

商品市场分化加大，金属板块走强

华泰研究

2025年3月23日 | 中国内地

量化投资周报

期限结构组合在3月18日创历史新高，截面仓单组合近两周涨幅较大

商品融合策略近两周上涨0.38%，今年以来上涨0.74%。在三个子策略中，商品期限结构模拟组合近两周上涨0.29%，在3月18日创全样本区间历史新高。商品截面仓单模拟组合近期表现较好，组合近两周上涨0.85%，今年以来上涨2.00%。在截面仓单模拟组合中，近两周收益贡献靠前的品种是聚乙烯、棉花、玉米。棉花震荡上行，聚乙烯弱势回调，组合通过做多棉花、做空聚乙烯获得较高收益。截面仓单模拟组合最新持仓中，主要做多有色金属和农产品板块，主要做空能源化工板块。和两周前的组合仓位相比，各板块持仓比例基本相同。

商品市场分化加大，金属板块走强

近半月商品市场涨跌分化，南华商品指数上涨0.33%。贵金属市场呈现震荡上行格局，在全球经济预期下降以及地缘政治风险升级的背景下，短期趋势有望保持强势。关税引发的区域性供需错配短期主导价格，铜精矿现货短期趋紧，支撑铜价中枢上移，近期震荡走强。供需宽松格局延续，钢材供应端压力短期不易缓解，预计短期螺纹盘面仍将震荡运行，关注钢厂检修减产以及政策落地情况。中东局势动荡，原油供应端存在扰动，对油价形成支撑，短期可能延续宽幅震荡走势。棕榈油维持高位震荡走势，斋月备货需求较高，对棕榈油价格提供底部支撑。

供应端扰动风险持续，铜价短期震荡走强

工业金属板块近两周上涨，南华有色金属指数上涨1.05%。近期特朗普在国会联席会议上称将对铜征收25%的关税，comex铜价大幅上涨。关税引发的区域性供需错配短期主导价格，铜精矿现货短期趋紧，TC持续处于负区间运行，成本方面的压力将逐步传导至冶炼端减产，支撑铜价中枢上移。在美元指数偏弱和供应有扰动风险背景下，工业金属板块短期仍有震荡走强基础，中长期需要关注海外政策不确定性以及全球经济衰退风险。

地缘局势反复，贵金属呈现偏强格局

贵金属板块近两周上涨，南华贵金属指数上涨2.96%。3月FOMC会议维持利率不变但放缓缩表，短期通胀预期上升。中东地区局势紧张，美国和胡塞武装出现冲突，俄乌方面，美国暂停对乌军援，施压乌克兰和谈，体现了国际地缘政治局势的反复。在全球经济预期下降以及地缘政治风险升级的背景下，近两周贵金属市场呈现震荡上行格局，短期趋势有望保持强势，关注上行动能的持续性以及地缘冲突进展。

风险提示：宏观经济大幅波动、美联储货币政策超预期、全球地缘政治风险增加、产业政策风险、市场价格波动超预期等可能会影响商品价格走势，观点仅供参考。

研究员	林晓明
SAC No. S0570516010001	linxiaoming@htsc.com
SFC No. BPY421	+(86) 755 8208 0134
研究员	陈烨, PhD
SAC No. S0570521110001	chenye@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	李聪
SAC No. S0570522100001	licong@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	刘志成
SAC No. S0570521110002	liuzhicheng@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	韩哲
SAC No. S0570520100006	hanxi@htsc.com
	+(86) 10 5679 3937
研究员	韩永蔚
SAC No. S0570524050002	hanyongwei@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
联系人	应宗珣
SAC No. S0570123070193	yingzongxun@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

商品市场分化加大，金属板块走强

近期商品市场表现

近半月商品市场涨跌分化，南华商品指数上涨 0.33%。所有板块中，贵金属板块涨幅较大，南华贵金属指数上涨 2.96%。黑色板块跌幅较大，南华黑色指数下跌 3.45%。上涨品种中，SHFE 黄金上涨 3.78%，沪铜上涨 2.86%，沪锡上涨 5.04%。跌幅较大的品种中，螺纹钢下跌 2.95%，焦炭下跌 7.3%，锰硅下跌 5.24%。具体品种涨跌幅详见附件。

图表1：近期主要商品指数涨跌幅（2024.03.21-2025.03.21）

	最新点位	近两周 涨跌幅	近一月 涨跌幅	本季度以来 涨跌幅	近三月 涨跌幅	本年以来 涨跌幅	近一年 涨跌幅
南华商品指数	2521.5	0.33%	-2.91%	1.00%	2.12%	1.00%	-2.87%
南华工业品指数	3713.34	-0.25%	-3.99%	-1.70%	-0.39%	-1.70%	-8.06%
南华农产品指数	1077.41	0.64%	-0.21%	3.35%	4.16%	3.35%	-2.96%
南华金属指数	6347.44	-0.63%	-2.02%	1.08%	1.82%	1.08%	-2.45%
南华能化指数	1758.24	-0.10%	-5.09%	-3.61%	-2.07%	-3.61%	-12.62%
南华贵金属指数	1136.02	2.96%	2.27%	12.17%	12.73%	12.17%	31.33%
南华有色金属指数	1702.93	1.05%	2.66%	4.91%	5.33%	4.91%	4.39%
南华黑色指数	2494.48	-3.45%	-7.93%	-5.52%	-4.93%	-5.52%	-16.79%

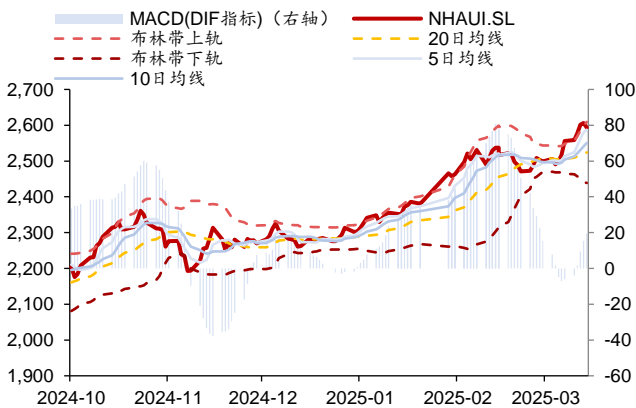
资料来源：同花顺，华泰研究

贵金属：地缘局势反复，贵金属呈现偏强格局

贵金属板块近两周上涨，南华贵金属指数上涨 2.96%。从 3 月 7 日到 3 月 21 日，SHFE 黄金 2506 合约报收 706.96 元/克，价格变动 3.78%。SHFE 白银 2506 合约报收 8207 元/千克，价格变动 1.71%。黄金保持震荡上行，突破历史新高。

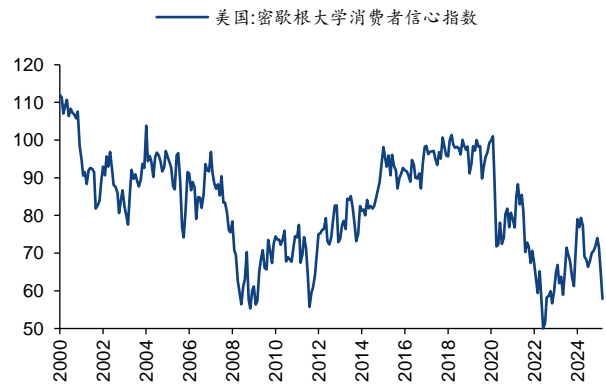
3 月 FOMC 会议维持利率不变但放缓缩表，短期通胀预期上升。中东地区局势紧张，美国和胡塞武装出现冲突，俄乌方面，美国暂停对乌军援，施压乌克兰和谈，体现了国际地缘政治局势的反复。在全球经济预期下降以及地缘政治风险升级的背景下，近两周贵金属市场呈现震荡上行格局，短期趋势有望保持强势，关注上行动能的持续性以及地缘冲突进展。

图表2：南华黄金指数技术指标走势（单位：点）



资料来源：同花顺，华泰研究

图表3：美国消费者信心指数（单位：点）



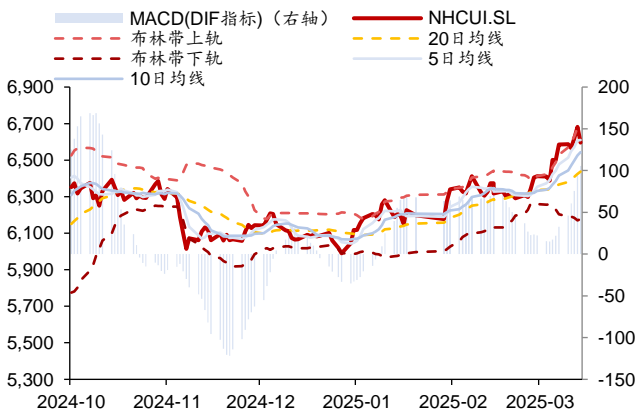
资料来源：Wind，华泰研究

工业金属：供应端扰动风险持续，铜价短期震荡走强

工业金属板块近两周上涨，南华有色金属指数上涨 1.05%。从 3 月 7 日到 3 月 21 日，沪铜 2505 合约报收 80610 元/吨，价格变动 2.86%。沪铝 2505 合约报收 20700 元/吨，价格变动 -0.77%。沪锡 2504 合约报收 276150 元/吨，价格变动 5.04%。沪铜从 3 月以来快速冲高，近期涨幅较大，突破去年 10 月份的高点。

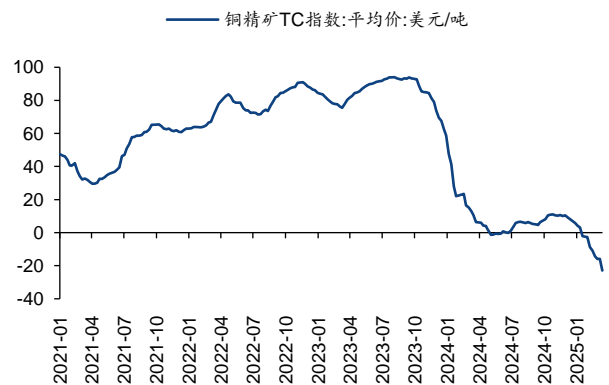
近期特朗普在国会联席会议上称将对铜征收 25% 的关税，comex 铜价大幅上涨。关税引发的区域性供需错配短期主导价格，铜精矿现货短期趋紧，TC 持续处于负区间运行，成本方面的压力将逐步传导至冶炼端减产，支撑铜价中枢上移。在美元指数偏弱和供应有扰动风险背景下，工业金属板块短期仍有震荡走强基础，中长期需要关注海外政策不确定性以及全球经济衰退风险。

图表4：南华沪铜指数技术指标走势（单位：点）



资料来源：同花顺，华泰研究

图表5：铜精矿 TC 指数平均价（单位：美元/吨）



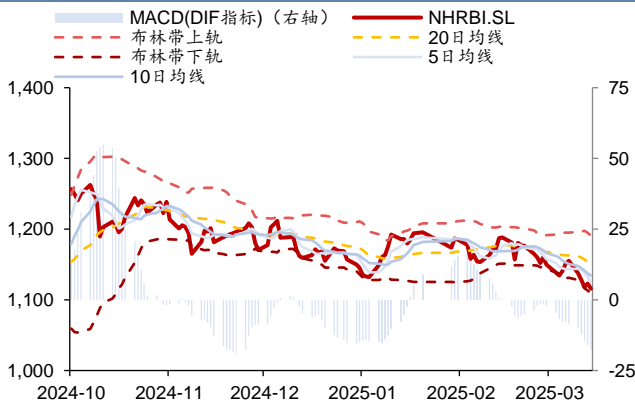
资料来源：Wind，华泰研究

黑色系：钢厂复产趋势延续，黑色板块震荡运行

黑色板块近两周下跌，南华黑色指数下跌 3.45%。从 3 月 7 日到 3 月 21 日，铁矿石 2505 合约报收 757.5 元/吨，价格变动 -2.13%。螺纹钢 2505 合约报收 3156 元/吨，价格变动 -2.95%。焦炭 2505 合约报收 1536 元/吨，价格变动 -7.3%。螺纹钢震荡回落，最新价格下行至 10 日均线下方，表现相对偏弱。

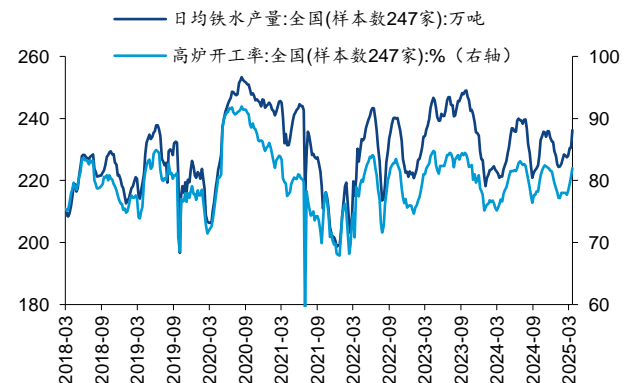
钢厂延续复产趋势，铁水产量稳步回升至 236.26 万吨，高炉开工率环比上行，提高至 81.96%。需求方面，钢材市场维持缓慢复苏的态势，供需宽松格局延续，钢材供应端压力短期不易缓解。预计短期螺纹盘面仍将震荡运行，关注钢厂检修减产以及政策落地情况。

图表6：南华螺纹钢指数技术指标走势（单位：点）



资料来源：同花顺，华泰研究

图表7：日均铁水产量和高炉开工率



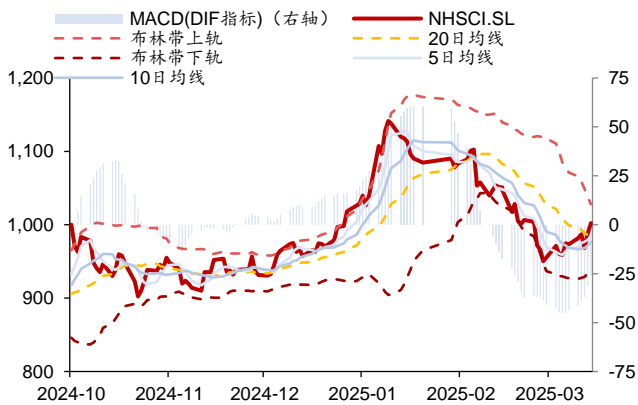
资料来源：Wind，华泰研究

能化：地缘局势和供需宽松格局主导原油市场，短期震荡或延续

能化板块近两周下跌，南华能化指数下跌 0.1%。从 3 月 7 日到 3 月 21 日，原油 2505 合约报收 534.5 元/桶，价格变动 4.91%。PTA2505 合约报收 4878 元/吨，价格变动 0.29%。PVC2505 合约报收 5020 元/吨，价格变动-1.76%。原油进入宽幅震荡走势，从前期低位回升，最新价格接近 20 日均线水平。

中东局势动荡，尼日利亚跨尼日尔管道发生爆炸和火灾，导致该管道停运，供应扰动对原油提供短期利多，对油价形成支撑。库存方面，EIA 数据显示，截至 3 月 14 日当周，美国商业原油库存增加 175 万桶至 4.3697 亿桶。当前市场多空交织，供应端宽松以及地缘局势扰动构成油价波动主逻辑，市场对美国经济预期偏弱以及对关税政策反复的担忧，也提高了原油未来走势的不确定性，短期可能延续宽幅震荡走势。

图表8：南华原油指数技术指标走势（单位：点）



资料来源：Wind，华泰研究

图表9：美国商业原油库存（单位：万桶）



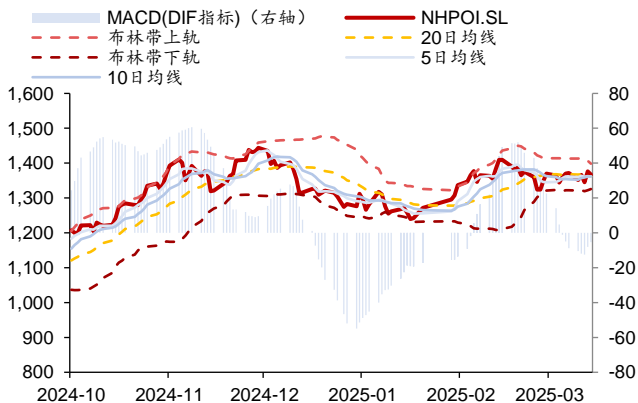
资料来源：Wind，华泰研究

农产品：油脂板块多空交织，维持震荡运行走势

农产品板块近两周上涨，南华农产品指数上涨 0.64%。从 3 月 7 日到 3 月 21 日，豆油 2505 合约报收 8022 元/吨，价格变动 0.53%。棕榈油 2505 合约报收 9088 元/吨，价格变动-0.2%。鸡蛋 2505 合约报收 3042 元/500 千克，价格变动-3.67%。棕榈油高位震荡，豆油震荡上行。

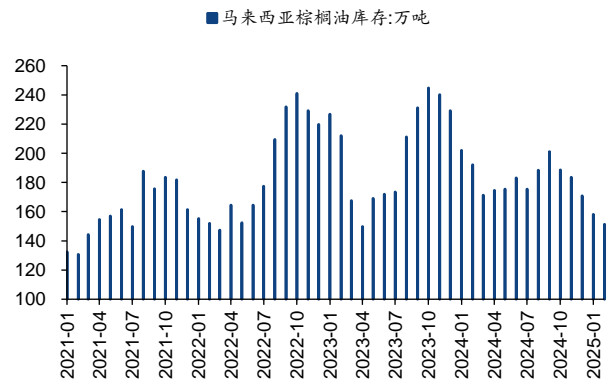
棕榈油维持高位震荡走势，斋月备货需求较高，马来西亚棕榈油库存偏低，提供底部支撑。棕榈油延续近强远弱观点，关注斋月后消费预期变动，带来的调整下跌风险。豆油面临南美供应宽松的压力，短期震荡趋弱。整体油脂板块震荡运行，不同品种逻辑出现一定分化，短期建议以区间震荡思路应对，关注价差套利机会。

图表10：南华棕榈油指数技术指标走势（单位：点）



资料来源：同花顺，华泰研究

图表11：马来西亚棕榈油库存（单位：万吨）



资料来源：同花顺，华泰研究

商品模拟组合业绩表现跟踪：期限结构组合在 3 月 18 日创历史新高

针对商品市场常见的基本面、carry、动量等风险溢价，我们构建了商品期限结构、商品时序动量、商品截面仓单三个模拟组合，并且采用三策略等权方式构建了商品融合策略。

商品融合策略近两周上涨 0.38%，今年以来上涨 0.74%。在三个子策略中，商品期限结构模拟组合近两周上涨 0.29%，在 3 月 18 日创全样本区间历史新高。商品截面仓单模拟组合近期表现较好，组合近两周上涨 0.85%，今年以来上涨 2.00%。在截面仓单模拟组合中，近两周收益贡献靠前的品种是聚乙烯、棉花、玉米，收益贡献分别为 0.29%、0.12%、0.12%。棉花震荡上行，聚乙烯弱势回调，组合通过做多棉花、做空聚乙烯获得较高收益。截面仓单模拟组合最新持仓中，主要做多有色金属和农产品板块，主要做空能源化工板块。和两周前的组合仓位相比，各板块持仓比例基本相同。

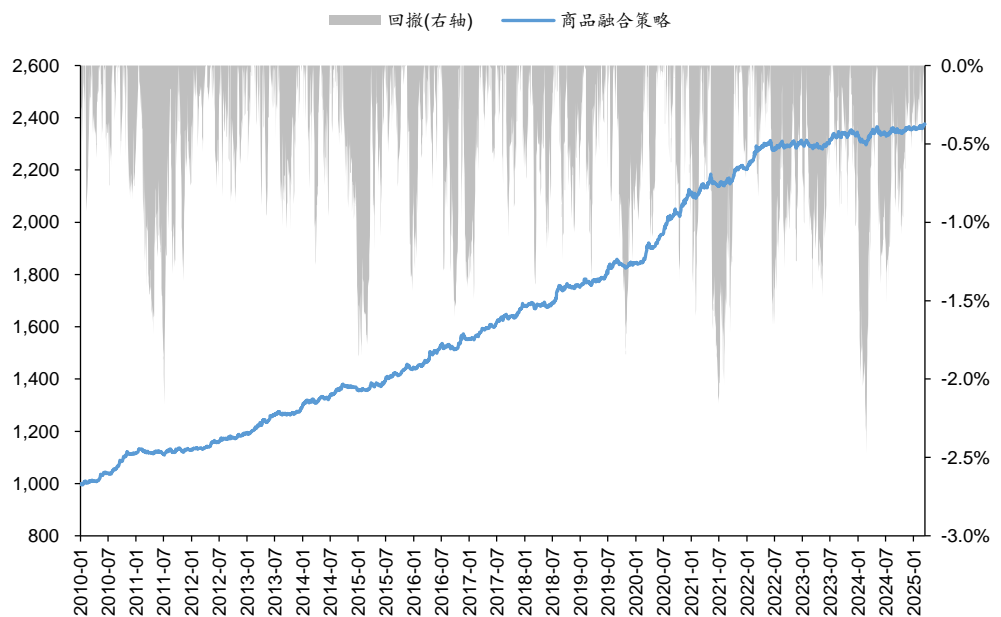
在期限结构模拟组合中，近两周收益贡献靠前的品种是螺纹钢、沪铜、白糖、橡胶，收益贡献分别为 0.13%、0.12%、0.11%、0.11%。近期黑色板块震荡偏弱，工业金属走势较强，组合通过做空螺纹钢和做多沪铜获得较高收益。期限结构模拟组合最新持仓中，各板块仓位绝对比例相对均匀，主要做多有色金属板块和农产品板块，主要做空能源化工和黑色系板块。在具体品种中，工业金属板块中的沪铜、沪铝、沪锌具有较高的多头仓位，而黑色板块的螺纹钢、能化板块的 PVC 和玻璃则空头仓位相对较高。

图表12：商品模拟组合介绍

	基本面	carry	动量	策略描述
商品期限结构		√		基于展期收益率因子刻画商品升贴水状态，动态做多展期收益率高的品种，做空展期收益率低的品种
商品时序动量			√	基于多个技术指标刻画境内商品中长期趋势，动态做多趋势上涨的资产，做空趋势下跌的资产
商品截面仓单	√			基于仓单因子刻画境内商品基本面变化情况，动态做多仓单下降的资产，做空仓单增长的资产

资料来源：华泰研究

图表13：商品融合策略净值（2010.01.06-2025.03.21）



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表14：商品模拟组合及融合策略近两周收益（2025.02.21-2025.03.21）

	商品期限结构	商品时序动量	商品截面仓单	商品融合策略
近两周收益	0.29%	-0.01%	0.85%	0.38%

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表15: 商品融合策略月度收益统计

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年收益
2010	0.79%	-0.37%	0.60%	0.12%	2.01%	0.81%	0.32%	1.62%	2.29%	1.65%	1.18%	0.12%	11.67%
2011	1.43%	-0.69%	-0.60%	-0.19%	0.49%	-0.69%	0.76%	-0.17%	0.55%	0.13%	0.27%	-0.32%	0.97%
2012	0.68%	0.01%	0.00%	0.44%	1.73%	-0.06%	1.10%	-0.06%	0.59%	-0.22%	0.68%	0.77%	5.81%
2013	0.33%	1.15%	1.59%	0.95%	0.34%	1.43%	0.79%	-0.58%	0.13%	0.15%	0.35%	1.34%	8.25%
2014	2.08%	-0.25%	-0.59%	1.52%	0.02%	0.25%	0.97%	1.14%	1.32%	-0.65%	0.04%	-0.62%	5.32%
2015	0.05%	-0.34%	1.71%	0.08%	-0.17%	1.12%	0.81%	1.37%	-0.60%	1.29%	1.32%	-0.64%	6.12%
2016	0.03%	0.38%	1.15%	2.14%	0.54%	1.32%	0.01%	0.01%	-0.78%	1.50%	1.86%	-0.73%	7.64%
2017	0.30%	0.43%	1.91%	0.14%	0.72%	0.08%	1.45%	0.56%	-0.19%	-0.15%	1.38%	1.40%	8.32%
2018	0.29%	0.06%	-0.08%	-0.19%	-0.25%	0.57%	1.04%	2.56%	0.23%	0.10%	-0.49%	0.47%	4.36%
2019	1.19%	-0.47%	0.53%	0.18%	0.22%	1.31%	0.91%	1.41%	-0.42%	-1.02%	1.04%	0.04%	5.00%
2020	-0.21%	1.26%	2.75%	-0.42%	1.44%	1.06%	2.49%	0.83%	0.93%	0.81%	1.47%	1.34%	14.60%
2021	-0.28%	0.59%	0.56%	0.76%	0.17%	-0.47%	0.44%	0.80%	-0.45%	2.14%	0.57%	-0.55%	4.34%
2022	1.29%	1.06%	1.15%	0.85%	-0.09%	-0.87%	0.26%	0.54%	-0.13%	0.40%	-0.72%	1.15%	4.99%
2023	-0.18%	-0.74%	-0.25%	0.07%	0.41%	0.12%	1.37%	0.58%	-0.17%	-0.41%	0.25%	0.08%	1.12%
2024	-0.95%	-0.97%	1.86%	0.59%	-0.55%	0.28%	-0.33%	0.70%	-0.48%	0.33%	0.35%	0.00%	0.77%
2025	-0.12%	0.13%	0.72%										0.74%

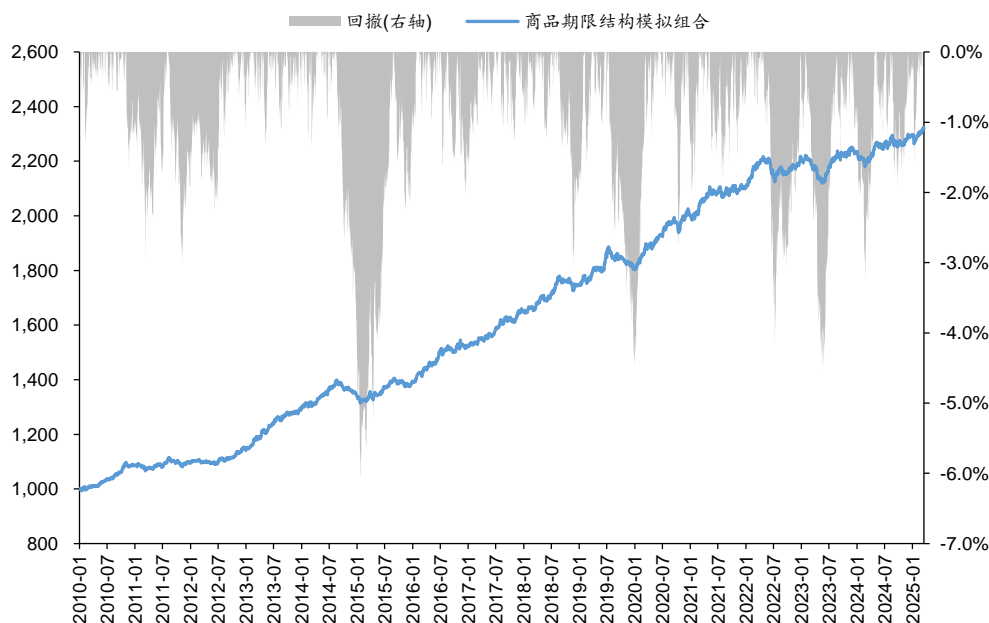
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

商品期限结构: 组合近期创全样本区间历史新高, 最新持仓做多有色金属和农产品

商品期限结构模拟组合近两周上涨 0.29%，今年以来上涨 0.99%：

1. 近两周收益贡献靠前的品种是螺纹钢、沪铜、白糖、橡胶，收益贡献分别为 0.13%、0.12%、0.11%、0.11%。近期黑色板块震荡偏弱，工业金属走势较强，组合通过做空螺纹钢和做多沪铜获得较高收益。近两周收益贡献靠后的品种是甲醇、铁矿石、塑料，收益贡献分别为-0.06%、-0.09%、-0.12%
2. 期限结构模拟组合最新持仓中，各板块仓位绝对比例相对均匀，主要做多有色金属板块和农产品板块，主要做空能源化工和黑色系板块。在具体品种中，工业金属板块中的沪铜、沪铝、沪锌具有较高的多头仓位，而黑色板块的螺纹钢、能化板块的 PVC 和玻璃则空头仓位相对较高。

图表16: 商品期限结构模拟组合净值 (2010.01.06-2025.03.21)



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表17: 商品期限结构模拟组合月度收益统计

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年收益
2010	0.60%	-0.60%	0.98%	0.02%	1.51%	0.75%	0.80%	1.22%	0.63%	2.25%	0.02%	0.25%	8.74%
2011	0.31%	-0.74%	-0.86%	-0.10%	1.26%	-0.63%	1.36%	0.86%	-0.84%	-0.28%	0.26%	0.00%	0.57%
2012	0.80%	0.13%	-0.28%	-0.17%	-0.12%	-0.37%	1.77%	-0.28%	0.55%	0.79%	0.91%	0.95%	4.76%
2013	0.57%	2.39%	0.79%	1.94%	0.92%	1.29%	1.72%	0.33%	1.36%	-0.43%	0.26%	1.02%	12.81%
2014	1.63%	0.03%	-0.14%	1.56%	1.04%	1.04%	1.10%	1.16%	-1.13%	-0.71%	-0.55%	-0.88%	4.16%
2015	-1.97%	0.33%	1.74%	0.41%	-0.30%	1.58%	0.41%	1.99%	-1.33%	0.66%	-0.47%	0.29%	3.31%
2016	0.87%	1.56%	1.21%	1.31%	0.10%	2.37%	0.63%	0.70%	-0.94%	1.50%	0.21%	-0.34%	9.52%
2017	0.55%	0.14%	1.18%	0.55%	0.26%	0.87%	1.77%	0.68%	0.67%	-0.59%	1.91%	0.12%	8.38%
2018	0.07%	0.63%	1.12%	0.99%	-0.37%	1.16%	1.27%	2.26%	-0.59%	0.58%	-2.43%	1.08%	5.83%
2019	1.51%	-0.87%	1.73%	1.38%	-1.01%	3.10%	0.84%	-1.08%	0.39%	-1.12%	-0.35%	-0.92%	3.55%
2020	0.67%	2.02%	1.18%	0.69%	1.46%	0.51%	1.67%	0.44%	0.41%	-0.78%	1.25%	0.84%	10.81%
2021	0.03%	0.67%	1.57%	0.96%	0.53%	0.03%	-0.15%	1.17%	-0.17%	0.20%	0.04%	-0.21%	4.74%
2022	1.79%	1.80%	0.76%	1.06%	-0.48%	-1.70%	-0.50%	0.59%	-0.67%	0.55%	0.74%	1.63%	5.65%
2023	0.00%	-0.64%	-1.35%	-1.41%	-1.10%	1.99%	1.66%	1.72%	-0.32%	-0.30%	0.71%	-0.19%	0.72%
2024	-0.98%	-1.50%	1.40%	1.85%	0.12%	0.33%	0.01%	0.83%	-1.21%	0.69%	0.56%	0.69%	2.76%
2025	-0.81%	1.11%	0.70%										0.99%

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表18: 商品期限结构模拟组合近两周收益贡献与最新仓位

多头品种	近两周收益贡献	最新实时持仓	空头品种	近两周收益贡献	最新实时持仓
沪铜	0.12%	4.38%	螺纹钢	0.13%	-4.13%
白糖	0.11%	4.37%	橡胶	0.11%	-4.15%
豆油	0.02%	4.28%	PVC	0.08%	-4.18%
棕榈油	-0.01%	4.25%	聚丙烯	0.04%	-4.22%
沪锌	-0.03%	4.23%	玉米	0.04%	-4.22%
沪铝	-0.03%	4.22%	玻璃	0.03%	-4.22%
豆粕	-0.04%	4.22%	热轧卷板	0.02%	-4.24%
甲醇	-0.06%	4.19%	沪镍	0.01%	-4.24%
铁矿石	-0.09%	4.16%	PTA	-0.01%	-4.27%
塑料	-0.12%	4.13%	棉花	-0.02%	-4.28%

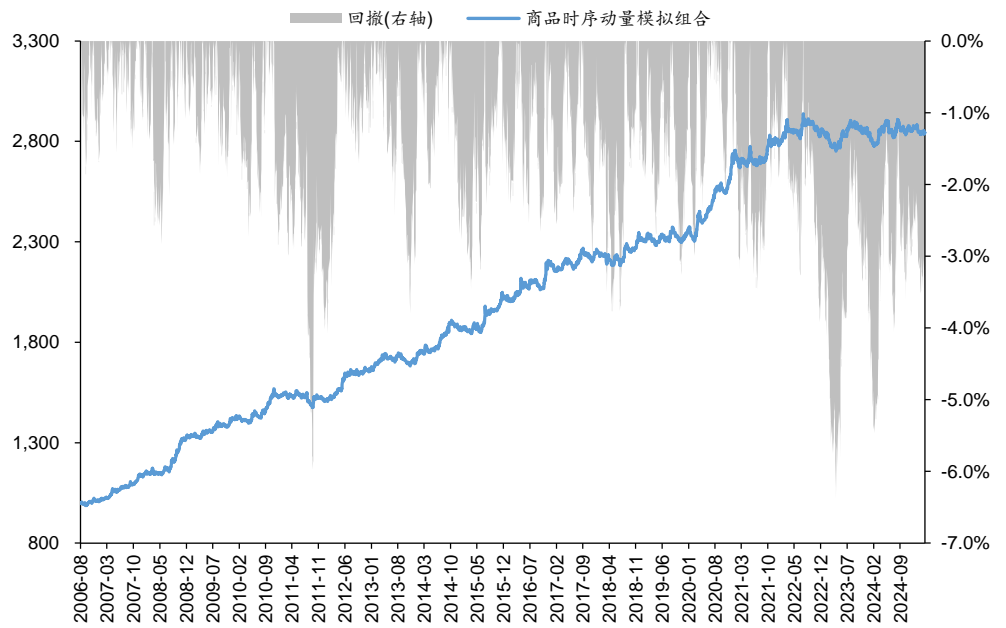
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

商品时序动量: 最新持仓主要做多有色金属板块, 做空能源化工和黑色板块

商品时序动量模拟组合近两周下跌 0.01%, 今年以来下跌 0.77%:

1. 近两周收益贡献靠前的品种是铜、乙二醇、螺纹钢, 收益贡献分别为 0.29%、0.13%、0.09%。近两周收益贡献靠后的品种是豆油、原油、石油气, 收益贡献分别为 -0.1%、-0.1%、-0.14%。原油品种近期震荡反弹, 组合做空原油, 出现小幅亏损。
2. 最新一期的持仓中, 时序动量模拟组合主要做多有色金属板块, 主要做空能源化工和黑色系板块。和两周前的组合仓位相比, 有色金属板块多头仓位下降, 农产品板块的空头仓位下降。

图表19: 商品时序动量模拟组合净值 (2006.08.03-2025.03.21)



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表20: 商品时序动量模拟组合月度收益统计

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年收益
2006								-0.78%	0.66%	-0.04%	1.41%	-0.60%	0.63%
2007	1.05%	1.10%	0.76%	2.38%	0.21%	1.41%	0.83%	-0.10%	1.04%	1.12%	2.27%	1.05%	13.92%
2008	0.55%	0.84%	-1.47%	0.01%	0.56%	1.41%	0.83%	2.48%	3.88%	5.13%	-0.07%	0.65%	15.65%
2009	0.64%	-0.21%	-0.40%	1.61%	0.47%	0.00%	2.40%	0.27%	0.08%	-0.69%	2.25%	0.61%	7.23%
2010	0.44%	-1.11%	-0.11%	-0.68%	2.53%	-0.37%	0.09%	1.35%	3.00%	2.19%	0.76%	-0.36%	7.92%
2011	0.74%	-1.25%	0.61%	0.24%	-0.23%	-0.20%	0.39%	-3.36%	2.03%	0.54%	0.04%	-1.07%	-1.59%
2012	0.85%	0.62%	0.74%	1.14%	4.07%	1.11%	0.25%	-0.35%	0.43%	0.16%	0.87%	0.49%	10.83%
2013	1.20%	0.23%	1.85%	0.38%	-0.62%	-0.19%	0.57%	-0.62%	-0.57%	-0.95%	0.78%	0.70%	2.74%
2014	2.21%	-0.47%	0.41%	0.57%	0.18%	0.67%	2.65%	0.78%	2.79%	-0.41%	-0.75%	-0.73%	8.12%
2015	1.00%	-0.88%	0.72%	-0.40%	-0.86%	2.83%	2.17%	0.71%	0.08%	1.08%	2.37%	0.21%	9.32%
2016	-1.44%	0.82%	0.93%	3.06%	-0.68%	0.42%	0.25%	-0.61%	-1.01%	2.44%	3.13%	0.05%	7.47%
2017	-0.95%	0.01%	1.54%	0.05%	-0.06%	-0.86%	1.71%	1.73%	-0.90%	-0.36%	-0.11%	1.52%	3.29%
2018	-0.83%	-0.02%	-0.69%	-1.56%	2.18%	-2.29%	1.80%	2.00%	-0.15%	0.23%	2.82%	-1.15%	2.22%
2019	0.96%	-0.18%	-0.39%	-0.45%	1.07%	-0.56%	-0.60%	2.45%	-1.00%	-1.46%	1.04%	1.62%	2.43%
2020	-1.37%	0.75%	4.25%	-1.68%	1.42%	0.99%	3.08%	1.20%	-0.12%	-0.85%	2.88%	3.82%	15.11%
2021	-0.49%	-0.11%	-0.14%	-0.14%	0.55%	-0.55%	1.13%	-0.93%	2.62%	0.44%	1.21%	-1.35%	2.20%
2022	1.63%	1.26%	-0.35%	0.36%	-0.73%	-0.15%	1.66%	0.73%	-0.27%	-0.62%	-1.81%	0.85%	2.51%
2023	-0.57%	-1.89%	-0.42%	0.54%	2.55%	-0.77%	2.20%	0.03%	-1.13%	-0.29%	-0.42%	-0.36%	-0.63%
2024	-1.31%	-0.19%	2.20%	1.23%	0.15%	-1.38%	0.09%	0.68%	-0.30%	-0.26%	-0.17%	0.58%	1.28%
2025													-0.77%

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表21：商品时序动量模拟组合近两周收益贡献与最新实时持仓

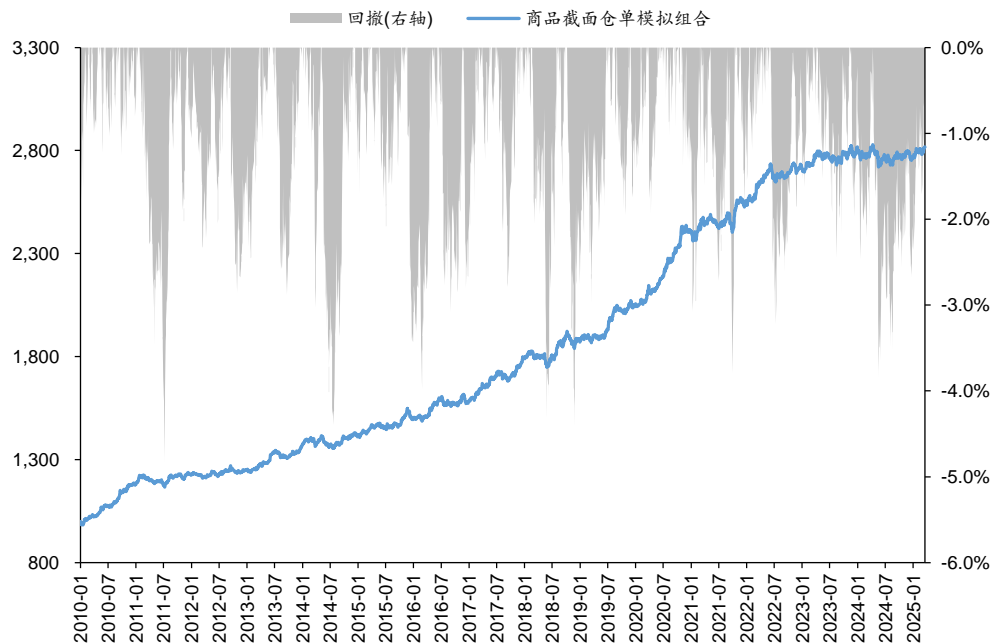
多头品种	近两周收益贡献	最新实时持仓	空头品种	近两周收益贡献	最新实时持仓
铜	0.29%	9.21%	豆粕	-0.01%	-0.98%
豆油	-0.10%	5.23%	甲醇	-0.02%	-1.34%
石油气	-0.14%	4.92%	纯碱	-0.01%	-1.86%
菜油	0.06%	4.74%	原油	-0.10%	-2.23%
锌	0.00%	0.71%	棕榈油	-0.03%	-2.58%
铝	-0.01%	0.36%	热轧卷板	-0.03%	-3.99%
			乙二醇	0.13%	-5.00%
			螺纹钢	0.09%	-5.12%
			PTA	-0.03%	-5.53%
			棉	-0.05%	-7.15%

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

商品截面仓单：最新持仓主要做多有色金属和农产品板块，做空能源化工板块

商品截面仓单模拟组合近两周上涨 0.85%，今年以来上涨 2.00%：

1. 近两周收益贡献靠前的品种是聚乙烯、棉花、玉米，收益贡献分别为 0.29%、0.12%、0.12%。棉花震荡上行，聚乙烯弱势回调，组合通过做多棉花、做空聚乙烯获得较高收益。近两周收益贡献靠后的品种是豆粕、沪锌、橡胶，收益贡献分别为-0.03%、-0.03%、-0.05%。
2. 截面仓单模拟组合最新持仓中，主要做多有色金属和农产品板块，主要做空能源化工板块。和两周前的组合仓位相比，各板块持仓比例基本相同。

图表22：商品截面仓单模拟组合净值（2010.01.05-2025.03.21）


资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表23: 商品截面仓单模拟组合月度收益统计

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年收益
2010	1.01%	0.59%	0.94%	1.01%	1.97%	2.04%	0.07%	2.27%	3.24%	0.51%	2.76%	0.47%	18.18%
2011	3.25%	-0.08%	-1.55%	-0.69%	0.44%	-1.24%	0.53%	1.98%	0.45%	0.14%	0.51%	0.10%	3.81%
2012	0.39%	-0.73%	-0.44%	0.33%	1.23%	-0.92%	1.28%	0.46%	0.80%	-1.59%	0.25%	0.88%	1.91%
2013	-0.78%	0.84%	2.14%	0.53%	0.71%	3.21%	0.08%	-1.44%	-0.40%	1.83%	0.01%	2.29%	9.29%
2014	2.39%	-0.30%	-2.05%	2.43%	-1.18%	-0.96%	-0.82%	1.48%	2.33%	-0.83%	1.41%	-0.25%	3.57%
2015	1.14%	-0.48%	2.65%	0.22%	0.66%	-1.04%	-0.17%	1.41%	-0.56%	2.13%	2.06%	-2.41%	5.63%
2016	0.66%	-1.22%	1.33%	2.04%	2.21%	1.17%	-0.86%	-0.05%	-0.38%	0.58%	2.23%	-1.90%	5.86%
2017	1.30%	1.13%	3.01%	-0.16%	1.98%	0.23%	0.88%	-0.74%	-0.34%	0.51%	2.35%	2.58%	13.40%
2018	1.62%	-0.43%	-0.67%	0.01%	-2.57%	2.82%	0.08%	3.43%	1.43%	-0.52%	-1.84%	1.50%	4.79%
2019	1.10%	-0.34%	0.25%	-0.39%	0.60%	1.39%	2.47%	2.86%	-0.64%	-0.47%	2.43%	-0.57%	8.93%
2020	0.07%	1.00%	2.82%	-0.26%	1.43%	1.69%	2.73%	0.84%	2.50%	4.06%	0.28%	-0.64%	17.72%
2021	-0.42%	1.21%	0.25%	1.46%	-0.56%	-0.88%	0.34%	2.16%	-3.79%	5.83%	0.46%	-0.08%	5.86%
2022	0.47%	0.13%	3.03%	1.13%	0.93%	-0.75%	-0.38%	0.30%	0.57%	1.29%	-1.08%	0.98%	6.75%
2023	0.03%	0.30%	1.03%	1.08%	-0.21%	-0.85%	0.27%	-0.01%	0.93%	-0.63%	0.46%	0.78%	3.21%
2024	-0.57%	-1.24%	1.98%	-1.32%	-1.92%	1.91%	-1.09%	0.60%	0.06%	0.55%	0.66%	-1.27%	-1.75%
2025	1.17%	-0.54%	1.37%										2.00%

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表24: 商品截面仓单模拟组合近两周收益贡献与最新实时持仓

多头品种	近两周收益贡献	最新实时持仓	空头品种	近两周收益贡献	最新实时持仓
棉花	0.12%	16.65%	原油	0.05%	0.00%
沪锌	-0.03%	10.63%	玻璃	0.01%	-0.86%
沪铝	0.02%	9.78%	PVC	0.05%	-3.20%
豆油	0.05%	7.98%	纯碱	0.02%	-4.11%
甲醇	0.01%	4.24%	沪镍	-0.01%	-8.13%
橡胶	-0.05%	4.17%	聚丙烯	0.07%	-8.71%
豆粕	-0.03%	2.57%	PTA	0.01%	-9.88%
沪铜	0.07%	2.08%	聚乙烯	0.29%	-9.90%
菜油	0.11%	1.06%	玉米	0.12%	-11.43%

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

附录

近期主要商品资产涨跌幅

图表25: 近期贵金属品种涨跌幅 (2024.03.21-2025.03.21)

	报价单位	最新点位	近两周	近一月	本季度以来	近三月	本年以来	近一年
			涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅
伦敦金现	美元/盎司	3013.7	2.82%	2.71%	15.51%	15.18%	15.51%	38.85%
伦敦银现	美元/盎司	33.31	2.51%	1.15%	15.24%	15.68%	15.24%	30.99%
SHFE 黄金	元/克	706.96	3.78%	3.29%	14.47%	15.15%	14.47%	37.09%
SHFE 白银	元/千克	8207	1.71%	1.30%	9.87%	10.25%	9.87%	26.28%

资料来源: 同花顺, 华泰研究

图表26: 近期工业金属品种涨跌幅 (2024.03.21-2025.03.21)

	报价单位	最新点位	近两周	近一月	本季度以来	近三月	本年以来	近一年
			涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅
LME 铜	美元/吨	9852	2.60%	3.54%	12.19%	10.15%	12.19%	9.91%
LME 铝	美元/吨	2624.5	-2.40%	-1.91%	2.82%	3.25%	2.82%	13.66%
LME 锌	美元/吨	2927.5	1.58%	0.26%	-2.06%	-1.51%	-2.06%	15.62%
沪铜	元/吨	80610	2.86%	4.66%	9.27%	9.20%	9.27%	10.06%
沪铝	元/吨	20700	-0.77%	-0.60%	4.65%	3.63%	4.65%	6.24%
沪锌	元/吨	23770	-0.67%	-0.88%	-6.64%	-5.51%	-6.64%	10.43%
沪镍	元/吨	129190	-0.28%	4.19%	3.56%	5.54%	3.56%	-6.37%
沪铅	元/吨	17430	-0.03%	1.81%	3.97%	0.40%	3.97%	7.39%
沪锡	元/吨	276150	5.04%	4.77%	12.78%	13.82%	12.78%	20.35%

资料来源: 同花顺, 华泰研究

图表27: 近期黑色系品种涨跌幅 (2024.03.21-2025.03.21)

	报价单位	最新点位	近两周	近一月	本季度以来	近三月	本年以来	近一年
			涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅	涨跌幅
铁矿石	元/吨	757.5	-2.13%	-9.66%	-2.76%	-1.50%	-2.76%	-10.83%
螺纹钢	元/吨	3156	-2.95%	-6.10%	-4.62%	-3.75%	-4.62%	-12.72%
焦炭	元/吨	1536	-7.30%	-12.23%	-15.23%	-13.05%	-15.23%	-29.73%
焦煤	元/吨	1010	-6.74%	-10.62%	-12.97%	-12.97%	-12.97%	-39.03%
热轧卷板	元/吨	3351	-0.36%	-3.43%	-1.96%	-1.73%	-1.96%	-12.44%
线材	元/吨	3389	-2.33%	-4.16%	-4.54%	-4.51%	-4.54%	-12.83%
不锈钢	元/吨	13350	-0.26%	0.91%	3.37%	3.53%	3.37%	-2.38%
硅铁	元/吨	5976	-1.74%	-3.80%	-4.48%	-3.83%	-4.48%	-8.76%
锰硅	元/吨	6072	-5.24%	-6.27%	-0.30%	-1.75%	-0.30%	-1.72%

资料来源: 同花顺, 华泰研究

图表28：近期能源化工品种涨跌幅（2024.03.21-2025.03.21）

	报价单位	最新点位	近两周 涨跌幅	近一月 涨跌幅	本季度以来 涨跌幅	近三月 涨跌幅	本年以来 涨跌幅	近一年 涨跌幅
布伦特原油	美元/桶	71.67	1.73%	-2.95%	-4.22%	-1.28%	-4.22%	-15.73%
WTI 原油	美元/桶	68.29	1.85%	-2.79%	-4.98%	-1.85%	-4.98%	-15.50%
原油	元/桶	534.5	4.91%	-4.89%	-4.54%	-0.58%	-4.54%	-15.60%
低硫燃料油	元/吨	3635	3.00%	-8.92%	-9.24%	-5.26%	-9.24%	-18.88%
燃油	元/吨	3156	1.48%	-7.77%	-5.11%	-2.41%	-5.11%	-6.29%
LPG	元/吨	4677	2.10%	9.17%	2.99%	9.40%	2.99%	-2.03%
PTA	元/吨	4878	0.29%	-4.50%	-0.29%	-1.26%	-0.29%	-16.24%
甲醇	元/吨	2554	-1.43%	0.27%	-5.51%	-1.50%	-5.51%	0.00%
纯碱	元/吨	1410	-1.95%	-6.93%	-1.61%	-3.56%	-1.61%	-24.15%
沥青	元/吨	3537	0.08%	-8.32%	-4.12%	0.08%	-4.12%	-4.48%
聚丙烯	元/吨	7254	-0.89%	-1.68%	-2.98%	-1.43%	-2.98%	-4.46%
塑料	元/吨	7655	-2.89%	-2.90%	-6.40%	-5.33%	-6.40%	-8.22%
乙二醇	元/吨	4396	-3.13%	-5.79%	-9.29%	-6.29%	-9.29%	-2.16%
短纤	元/吨	6594	-1.82%	-5.23%	-3.40%	-4.93%	-3.40%	-9.45%
纤维板	元/立方米	1324	-0.04%	-0.11%	2.04%	0.38%	2.04%	7.21%
橡胶	元/吨	16940	-2.53%	-5.07%	-4.94%	-4.08%	-4.94%	13.39%
纸浆	元/吨	5752	-1.91%	-4.67%	-3.23%	-0.52%	-3.23%	-6.59%
苯乙烯	元/吨	7849	-3.47%	-8.70%	-3.07%	-6.83%	-3.07%	-14.84%
尿素	元/吨	1841	3.49%	2.33%	7.85%	5.62%	7.85%	-8.45%
PVC	元/吨	5020	-1.76%	-4.62%	-5.10%	0.42%	-5.10%	-16.11%
玻璃	元/吨	1173	-0.76%	-7.42%	-11.61%	-14.57%	-11.61%	-24.57%
INE20 号胶	元/吨	14610	-1.75%	-4.20%	-2.04%	1.04%	-2.04%	18.30%

资料来源：同花顺，华泰研究

图表29：近期农产品品种涨跌幅（2024.03.21-2025.03.21）

	报价单位	最新点位	近两周 涨跌幅	近一月 涨跌幅	本季度以来 涨跌幅	近三月 涨跌幅	本年以来 涨跌幅	近一年 涨跌幅
豆油	元/吨	8022	0.53%	1.13%	4.02%	5.97%	4.02%	1.19%
棕榈油	元/吨	9088	-0.20%	-2.99%	4.85%	3.86%	4.85%	9.71%
菜油	元/吨	9165	4.17%	3.69%	1.19%	1.77%	1.19%	8.98%
豆粕	元/吨	2861	-0.83%	-2.85%	6.12%	8.66%	6.12%	-15.48%
菜粕	元/吨	2598	5.78%	-0.88%	7.80%	10.60%	7.80%	-6.11%
豆一	元/吨	3887	-6.04%	-4.54%	-1.24%	3.68%	-1.24%	-17.91%
豆二	元/吨	3505	-0.14%	-1.99%	5.35%	8.28%	5.35%	-12.07%
油菜籽	元/吨	5682	-1.81%	-2.90%	-2.64%	0.14%	-2.64%	-4.84%
玉米淀粉	元/吨	2681	-0.11%	5.01%	8.15%	9.56%	8.15%	-6.00%
玉米	元/吨	2289	-0.82%	0.66%	2.69%	4.81%	2.69%	-5.45%
花生	元/吨	8156	-0.05%	-1.31%	2.88%	5.05%	2.88%	-13.29%
粳米	元/吨	3474	-0.77%	-1.39%	1.37%	1.37%	1.37%	-3.37%
棉纱	元/吨	19800	-0.20%	-1.35%	1.88%	2.33%	1.88%	-7.00%
棉花	元/吨	13650	0.52%	-1.59%	1.15%	1.90%	1.15%	-15.03%
白糖	元/吨	6078	2.67%	1.23%	1.96%	3.33%	1.96%	-6.86%
生猪	元/吨	13355	1.60%	2.85%	4.34%	5.41%	4.34%	-14.14%
鸡蛋	元/500 千克	3042	-3.67%	-4.82%	-10.00%	-12.21%	-10.00%	-12.69%
苹果	元/吨	7226	-0.26%	-2.35%	2.06%	-1.93%	2.06%	-7.68%
红枣	元/吨	8975	-2.18%	-4.16%	-2.55%	-3.75%	-2.55%	-27.33%

资料来源：同花顺，华泰研究

风险提示

宏观经济大幅波动、美联储货币政策超预期、全球地缘政治风险增加、产业政策风险、市场价格波动超预期等可能会影响商品价格走势，观点仅供参考。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、陈烨、李聪、刘志成、韩哲、韩永蔚，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、陈焯、李聪、刘志成、韩哲、韩永蔚本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司