

国信期货专题报告

策略

广东地区饲料养殖行业调研报告

2020年08月04日

主要观点：

- 1、生猪复产进程不会很快，年底难达到官方所预估的恢复到非瘟前七成的水平。
- 2、前期过度降雨及洪水加大了非瘟及疫情防控难度，导致阶段性抛售压力加大。
- 3、高猪价对需求产生了显著的抑制，部分地区消费基本减半。
- 4、非瘟疫情冲击正在加速行业规模化进程。
- 5、猪价下半年高位震荡为主。
- 6、下半年饲料需求会继续恢复，主要是猪料将随着复养的推进而逐步恢复。

分析师：覃多贵
从业资格号：F3067313
电话：021-55007766
邮箱：15580@guosen.com.cn

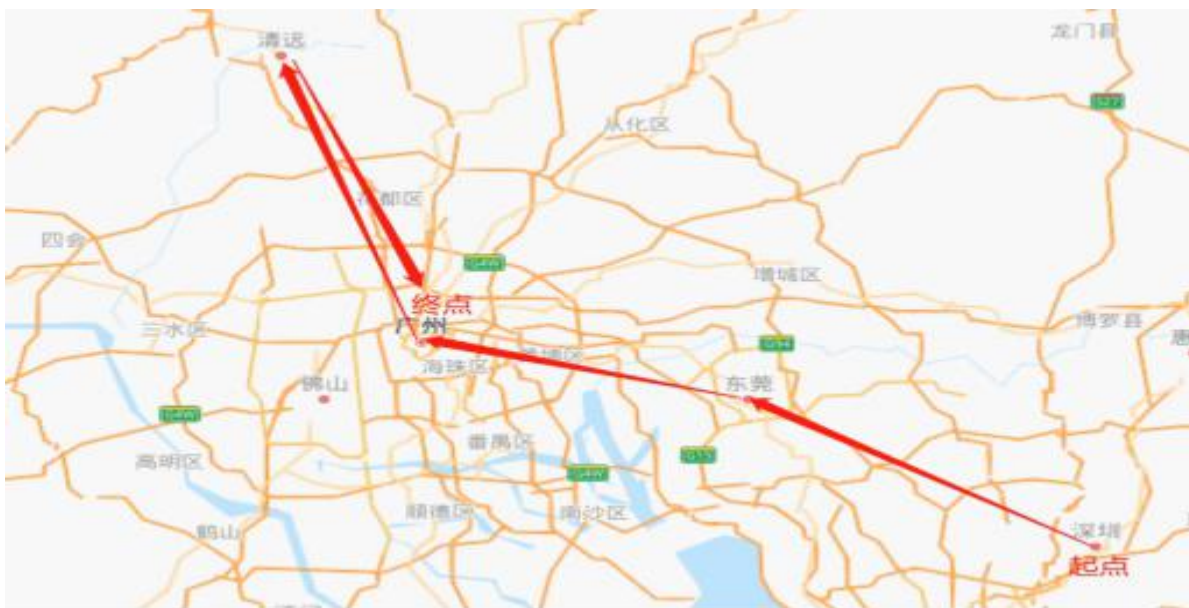
独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、调研背景

始于 2018 年 8 月的非洲猪瘟给国内的生猪产业造成了沉重打击，节节高升的猪价成为关于猪瘟影响的最直白而有力的表达。如今，非洲猪瘟已经爆发一年多，生猪复产进展如何？饲料养殖行业格局是否有较大的变化？高肉价下需求是否跟得上？这些疑问也成为当下相关从业人员及投资者所关心的话题。

广东省作为我国传统的生猪养殖大省之一，同时又是重要的饲料及猪肉消费市场，其生猪及上下游相关产业具有一定的代表性。本次调研试图通过实地走访，与上中下游各类典型企业面对面地交流，以期对当地饲料、养殖、屠宰行业的新变化及未来发展趋势有较为深入的认识，进而对全国饲料养殖行业达到窥一斑而知全豹的目的。



二、主要结论

1、生猪复产进程不会很快，年底难达到官方所预估的恢复到非瘟前七成的水平。广东农业农村厅预计 12 月生猪存栏将回升到 2018 年 12 月的七成水平，但业内反馈的信息来看，年底恢复到正常水平的七成有较大难度。大企业虽然规划项目较多，但找地比较困难，且没办法跨越生猪繁育周期，加上复产成功率只在 6-7 成，供应上量会比较晚；小散户复养受到环保、资金及未来政策的不确定性影响，基本退出养殖。

2、前期过度降雨及洪水加大了非瘟及疫情防控难度，导致阶段性抛售压力加大。行业的总体反映来看，降雨及洪水并未导致当地非瘟大面积重新爆发，对当地生猪存栏影响较小，但有一家企业认为有较大影响，称当地 7 月就有发现大批中猪提前出栏的情况发生。综合各企业反馈的信息分析，一般而言，高温高湿天气本身就容易引发生猪发生各种疾病，加上大灾之后必有大疫，洪灾爆发后也的确加大包括非瘟在内的各种疫病的爆发风险，这的确导致了一些养殖企业抛售行为（但不能全部归结于非瘟），其中较为明显的是湖南、江西、安徽等地。

3、高猪价对需求产生了显著的抑制，部分地区消费基本减半。从屠宰企业角度来看，当前屠宰量总体上较前期正常水平下降 30-40%，极端的甚至减少一半以上。当前价格水平，增加屠宰量的话，下游无法消化。来自屠宰企业的微观证据表明，高猪价正使得消费者大幅减少生猪的消费，并转向禽肉、水产等替代品的消费。企业反映替代消费主要发生在学校、机关食堂等团膳场所。

4、非瘟疫情冲击正在加速行业规模化进程。非瘟发生后，中小型风险承受能力较差的养殖户基本被团灭，复养的话也没有足够的技术及资金去做生物安全防护，成功率只有 10% 左右。而大型饲料、养殖及屠宰企业由于资金实力相对雄厚及有政策支持，正趁此机会开疆拓土，例如某原本做饲料的头部企业，正在大量收购各地的母猪场，并通过散布在各地的饲料工厂，积极发展周边 100 公里内的农户，实行公司+农户的模式，以快速扩大规模。

5、猪价下半年高位震荡为主。广东是全国最大生猪调入省，其猪价通常代表着全国最高的水平。从当地消费市场来看，当前的高猪价对消费的抑制已经非常明显，40 元/公斤的价格处于高位水平，进一步上行缺乏消费的支撑。而供应来看，后期生猪供应环比是改善的，也会压制猪价的上行空间。下方来看，一方面生猪复养要恢复到同期较高的水平有较大难度，另一方面前期洪水也导引部分区域提前抛售中猪，可能使得 10 月前后肥猪供应出现一定程度断档，故下方也难打空间。

6、下半年饲料需求会继续恢复，主要是猪料将随着复养的推进而逐步恢复。一方面生猪存栏会增加消费，另一方面高猪价下生猪养殖户会继续倾向于养大猪，增加了单头猪的消费量。但广东地区饲料配方比较灵活，尤其是禽料、水产料里蛋白及能量可以大比例的替代。猪料配方替代空间较小，但当地也有某大型养殖做过全大麦猪料，另有饲料养殖一体型企业称库存玉米用完后，可能自用猪料中适度添加一定的大麦。主要参考标准是同等重下，大麦价格在玉米价格的 80-90%。

三、调研纪要

调研对象 1：某饲料企业

1、该企业是当地中大型饲料企业，主打高端饲料产品，以水产料（鱼料、虾料）为主，畜禽料为辅，水产料与畜禽料占比约为 7:3。公司在全国有 12 个生产基地，饲料产能在 100 万吨以上。饲料厂玉米年用量 20 万吨左右，豆粕年用量 30-40 万吨左右。

2、上半年饲料厂销量、利润同环比均有所增长，与市场增长节奏基本同步。对后市饲料需求增长持观望态度，但预计实际情况不太乐观。上半年国内豆粕表现消费很好，但从饲料实际需求上看有点过了。

3、成品饲料用量配比因品种不同而差异较大，其中豆粕、菜粕及其他杂粕用量无固定百分比，以刚需主导，并依据价格而进行灵活调整。菜粕用量近两年有所减少，2019 年基本是刚需添加，目前添加相对也相对以往减半。此外，还会少量使用油脂、鱼粉，而棕榈油因物理特性等原因目前暂无使用。目前豆粕物理库存 5-7 天，玉米库存 5000-7000 吨。近期玉米价格上涨过快，但公司已有预期并提前采取了应对措施，如增加采购、采购替代品，用进口玉米等。该企业认为目前市场缺粮情况仍较为严重，后期市场走向主要看国家如何进行干预、应对，短期行情仍将较为火爆。

调研对象 2：某屠宰企业

1、该企业是交易屠宰一体化的企业，当地共有四个屠宰场，所调研的屠宰场属于偏小的。该企业交易流程为：养殖场→收猪老板→派车拉到屠宰场（排队）→第二天早上进场→第一次检疫+第二次检疫→过磅→卸猪广场卸猪→第三次检疫（验尿，检查瘦肉精、胴体）→赶上档口批发→当晚 10 点上屠宰线→次日凌晨档口客户拉白条→白条零售。

2、交易档口总容量 4000 头左右，一个档口 100 头左右，当天拉当天宰，不存栏；档口交易挑猪时分头、中、尾猪，一般体型靓、母猪为头猪，公猪通常难达到头猪标准。当日头猪价格在 21 元/斤，中猪 20.5 元/斤，尾猪根据行情来定，19 块的也有。当前日屠宰 2000-3000 头，去年高峰时 3000-4000 头，屠宰下降主要是因为新冠疫情影响及价格高，导致销量大幅减少；目前收猪重量在 200-350 斤左右，超过 350 斤则为超标体重，大猪今年上半年比较多，以前则是 230-240 斤为主，出肉率一般在 80%-85%。品种为外三元、内三元和二元，所收生猪中公猪和母猪比例基本均等。

3、交易市场进场有进场费（含管理费，洗车等），一般收费标准为两层前四后四的车 250 元/辆，三层前四后八的车 280 元/辆；屠宰费用正常 200 元/头，上下水给到客户；超重猪 350 以上需要人工屠宰，额外加收 200 元/头。一般来说屠宰加工费相对固定，加工费主要包括人工、水电、环保、机器损耗等等。与上游中间商结算模式基本是整车结算，结算账期 2-3 天，与下游白条商结算账期也多为 2-3 天，终端餐馆约 10 天定一次价。

4、目前货源主要来自中南六省，江西湖南占 3/5；近期福建受疫情影响，暂不开 A 票（可出省），只能开 B 票；非瘟前本省猪源为主，基本能占到 2/3。由于广东缺猪，本地猪价高，买外省猪划算。近期广东 20 元/斤，江西 19.7 元/斤，差 3 毛/斤，一车猪重 3 万斤，差一万元。运猪费用主要看距离，湖南、江西过来 6 块/公里。

调研对象 3：某饲料养殖综合型企业

1、该企业是一家 A 股上市的中大型饲料养殖一体化企业，预计产能年均增加 50 万吨，2023 年完成 200 万吨产能建设。目前生猪产能 60 万头，预计 2021 年达到 100 万头，2022 年达到 200 万头，2023 年达到 400 万头。

2、饲料生产基地主要分布在广东、东北和湖北，饲料销区为华东、东北和两广。去年饲料产量 60 万吨，其中猪料占比在 90%以上，且以前端料为主；今年上半年产销量 30 万吨，比 2018 及 2019 年都有一些增长，7 月销量预计比上个月增加 10%；饲料自用与外销比例为 3:7，自用和外销同比环比都有增长。

3、企业玉米主要通过大型进口商购买，并采用人民币现货为主，当饲料原料行情较大时，会考虑基差点价交易。其他杂粕、豌豆、油脂用量均较少，其中杂粕基本不用，菜粕在价差 800 以上会考虑，且添加比例也不高，2-3%左右；油脂年用量一千到两万吨，月用量几十吨；豌豆用量 5-6%。该集团南方主要用进口玉米，目前库存可以用到 10 月，东北的玉米可用 1 个半月；东北玉米采购一般是直发到工厂，对码头的玉米不放心；豆粕库存备了 1 个多月，物理库存在 12 天左右；一般来说广东不会备太多，最高 15 天。目前饲料成品库存大概为 2-3 天。

4、从非瘟暴发到 2019 年 5 月，该企业饲料产量由 2 万吨减至 7 千吨左右，目前约为 1.2 万吨，预计年底恢复到正常 1.8 到 2 万吨左右，基本保持月均增加 1500 吨的水平。

5、企业养殖项目主要集中在湖北、江西及东北等地，目前在积极拓展市场，其中贵州主要以轻资产合作模式为主，自有猪场规模较小，存栏几千头。而当前养殖市场主流的“公司+农户”经营模式，也在当前公司发展的战略进程中。公司有能繁母猪 10 万头，一部分仔猪外卖，一部分自己养殖。

6、关于对后市看法，该企业认为 3-4 季度为传统饲料消费旺季，需求恢复会相对较好，且四季度好于三季度，对需求回暖持较为乐观态度；对于远期原料价格还是倾向于有回调的话就买一些一口价。

调研对象 4：某生猪贸易企业

1、该企业是当地大型生猪贸易企业，主要业务板块覆盖毛猪批发、精分割、品牌专卖店（黑猪）及肉禽地摊四大块，毛猪年销售量 70 万头，其中差不多 40 万头来自温氏，连续 8 年居温氏销售榜第一。后续将发展冻肉、储备肉、生猪养殖及冷藏中转站等业务。

2、广东非瘟较为严重的时期在 2019 年 3 月到 8、9 月，非瘟发生前东莞生猪日消费量 1.2-1.3 万头，非瘟严重期最低日消费量 6000 头左右，当前日消费量 9000 头左右，主要原因是猪肉的消费群体主要为中低收入者，猪价过高会导致消费频次降低，而替代品鸡、鸭相对充足，消费者更多消费禽肉。非瘟扩散前，企业日销量 2000 头左右，非瘟暴发时期销量下降明显，最低日销量降至 1300-1500 头，后向中山、珠海、番禺及佛山开拓市场，当前生猪日销售量增至 2100 头左右。关于近期南方雨水、洪涝灾害较多问题，该企业认为洪水对当地猪瘟传播及生猪存栏影响相对较小。

3、生猪采购方面，目前货源 60% 来自湖南、江西及广东三省，40% 来自河南、山西及东北等地，总体上省内不超过 20%；平时主要跟大型养殖场签订合同，合同不足部分会对外采购；采购中，根据终端客户需求，由上游团队采购相对应品质的毛猪，直接通过合作的物流公司发到东莞进行销售，该模式相较于通过猪贩子采购更有优势。其中，运输过程中平均死亡率为 1-2%，500-1000 公里运输成本为 1 元/公里，1000 公里以上为 1.5-1.7 元/公里，生猪体重 240-280 斤，且上半年生猪体重较小，下半年体重较大。

4、企业目前毛猪批发毛利率约 4%，与价格及运输损耗相关性较大；精分割毛利率 10% 以上，价格越低，毛利率越高。

5、该企业认为，目前广东生猪产能恢复仍较为缓慢，虽近期新增项目较多，但新项目自启动到新猪上市时间周期太长（3-5 年），且当前多数企业复产成功率在 6-7 成左右，故 2020 年底存栏恢复到非瘟前 7-8 成水平基本不可能，或许 3 年内都到不了 8 成。小散复养的难题主要有环保严查，资金，政策变化等等几个方面。

调研对象 5：某饲料养殖企业

1、该企业在广东区共有 8 个饲料厂，1 个贸易公司，1 个养殖公司（养猪、养鸭为主，能繁母猪存栏 1 万头，年底计划 2 万多头）；去年饲料销售量 120 万吨，今年预计 130 万吨，非瘟前猪料销量占 60%，今年禽料 50% 多，猪料接近 30%，水产料 20%。禽料、水产料均对外销售，猪料 80% 对外，20% 自用，禽料因产业集中化较低以经销商销售模式为主，猪料以直销模式为主。

2、非瘟前猪料月销量高峰时达到 6 万吨，去年 11 月最差时月销量 1 万吨，当前月销量 3 万吨，同比增长，预计恢复至非瘟前最高水平至少需要 7-8 个月；猪料盈利方面，目前毛利 100-150 元/吨，比禽料、水产料盈利都要好，其中禽料得益于近期玉米价格大涨及原先库存较足，利润有较大的提升，接近猪料利润水平；

3、饲料配方方面，猪料调整不会太大，一般玉米占 6 成以上，豆粕占 2 成，其它占 2 成。但玉米过高的话，自用方面可能会尝试增加大麦等替代品种的使用，替代时主要参考容重，同样容重下将大麦的价格定在玉米的 85-90%。当地某头部养殖企业曾经使用过全大麦猪料。禽料配方比较成熟，同质化严重，加之下游养殖利润偏差，调整更为灵活；蛋白主要参考单位蛋白价格，不加豆粕、全部使用杂粕也可以，能量原料目前 50% 以上高粱，再添加一些大麦、豌豆。

4、原料采购方面，玉米库存半年以上，全进口玉米，90% 以上从中粮采购，豆粕库存 40 天左右，物理库存 10 天左右，油厂采购为主，从贸易商买的不多，

5、企业华南区养殖场去年生猪存栏 10 多万头，今年计划 20 多万头，外购占 90% 以上，自繁自养较少，约 1000 多头；出栏体重 270-280 斤左右。

6、对于下半年饲料需求预期，企业持较为乐观态度，因下半年为传统旺季，且国内疫情，生猪消费情况均有所好转。

调研对象 6：某屠宰企业

1、该企业为广州市规划的五个 4A 级屠宰场之一，于 2019 年 12 月初投产，共有屠宰线 4 条，设计屠宰能力 10000 头/天，目前屠宰量在 3000 头/天左右，新冠疫情较为严重时为 1000 头/天；当前屠宰较少的原因是：一方面市场猪源较少，另一方面因猪价较高，消费力不足；目前有生猪存放档口 30 个，总容量 3000 头，档口基本为公司持股股东直营。

2、企业的猪源 80% 以上来自本省的温氏集团，其他少量来自中南六省点对点供应商或小散养殖户；相较于猪价较低的猪贩子猪源，企业偏向于选择质量稳定有保障的温氏集团，常年合作。当前收猪体重

250-260 斤，非瘟前 230-240 斤；目前自宰率 60%，非瘟前 80%；代宰费 35 元/头，出肉率 85%左右。公司的产品以销售白条肉为主，下游主要是农贸市场。

3、目前政府推崇企业走自营、自宰化道路，代宰和自营的主要区别一方面是生猪品质稳定性差异，另一方面是盈利水平差异，且自营比代宰便于统一化管理。关于后期因非瘟影响导致的禁止生猪跨省调运问题，企业认为一方面可以通过布局的冻肉储备进行业务转型，跨省调白条，另一方面则是主攻白条分销、分割。

调研对象 7：某饲料养殖企业

1、该厂于 2014 年搬入当地，以生产预混料为主。集团公司在广东省内共有 6 个生产基地，其他厂主做全价料，几个厂饲料总销量占本省前三。

2、企业有省内猪场，存栏量在 2 万头左右；预计广东省当前生猪存栏量下降至非瘟前 3 成左右的水平，现在三成多，还没有明显恢复。

3、从下游客户使用比例来看，全价料使用比例大于预混料，且全价料用户整体呈现逐渐增多的趋势，预混料用户多为中大型养殖企业。主要原因是规模较小的场环保设备基本没有，强制拆迁的较多；加上非瘟的影响，使用预混料跟外界接触的较多，为控制风险而转向全价料。该厂自去年开始有尝试推广禽类预混料，但预混料推广起来比不上全价料。

4、该厂主做猪料预混料、浓缩料，占比基本一半对一半，当前销量 1000 吨/月左右，同比降低一半以上，17-18 年销量最高 4000 吨/月左右；直销、经销各占 50%，主做省内市场。上年四季度后，母猪料、仔猪料销量逐步增加，但仍少于同期的 50%。

5、关于近期雨水天气对猪瘟影响的问题，该企业认为雨水天气及洪涝灾害并没有使得非瘟情况变得更严重。

6、今年“禁抗令”对公司没有啥影响，因为去年就开始在筹备，禁抗令会增加之前做的不好的企业的成本，从而实际上是有利于本企业的竞争的。关于调价方面，在原料变动幅度大的时候，饲料会调价；关于饲料原料采购问题，该企业表示省内 6 个饲料厂原料均由集团统一采购，多为膨化大豆，不直接购买豆粕，玉米用料也很少。

调研对象 8：某肉联厂

1、该企业是当地唯一的一家定点屠宰企业，共有两条屠宰线，日屠宰量 300 多头，去年 11 月非瘟最严重的时候日屠宰量 200 多头，非瘟前最高 800-1000 头。

2、所屠猪源主要来自中南六省，省内省外各占一半左右，生猪公母比例为公多母少，体重 250-260 斤。一般生猪运输损耗为 7 斤/头。

3、关于当前市场大体重猪源较缺的原因，该企业认为因今年年初新冠疫情导致生猪调运困难，同时养殖企业放假，仔猪补栏不及时，随后在疫情好转之后，企业集中补栏，才导致目前大猪十分紧缺局面。

4、关于当前猪价较高问题，该企业认为主要因某大型企业大面积试行非瘟疫苗，但效果不甚理性，导致母猪产仔量降低，商品猪死亡、数量减少等，进一步影响市场猪源供应，导致当前猪价高居不下。

5、关于生猪产能恢复问题，该企业认为年底前能恢复至非瘟前 3 成左右便属情况较好。

调研对象 9：某饲料养殖企业

1、该企业为全国型饲料巨头的下属公司，目前正在加速向下游养殖扩张。当前广东地区生猪有 75 万存栏，年底的发展目标是 158 万存栏；公司养殖模式为“公司+农户”模式，现有 15-16 个生猪存栏量在 2000 头以上的猪场。

2、公司去年 8 月以来开始复养，并大量收购当母猪场，目前广东地区母猪存栏 15 万，其中三元占二成，并且三元占比预计会陆续增加，主要是因为公司扩大规模战略需要，每月进苗需求量不断增加，后期至少要提高至 16 万头；其中江门场生猪存栏 5-6 万头，非瘟前存栏 6 万头左右，非瘟时期最低几千头到一万头，目前恢复到非瘟前 90% 以上。外购仔猪方面，以本地采购为主，约有 40% 采自牧原。公司的三元母猪还有一个半月就会产仔，一般来讲三元母猪产仔 6-7 个/胎，不超过 3 胎就会淘汰，公司的三元母猪性能预计与行业水平差别不大；公司的二元母猪淘汰时间比较长，基本在 7-8 胎后淘汰。

3、目前仔猪养购价格在 2100-2200 元/头以上，预计出栏时猪价要在 17 元/斤以上才能盈利；出栏体重 280 斤-300 斤，头均盈利 1000 元以上，平均存活率 95% 以上，肉猪养到 300 斤的体重时料肉比在 2.7:1。公司给农户的代养费 500-600 元/头，比其他大型企业约高 50-60 元/头。公司严格采取生物安全措施，合作养户需要亲自养殖或请的代养人不能随意离开养殖场。

4、饲料方面，原料由总部统一采购，该厂每月饲料销量 1000 吨以上，60% 自用，40% 外销，非瘟前 20-30% 自用，70-80% 外销。

5、关于前期洪水及猪瘟的影响，湖南 6 月的时候影响较大，抛售了不少猪；福建母猪场影响较为严重。广东本地的猪瘟要分区域来看，根据目前的了解疫情形势很严峻，爆发都是中猪场。例如，花都某屠宰场正常屠宰量在 4000 头/天，近日出现过中猪达到 3000 头/天的情况。通常每年 7-8 月份南方省份高温雨水天气及洪涝灾害较多，非瘟防控难度加大，中猪出栏量增多，导致后期生猪供应断档，供需失衡导致猪价上涨，目前来看至少 10 月份前价格难以大幅下跌。

调研对象 10：某屠宰企业

1、该企业为国内某大型肉类食品企业在华南地区的唯一屠宰肉类深加工企业，设计屠宰量 100 万头/年，以生鲜和肉类加工为主，产品主要供应华南市场。

2、目前产能利用率 60%，日屠宰量在 1000-2000 头间波动，较上年四季度基本持平，同比下降；屠宰的生猪中公占 60-70%，去年四季度在 70% 以上；屠宰均重在 120kg 左右。猪源基本来自中大型养殖场（存栏一万头以上），货源来自省内或省外占比波动较大，主要看价格。

3、估计上半年广东全省存栏 600 万头左右，非瘟前 1500 万头左右，产能恢复较少，且恢复程度低于全国其他省份。当前小散复养率或不到 10%，主要因为复养前期投资大，非瘟防控风险大。

4、关于猪价问题，该企业认为年内猪价或维持高位震荡，40 元/公斤属于比较高的价格，下方能不能破 30 元就看 10 月。一方面，近期洪涝灾害对猪价影响较大（洪水过后出现各种疫情，口蹄疫等），另一方面，省内价格仍将为国内最高价省份，市场仍较缺猪，虽新增项目陆续投产，但基本雷声大雨点小，且新产能启动自启动到生猪上市周期至少 2 年多，对目前生猪供应压力缓解作用较小，猪价短期难以下跌。

调研对象 11：某屠宰企业

1、该企业是当地中大型屠宰企业，计划屠宰产能 100 万头，日分割量 1500 头，冻品存储 1 万吨，主要有屠宰、分割和仓储三大业务板块。

2、公司的猪源采购主要来自周边各市的大型养殖集团，生猪公母比例基本是母猪偏多，公猪偏少，五五开或四六开，母猪较多的原因主要是因本地的居民消费习惯。收猪均重 250-260 斤，偏向于收大猪，因消费市场喜欢大猪，做烧猪用，出肉率 81%-85%。非瘟前市内生猪消费量 20000 头，目前降至 10000 头

不到。目前日屠宰量 500-600 头，年初疫情期间日屠宰量 200 多头，非瘟前日屠宰量 2000 头左右。自营 20%，代宰 80%。

3、关于近期雨水天气影响的问题，该企业认为雨水天气及洪涝灾害对本市生猪市场影响较小，但对江西、安徽等地影响较大。

4、关于猪价行情走向问题，该企业认为因前期育肥猪存栏量较低，而从二元母猪到三元商品猪上市繁殖周期较长，对整体母猪存栏影响较大，加之非瘟、环保严查导致多数中小型养殖场关闭，市场大猪较缺，同时终端消费下降幅度超 60%，故预计今年猪价或高位运行，明年下半年或会有所转变。9 月育肥猪虽将集中出栏，但下游消费也有所增加，整体对猪价影响较为有限。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。