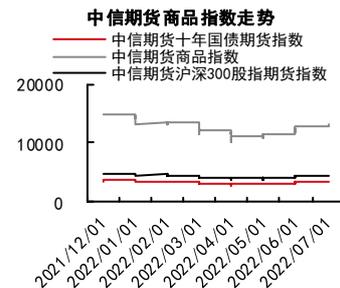


猪市聚焦系列（四）： 现金流继续恶化，去产能仍在蓄力

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

2023年5月，生猪期、现货价格上半月延续弱势，下半月小幅反弹，猪价较上月表现整体偏弱。头部养殖公司月度出栏量增加、均重增长，负债压力增加、现金流更加紧张。目前行业仍处在产能去化蓄力期，基本面仍偏宽松，周期拐点尚在酝酿。



摘要：

市场回顾：2023年5月，生猪期、现货价格上半月继续走弱，下半月小幅反弹，猪价较上月表现仍旧弱势。基差和期差方面，由于现货市场的持续走弱，期货市场短期看涨信心削弱，主力07合约较现货的升水幅度缩小，但在下半年消费增量预期下，远月09较近月07升水扩大。

生猪养殖上市公司披露的情况来看：2023年4月，生猪养殖板块上市公司的出栏总量环比增加，且出栏均重增幅明显，但仔猪的月度销量明显下降。

资金情况来看：企业的负债压力增加，现金流更加紧张。2023年一季度，21家生猪养殖上市公司的资产负债率环比增加，并且为近两年最高水平，平均杠杆率65.02%，环比上季度的63.21%，变化+2.87%；现金比率也环比下降，并且为近两年最低水平，平均现金比率33%，环比上季度的38%，变化-13.44%。

行业层面来看：成本利润方面，2023年4月，生猪配合饲料价格继续下降，养殖的亏损幅度略有收窄，但是2023年5月，饲料成本出现小幅反弹，不利于养殖利润。**短期供给方面，**5月养殖户出栏计划环比下降，近期猪肉进口量也环比减少。**中期供给方面，**4月小、中、大猪存栏环比均下降。**长期供给方面，**能繁母猪存栏环比降幅有所收窄，行业处在去产能蓄力期，近期随着疫病影响消退，母猪生产指标持续恢复，淘汰母猪宰杀量环比下降。**生猪需求方面，**4月屠宰企业开工率环比增加，但同比仍偏低，消费恢复尚需时日。

总结：生猪计划出栏减少，均重持续下降，供应过剩的压力小幅缓解，但尚未脱离供过于求的状态，且4月母猪饲料销量环比增加，在养母猪卖仔猪环节还有利润的情况下，行业去产能决心不坚定，周期底部拐点仍未出现。预计小、中猪缺口兑现或带来阶段性反弹，但在年底的供应压力下，基本面仍以宽松为主。

风险因素：疫情；政策。

农业组研究团队

研究员：

李兴彪

从业资格号：F3048193

投资咨询号：Z0015543

李青

从业资格号：F3056728

投资咨询号：Z0014122

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

吴静雯

从业资格号：F3083970

投资咨询号：Z0016293

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 摘要: | 1 |
| 一、 本月回顾: 持续下跌后反弹有限, 猪价仍偏弱 | 4 |
| 二、 上市公司情况: 生猪量重均增, 资金压力新高 | 5 |
| (一) 上市公司生猪出栏量 | 5 |
| (二) 上市公司出栏均重 | 5 |
| (三) 上市公司仔猪出栏量 | 6 |
| (四) 上市公司资金流动性 | 6 |
| 三、 饲料情况: 销量环比增加, 价格小幅反弹 | 8 |
| 四、 养殖利润: 亏损幅度略有收窄 | 8 |
| 五、 当期供应: 计划出栏下降, 猪肉进口减少 | 9 |
| (一) 月度出栏: 5月计划销售减少 | 9 |
| (二) 猪肉进口: 进口量环比持续下降 | 9 |
| 六、 中期供应: 小、中、大猪存栏环比均降 | 10 |
| 七、 长期供应: 基础产能仍以去化为主 | 10 |
| (一) 能繁母猪存栏: 全国母猪存栏降幅收窄 | 10 |
| (二) 生产效率指标: 母猪结构和生产指标持续优化 | 11 |
| (三) 母猪淘汰量: 环比下降 | 11 |
| 八、 消费情况: 4月屠宰开工率环比增加 | 12 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图表 1: 现货价格 | 4 |
| 图表 2: 期货价格 | 4 |
| 图表 3: 主力合约基差 (河南基准交割地) | 4 |
| 图表 4: 期货近远月价差 | 4 |
| 图表 5: 上市公司生猪出栏量 (万头) | 5 |
| 图表 6: 上市公司出栏均重 | 5 |
| 图表 7: 上市公司仔猪出栏量 (万头) | 6 |
| 图表 8: 各上市公司资产负债率 | 7 |
| 图表 9: 各上市公司现金比率 | 7 |
| 图表 10: 21家上市公司平均资产负债率变化 | 7 |
| 图表 11: 21家上市公司平均流动比率变化 | 7 |
| 图表 12: 生猪饲料价格 | 8 |
| 图表 13: 生猪饲料销量 | 8 |
| 图表 14: 自繁自养利润 | 8 |
| 图表 15: 外购仔猪育肥利润 | 8 |
| 图表 16: 月度商品猪出栏量 (万头) | 9 |
| 图表 17: 月度计划出栏量 (万头) | 9 |
| 图表 18: 猪肉进口量 | 9 |
| 图表 19: 大猪存栏 | 10 |
| 图表 20: 中猪存栏 | 10 |
| 图表 21: 小猪存栏 | 10 |
| 图表 22: 能繁母猪存栏 (农业部) | 10 |

| | |
|----------------------------|----|
| 图表 23: 能繁母猪存栏 (涌益咨询) | 10 |
| 图表 24: 能繁母猪存栏结构 | 11 |
| 图表 25: 生产和育肥效率 | 11 |
| 图表 26: 淘汰母猪宰杀量 (万头) | 11 |
| 图表 27: 屠宰企业开工率 | 12 |
| 图表 28: 月度屠宰量 | 12 |

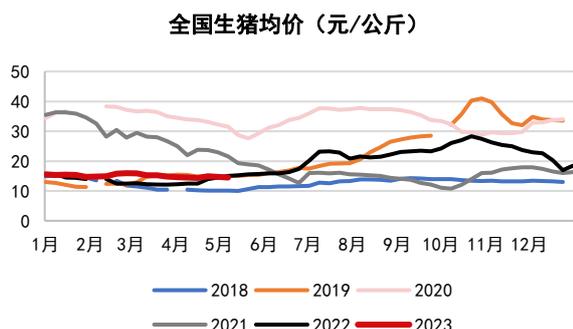
一、本月回顾：持续下跌后反弹有限，猪价仍偏弱

2023年5月，生猪期、现货价格上半月继续走弱，下半月小幅反弹，猪价较上月表现仍旧弱势。截至5月29日，基准交割地河南省的生猪现货价格14.45元/千克，较上月同期的14.65元/千克。变化-1.37%。截至2023年5月29日，期货主力合约LH2307收盘价15570元/吨，较上月同期16290元/吨，变化-4.42%。

基差方面，由于现货市场的持续走弱，期货市场对于近期的猪价看涨信心削弱，期货主力合约的升水幅度缩小。截至2023年5月29日，生猪主力合约基差-1120元/吨，较上月同期的-1735元/吨，变化35.45%。

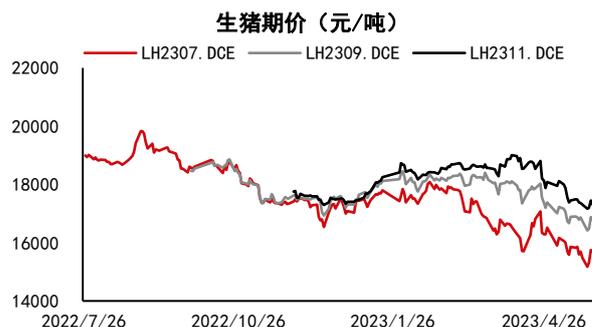
近远月价差方面，近月一定程度受到现货市场拖累，而远月在消费旺季预期下，较近月的升水扩大。截至2023年5月29日，LH2307-LH2309价差-1015元/吨，较上月同期的-860元/吨，变化-18.02%。

图表1：现货价格



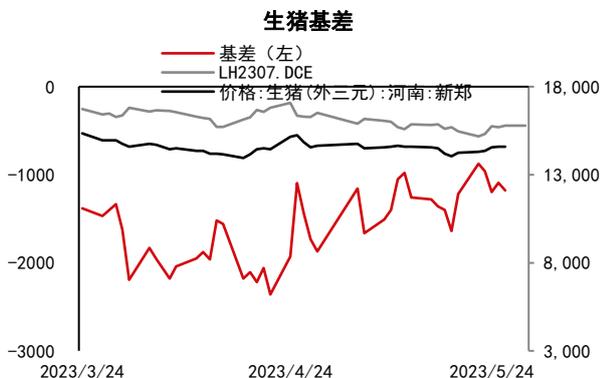
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表2：期货价格



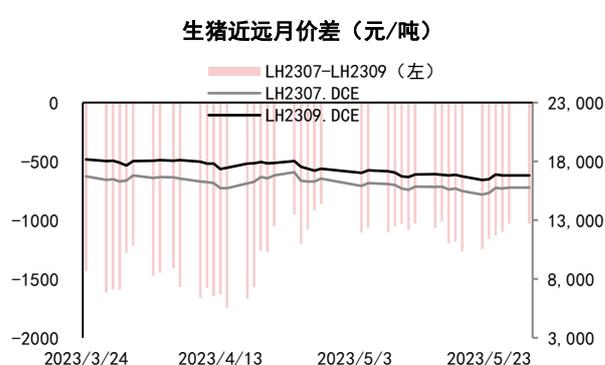
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表3：主力合约基差（河南基准交割地）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表4：期货近远月价差



资料来源：Wind、中信期货研究所

二、上市公司情况：生猪量重均增，资金压力新高

(一) 上市公司生猪出栏量

2023年4月，生猪养殖板块上市公司（16家）出栏总量1162万头，较上月的1136万头，环比变化+2.28%。其中，牧原股份月出栏增量较大，+34.1万头（+6.8%）；新希望月出栏减量较大，-11.7万头（-6.9%）。

图表5：上市公司生猪出栏量（万头）

| | 牧原股份 | 温氏股份 | 正邦科技 | 天邦食品 | 新希望 | 天康生物 | 金新农 | 大北农 | 唐人神 | 正虹科技 | 罗牛山 | 东瑞股份 | 华统股份 | 京基智农 | 神农集团 | 立华股份 |
|----------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|------|
| 2022年1月 | 783.10 | 150.61 | 95.87 | 37.38 | 129.26 | 12.69 | 7.06 | 41.35 | 12.93 | 1.52 | 4.51 | 4.66 | | | | |
| 2022年2月 | | 106.90 | 50.02 | 28.38 | 97.73 | 8.03 | 6.75 | 28.40 | 11.41 | 0.71 | 2.43 | 3.01 | | | | |
| 2022年3月 | 598.60 | 144.84 | 96.72 | 33.15 | 142.69 | 16.97 | 19.77 | 37.39 | 11.43 | 1.45 | 3.44 | 4.91 | | | | |
| 2022年4月 | 632.10 | 142.70 | 91.86 | 37.79 | 112.66 | 15.88 | 8.52 | 34.56 | 13.00 | 2.05 | 5.09 | 4.50 | | | | 2.68 |
| 2022年5月 | 586.30 | 132.34 | 74.97 | 38.11 | 104.56 | 18.79 | 11.68 | 28.04 | 13.20 | 1.97 | 3.90 | 3.89 | | | | 3.65 |
| 2022年6月 | 527.90 | 123.20 | 75.08 | 30.49 | 97.92 | 20.79 | 13.18 | 28.58 | 14.36 | 1.63 | 4.33 | 3.31 | | | | 4.02 |
| 2022年7月 | 459.40 | 132.43 | 88.25 | 29.22 | 94.23 | 16.59 | 9.81 | 27.03 | 12.79 | 1.27 | 4.53 | 4.21 | 6.38 | 7.66 | 5.64 | 3.26 |
| 2022年8月 | 488.70 | 150.41 | 61.35 | 28.06 | 94.28 | 20.60 | 9.69 | 34.03 | 14.91 | 0.83 | 3.86 | 3.53 | 11.92 | 10.14 | 7.93 | 5.78 |
| 2022年9月 | 446.20 | 158.44 | 67.95 | 29.61 | 116.72 | 20.23 | 9.01 | 41.04 | 20.02 | 1.99 | 4.49 | 4.38 | 11.98 | 13.31 | 5.90 | 5.90 |
| 2022年10月 | 477.90 | 165.24 | 64.30 | 19.61 | 145.55 | 14.49 | 13.32 | 37.94 | 18.20 | 0.60 | 3.88 | 5.33 | 7.97 | 8.80 | 6.96 | 5.20 |
| 2022年11月 | 517.10 | 196.44 | 29.58 | 30.59 | 169.10 | 17.78 | 12.94 | 49.45 | 20.89 | 1.35 | 4.20 | 5.51 | 5.87 | 8.45 | 9.63 | 7.76 |
| 2022年12月 | 602.70 | 187.32 | 48.71 | 35.59 | 156.69 | 19.88 | 3.91 | 55.31 | 25.89 | 1.24 | 5.38 | 4.78 | 10.09 | 11.35 | 10.98 | 9.08 |
| 2023年1月 | | 158.71 | 56.50 | 34.16 | 129.11 | 15.91 | 5.01 | 49.41 | 21.65 | 2.62 | 4.12 | 5.32 | 12.73 | 10.89 | 9.06 | 6.85 |
| 2023年2月 | 884.40 | 193.55 | 67.40 | 37.88 | 173.30 | 19.89 | 13.85 | 49.07 | 26.78 | 1.61 | 5.66 | 7.40 | 13.28 | 11.19 | 13.88 | 8.52 |
| 2023年3月 | 500.10 | 207.28 | 48.72 | 48.31 | 169.10 | 21.14 | 8.87 | 45.28 | 24.03 | 1.79 | 6.96 | 8.27 | 14.30 | 12.05 | 11.78 | 8.34 |
| 2023年4月 | 534.20 | 210.63 | 56.79 | 41.44 | 157.39 | 24.54 | 7.98 | 49.64 | 25.11 | 2.76 | 7.25 | 6.49 | 13.12 | 11.35 | 9.67 | 3.82 |

资料来源：Wind、中信期货研究所

(二) 上市公司出栏均重

2023年4月，生猪养殖板块上市公司的生猪出栏均重增幅明显，六家企业平均体重115.33公斤，较上月的110.72公斤，环比+4.16%。其中，立华股份的生猪出栏均重增幅较大，+15.66公斤（+16.8%）；温氏股份的生猪出栏均重增幅也较大，+4.03公斤（+3.4%）。

图表6：上市公司出栏均重

| | 温氏股份 | 正邦科技 | 新希望 | 天康生物 | 大北农 | 立华股份 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2022年1月 | 116.44 | 105.13 | 97.03 | 118.70 | 108.12 | |
| 2022年2月 | 117.40 | 106.57 | 99.09 | 108.75 | 108.34 | |
| 2022年3月 | 119.48 | 103.64 | 101.99 | 111.42 | 109.78 | |
| 2022年4月 | 118.97 | 86.96 | 112.19 | 110.84 | 105.65 | 118.06 |
| 2022年5月 | 120.11 | 86.58 | 114.04 | 118.73 | 111.09 | 120.62 |
| 2022年6月 | 119.62 | 75.49 | 112.87 | 111.84 | 110.22 | 117.18 |
| 2022年7月 | 117.10 | 71.01 | 109.04 | 120.47 | 108.58 | 117.51 |
| 2022年8月 | 118.12 | 75.66 | 110.98 | 119.90 | 115.75 | 114.82 |
| 2022年9月 | 121.85 | 98.48 | 112.80 | 120.84 | 115.90 | 121.16 |
| 2022年10月 | 124.12 | 111.47 | 95.97 | 123.61 | 108.66 | 123.47 |
| 2022年11月 | 125.27 | 125.62 | 88.37 | 125.40 | 125.57 | 131.89 |
| 2022年12月 | 121.82 | 136.67 | 97.84 | 121.37 | 124.07 | 123.39 |

| | | | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2023年1月 | 118.40 | 117.94 | 106.69 | 118.30 | 114.47 | 113.69 |
| 2023年2月 | 119.16 | 108.54 | 102.39 | 122.16 | 105.66 | 98.21 |
| 2023年3月 | 119.05 | 116.87 | 101.56 | 123.82 | 110.05 | 92.97 |
| 2023年4月 | 123.09 | 119.08 | 105.69 | 122.35 | 113.16 | 108.63 |

资料来源：Wind、中信期货研究所

(三) 上市公司仔猪出栏量

2023年4月，生猪养殖板块上市公司（5家）的仔猪出栏总量28.03万头，较上月的39.26万头，环比变化-28.60%。其中，牧原股份的仔猪月销量降幅较大，-10.9万头（-45.6%）；华统股份的仔猪月销量小幅增加，+2.5万头（+56.6%）。

图表7：上市公司仔猪出栏量（万头）

| | 牧原股份 | 天邦食品 | 唐人神 | 华统股份 | 京基智农 |
|----------|--------|-------|------|------|------|
| 2022年1月 | 28.20 | 0.75 | 0.11 | | 9.84 |
| 2022年2月 | | 0.30 | 0.83 | | |
| 2022年3月 | 52.70 | 0.47 | 1.63 | | |
| 2022年4月 | 101.90 | 0.31 | 3.55 | | |
| 2022年5月 | 128.00 | 0.28 | 1.88 | | |
| 2022年6月 | 98.60 | 0.49 | 1.97 | | |
| 2022年7月 | 56.90 | 3.47 | 5.42 | 3.04 | 1.43 |
| 2022年8月 | 30.30 | 3.65 | 2.30 | 1.03 | 0.46 |
| 2022年9月 | 27.30 | 7.28 | 0.57 | 1.06 | 5.41 |
| 2022年10月 | 18.50 | 18.95 | 2.63 | 4.02 | 2.32 |
| 2022年11月 | 8.80 | 15.43 | 2.92 | 5.81 | 2.73 |
| 2022年12月 | 4.80 | 12.79 | 2.95 | 2.72 | 3.49 |
| 2023年1月 | 17.90 | 4.15 | 1.58 | 3.44 | 2.57 |
| 2023年2月 | | 2.40 | 1.80 | 5.17 | 2.16 |
| 2023年3月 | 23.90 | 5.89 | 2.57 | 4.48 | 2.42 |
| 2023年4月 | 13.00 | 4.24 | 1.69 | 7.02 | 2.08 |

资料来源：Wind、中信期货研究所

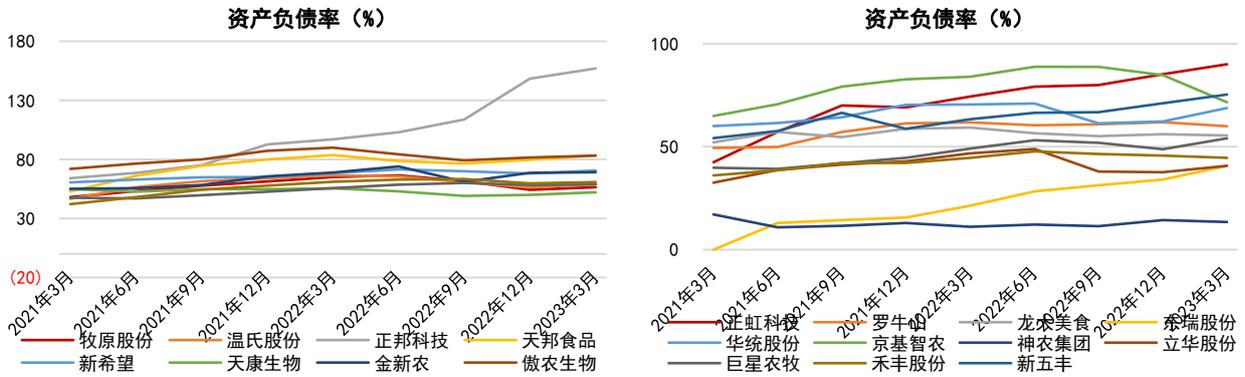
(四) 上市公司资金流动性

负债压力增加。2023年一季度，21家生猪养殖上市公司的资产负债率平均值环比增加，并且为近两年最高水平，平均杠杆率65.02%，环比上季度的63.21%，变化+2.87%。上市公司负债压力增加，其中，正邦科技的资产负债率增幅最大，+8.58个百分点，其次是东瑞股份，+6.6个百分点；京基智农的资产负债率降幅最大，-13.26个百分点。

现金流紧张。2023年一季度，21家生猪养殖上市公司的现金比率平均值环比下降，并且为近两年最低水平，平均现金比率33%，环比上季度的38%，变化

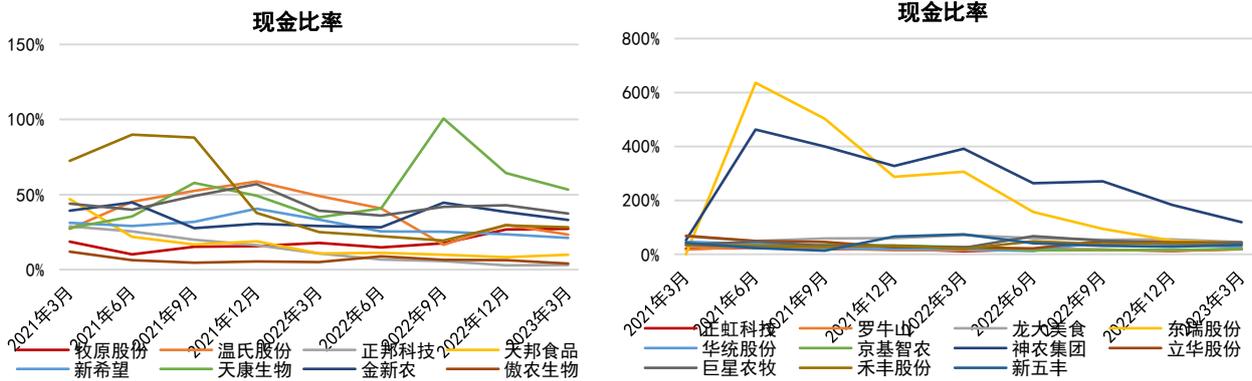
-13.44%。上市公司资金流动性下降，其中，神农集团的现金比率降幅最大，-65个百分点，其次是天康生物，-11个百分点；正虹科技、新五丰的现金比例增幅最大，均为+7个百分点。

图表8：各上市公司资产负债率



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表9：各上市公司现金比率



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表10：21家上市公司平均资产负债率变化



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表11：21家上市公司平均流动比率变化



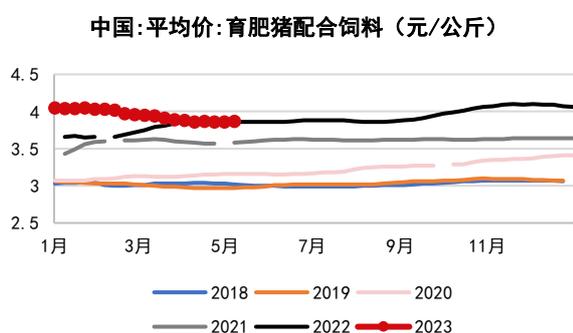
资料来源：Wind、中信期货研究所

三、饲料情况：销量环比增加，价格小幅反弹

2023年5月，生猪配合饲料价格小幅反弹。截至2023年5月10日当周，育肥猪配合饲料价格3.87元/公斤，较上月同期的3.86元/公斤，环比变化0.26%。

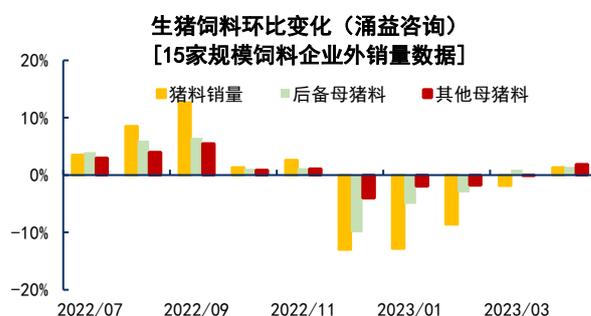
2023年4月，猪料总销量环比变化1.35%，其中，后备母猪料销量环比变化1.45%，其他母猪料销量环比变化1.87%，教保料销量环比变化2.00%，育肥料销量环比变化-1.14%。

图表12：生猪饲料价格



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表13：生猪饲料销量

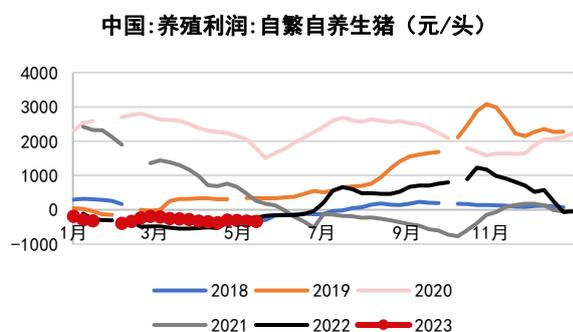


资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

四、养殖利润：亏损幅度略有收窄

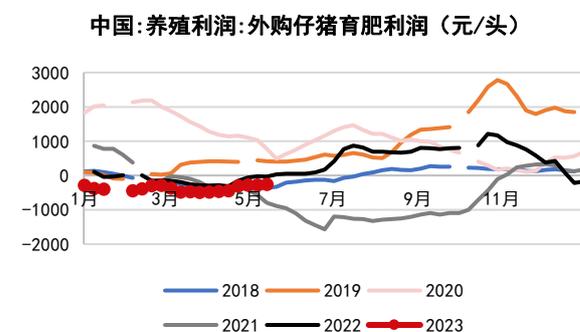
2023年4月，生猪养殖的亏损幅度略有收窄。截至2023年5月19日当周，自繁自养利润-336.94元/头，较上月同期的-376.40元/头，环比变化10.48%；外购仔猪育肥利润-254.57元/头，较上月同期的-442.95元/头，环比变化42.53%。

图表14：自繁自养利润



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表15：外购仔猪育肥利润



资料来源：Wind、中信期货研究所

五、当期供应：计划出栏下降，猪肉进口减少

（一）月度出栏：5月计划销售减少

2023年4月，据涌益咨询数据，样本点生猪月度出栏量1789万头，较上月实际销售的1768万头，变化+1.19%。

2023年5月，样本点计划销售生猪1730万头，较上月实际销售的1789万头，变化-3.30%。

图表16：月度商品猪出栏量（万头）



资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

图表17：月度计划出栏量（万头）

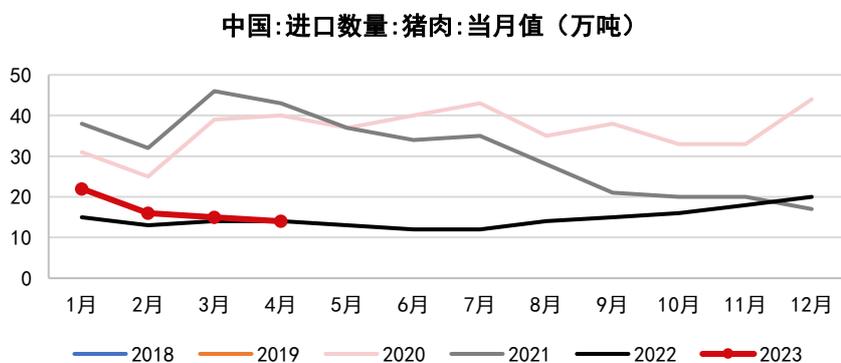


资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

（二）猪肉进口：进口量环比持续下降

国内猪价低迷，猪肉进口需求环比持续下降。2023年4月，猪肉月度进口量14万吨，较上月同期的15万吨，环比变化-6.67%，较上年同期的14万吨，同比持平。

图表18：猪肉进口量



资料来源：Wind、中信期货研究所

六、中期供应：小、中、大猪存栏环比均降

2023年4月，据涌益咨询统计，样本点大猪存栏137万头，月度环比变化-0.51%；样本点中猪存栏135万头，月度环比变化-0.66%；样本点小猪存栏190万头，月度环比变化-0.69%，同比变化3.29%。

图表19：大猪存栏

图表20：中猪存栏

图表21：小猪存栏



资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

资料来源：涌益咨询、中信期货研究所

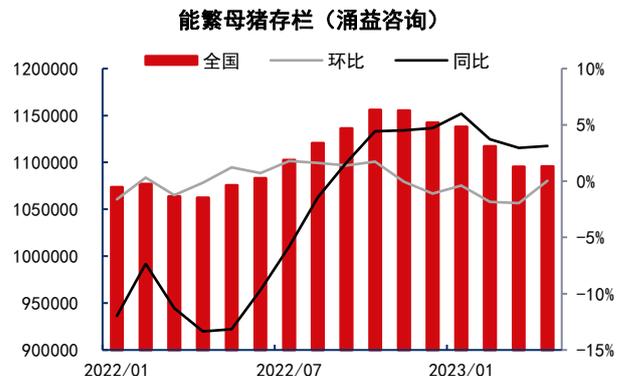
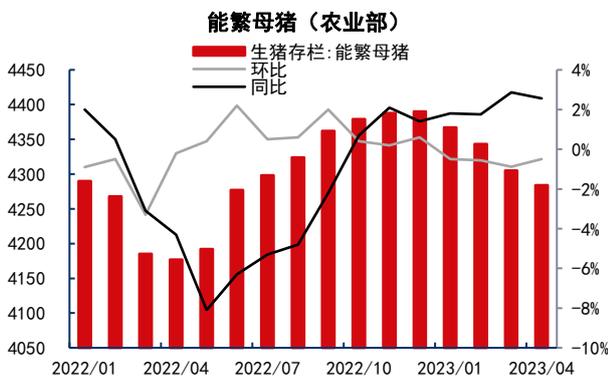
七、长期供应：基础产能仍以去化为主

(一) 能繁母猪存栏：全国母猪存栏降幅收窄

2023年以来，能繁母猪存栏环比持续下降。据农业部数据，2023年4月，全国能繁母猪存栏4284万头，环比变化-0.49%，同比变化2.56%。据涌益咨询统计，据涌益咨询统计，2023年4月，样本能繁母猪存栏110万头，月度环比变化0.04%，同比变化3.13%。

图表22：能繁母猪存栏（农业部）

图表23：能繁母猪存栏（涌益咨询）



资料来源：Wind、农业部、中信期货研究所

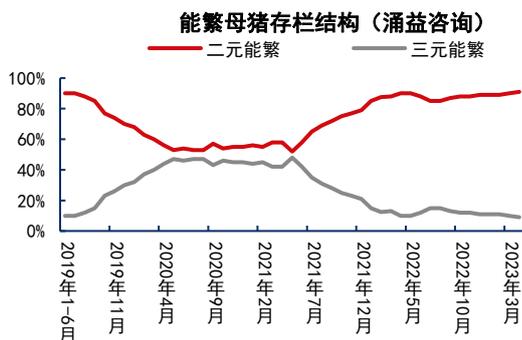
资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

（二）生产效率指标：母猪结构和生产指标持续优化

2023年4月，母猪种群结构继续优化。据涌益咨询数据，样本点二元能繁母猪占比91%，较上月的90%，增加1个百分点。

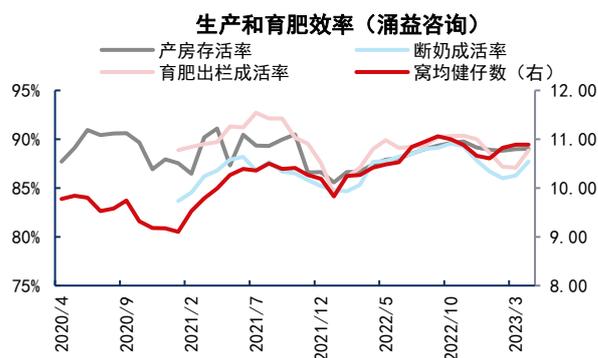
生产效率来看，据涌益咨询统计，2023年4月，窝均健仔数10.89，环比上月变化0.65%；产房存活率89.03%，环比上月变化0.24%；断奶成活率87.71%，环比上月变化1.98%；育肥出栏成活率88.85%，环比上月变化1.93%。

图表24：能繁母猪存栏结构



资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

图表25：生产和育肥效率

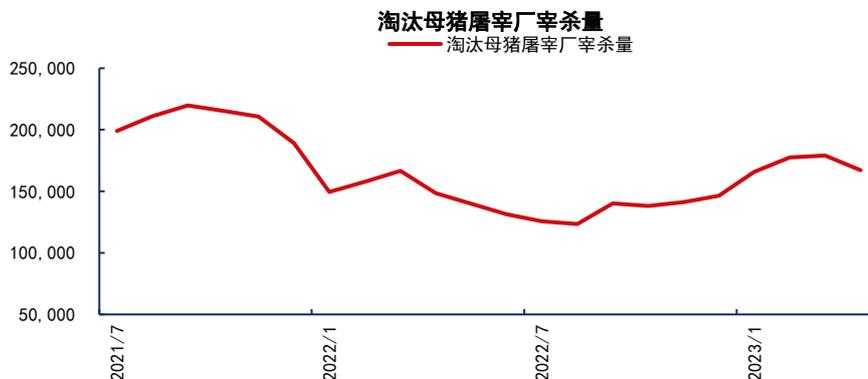


资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

（三）母猪淘汰量：环比下降

据涌益咨询统计，2023年4月，样本点淘汰母猪屠宰厂宰杀量17万头，较上月环比变化-6.63%。

图表26：淘汰母猪宰杀量（万头）



资料来源：Wind、涌益咨询、中信期货研究所

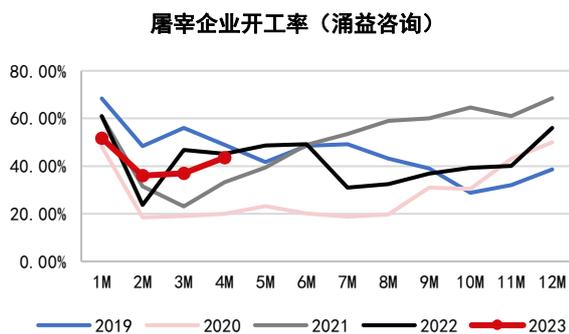
八、消费情况：4月屠宰开工率环比增加

据涌益咨询数据,2023年4月,屠宰企业开工率43.50%,较上月同期的37.02%,环比变化17.50%,较上年同期的45.23%,同比变化-3.82%。

据农业部数据,2023年4月,生猪定点屠宰企业屠宰量2863万头,较上月的2669万头,环比变化7.27%,较上年同期的2738万头,同比变化4.57%。

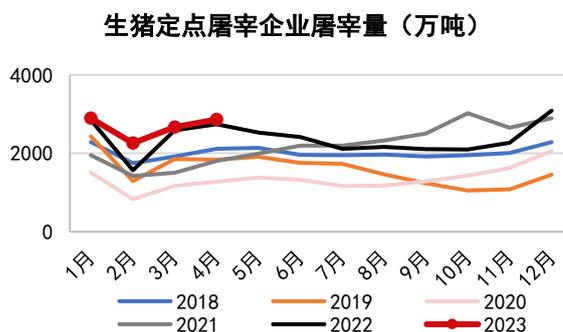
风险因素:疫情;政策。

图表27: 屠宰企业开工率



资料来源: Wind、涌益咨询、中信期货研究所

图表28: 月度屠宰量



资料来源: Wind、农业部、中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>