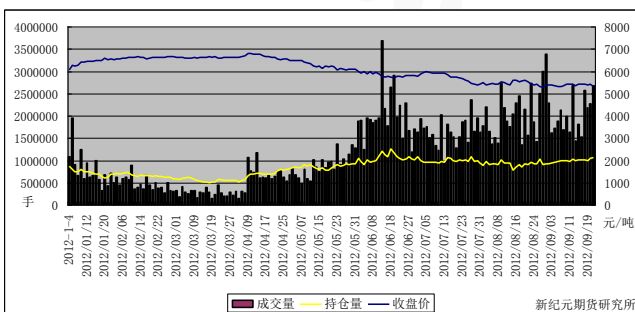


资料来源：新纪元期货研究所

(2) 资金面

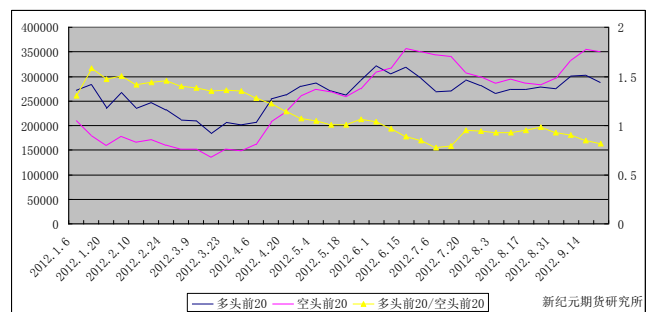
4月中旬进入下跌趋势以来，1月合约持仓量温和上升，6月下旬以后保持相对稳定，但成交量波动较大，下跌推动浪阶段成交持仓比数值较高。

图 5-2 2012年上半年郑糖指数日线图



数据来源：新纪元期货研究所

图 5-3 郑糖前20多空持仓对比分析（全部合约）



数据来源：新纪元期货研究所

虽然进入7月份以来郑糖持仓进入稳定期，但多空主力持仓结构变动一直持续。据统计，前20多空主力持仓比从1月下旬的1.58高点逐步回落，至6月下旬跌破1，随后一直在1以下波动，空头主力持仓结构优势一直保持到当前。

4月中旬至6月下旬主跌浪期间，多空主力持仓比曲线下降同步加速下行，前20席位的多空

主力持仓比对价格走势有非常直接的影响。目前多空主力持仓比曲线平稳运行在下行趋势中，空头主力结构性持仓优势保持。

2. 四季度行情研判

综合上述分析，预计四季度郑糖将震荡续跌，但跌势将更加复杂化。下跌推动浪长度受限，或伴随更多、更频繁的下跌调整浪。年末临近春节消费旺季，消费启动将助推糖价盘出低迷，或将走年末翘尾行情。

10 月下旬至 11 月上旬云南、广西将公布甘蔗联动收购价，收购价对新榨季食糖生产成本起到决定性作用，若广西甘蔗联动收购价格下调至 450-480 元/吨，则四季度郑糖主力合约 1305 中线下跌目标位预计为 4700-4800 元/吨，且 4850 元/吨以下价位将随时可能启动构筑中线底部的过程。

新纪元期货

特别声明

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

总部

电话：0516 - 83831105

传真：0516 - 83831100

地址：江苏省徐州市淮海东路153号

新纪元期货大厦（221005）

北京东四十条营业部

电话：010 - 84261653

传真：010 - 84261675

地址：北京市东城区东四十条68号

平安发展大厦4层403、407室（100027）

南京营业部

电话：025 - 84787997

传真：025 - 84787997

地址：南京市玄武区北门桥路10号

04栋3楼（210018）

广州营业部

电话：020 - 87750882

地址：广州市越秀区东风东路703号

粤剧院文化大楼11层（510080）

苏州营业部

电话：0512 - 69560998

传真：0512 - 69560997

地址：苏州市苏州园区苏华路2号

国际大厦六层（215021）

常州营业部

电话：0519 - 88059972

传真：0519 - 88051000

地址：常州市武进区延政中路2号

世贸中心B栋2008-2009（213121）

杭州营业部

电话：0571 - 56282608

传真：0571 - 56282601

地址：杭州市上城区江城路889号

香榭商务大厦7-E（310009）

上海浦东南路营业部

电话：021 - 61017393

传真：021 - 61017396

地址：上海市浦东新区浦东南路

256号1905B室（200125）

重庆营业部

电话：023 - 67917658

传真：023 - 67901088

地址：重庆市江北区西环路8号B幢

8-2、8-3、8-3A号（400020）

无锡营业部

电话：0510 - 82827006

地址：无锡市南长区槐古豪庭15号

7楼（214000）