

2023年度生猪策略报告

产能增长兑现供给，需求主导影响抬升



0571-87213861



农产品团队



浙商期货研究中心



2022年12月26日

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，请务必阅读正文之后的免责声明

目录

CONTENTS

1、行情回顾

2、长周期供需情况

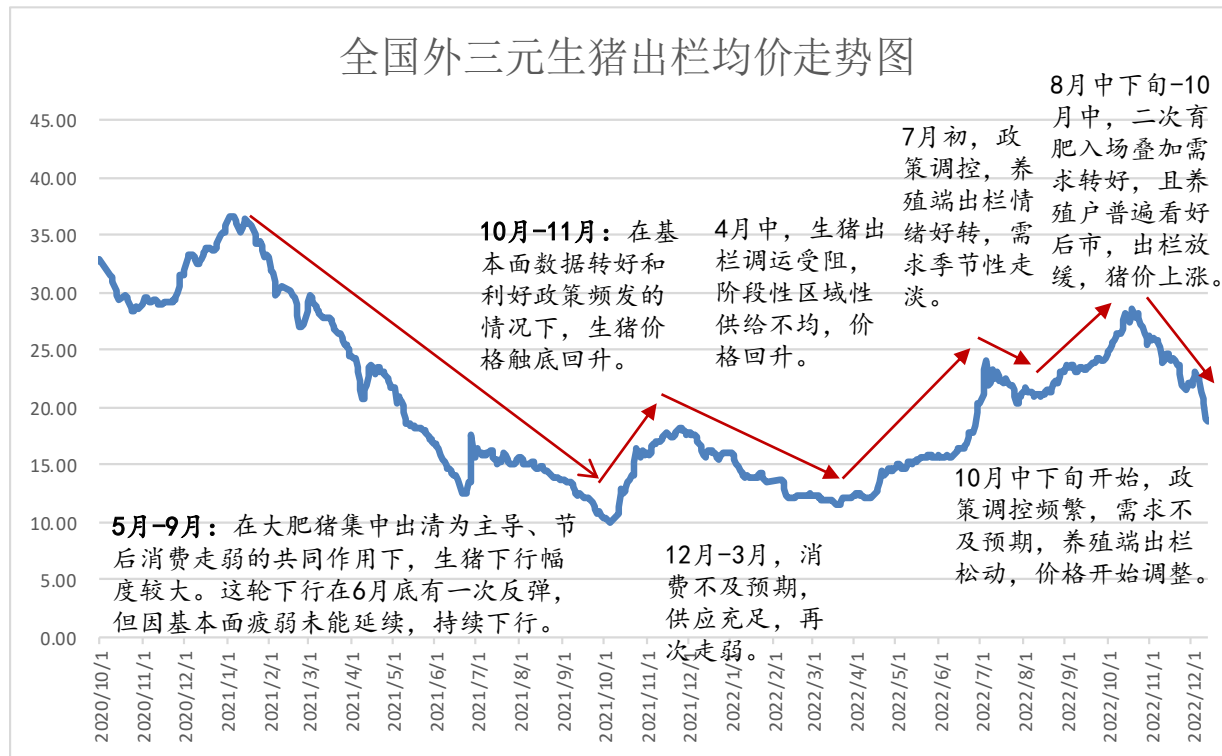
3、短期供需情况

4、总结展望

1

行情回顾

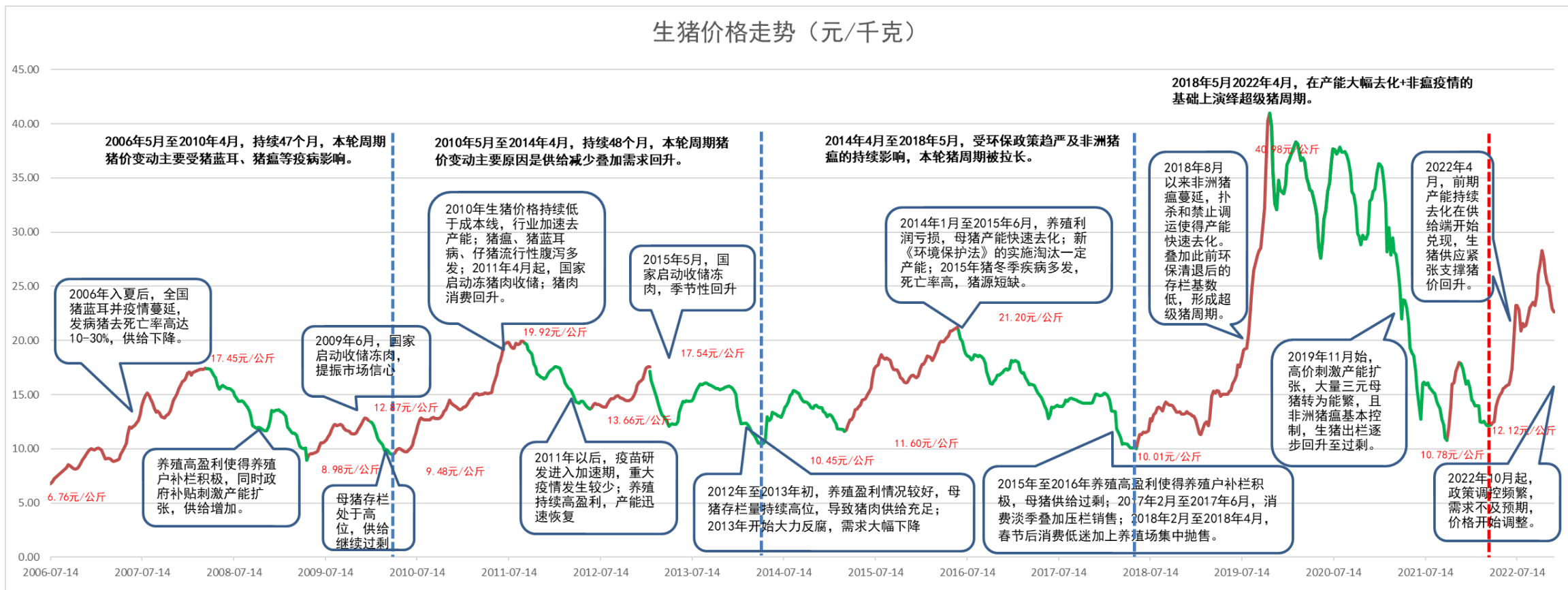
4月中，前期产能去化逐步在供给端兑现，生猪出栏调运受阻，阶段性区域性供给不均，价格回升。7月初，政策调控下，养殖端出栏情绪好转，猪源供给改善，需求端季节性走淡，再加上高价抑制，猪价震荡调整。8月中，市场预期需求转好，二次育肥争抢猪源，猪价再次回升。9月国储冻猪肉抛储形成一定压制，但是整体仍旧偏强。国庆期间猪源供应偏紧下，猪价进一步上涨，但节后政策调控频繁，且需求迟迟未启动下，市场需求预期转变，养殖端出栏松动，猪价持续调整。12月初，腌腊需求形成一定提振但幅度有限，市场需求预期悲观，前期集中出栏压力下，猪价大幅下跌。



猪周期本质为产能周期，一般为四年左右，由养殖利润所驱动，呈现出价格的周期性变化，其中产业集中度低为基础，生猪繁殖生长周期为根本原因，事件为驱动助力，能繁母猪存栏量为检测猪周期的核心指标。

新一轮猪周期已从4月开启，而对于新周期，随产业集中度提升、资金参与度增加，产能调整节奏加快，预计周期运行时间缩短波动区间收窄。

生猪价格走势（元/千克）



2

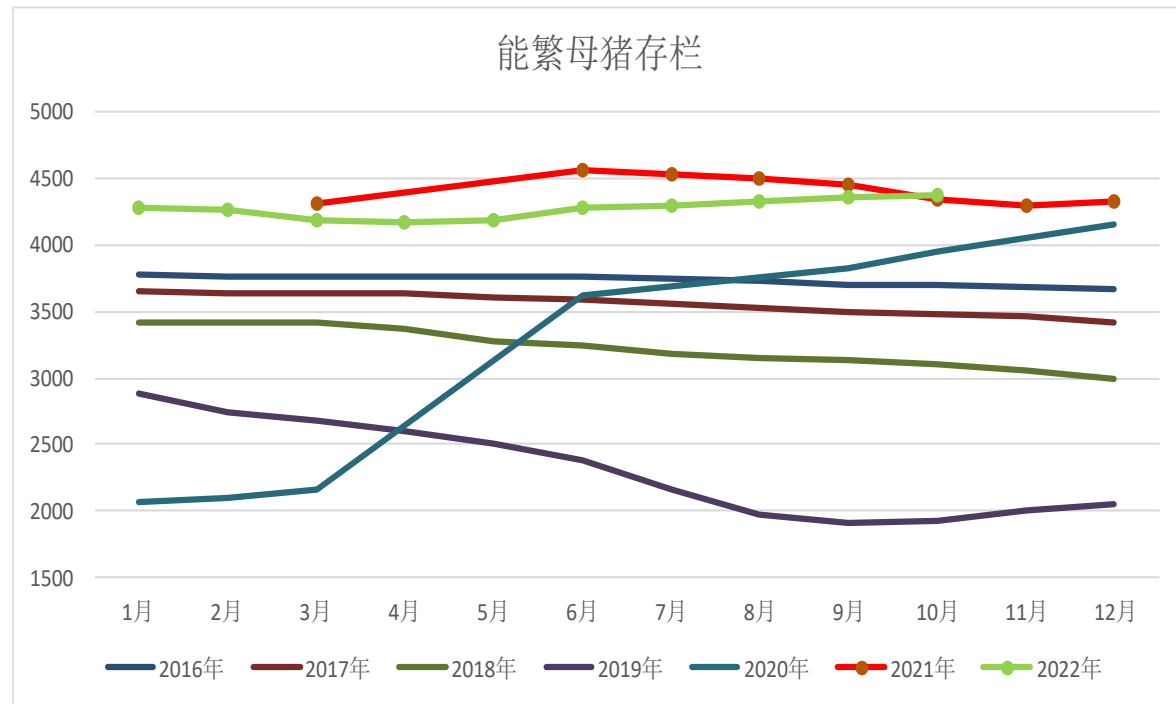
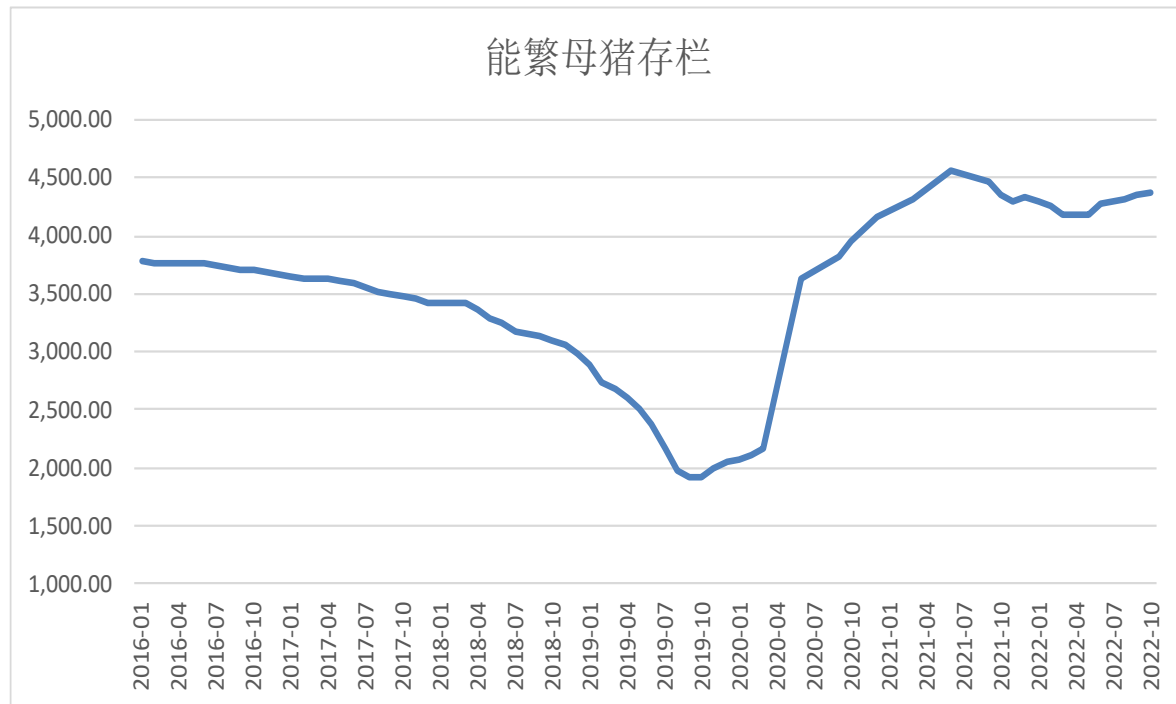
长周期供需情况

能繁回升兑现供给，需求预期逐步恢复

能繁母猪存栏持续回升

2022年4月能繁母猪存栏达到低点4177.3万头，之后随价格回升，能繁母猪数量持续增长，但随猪价回落且对后市存在分歧，进入四季度后，养殖户补栏再次谨慎，节奏明显放缓。

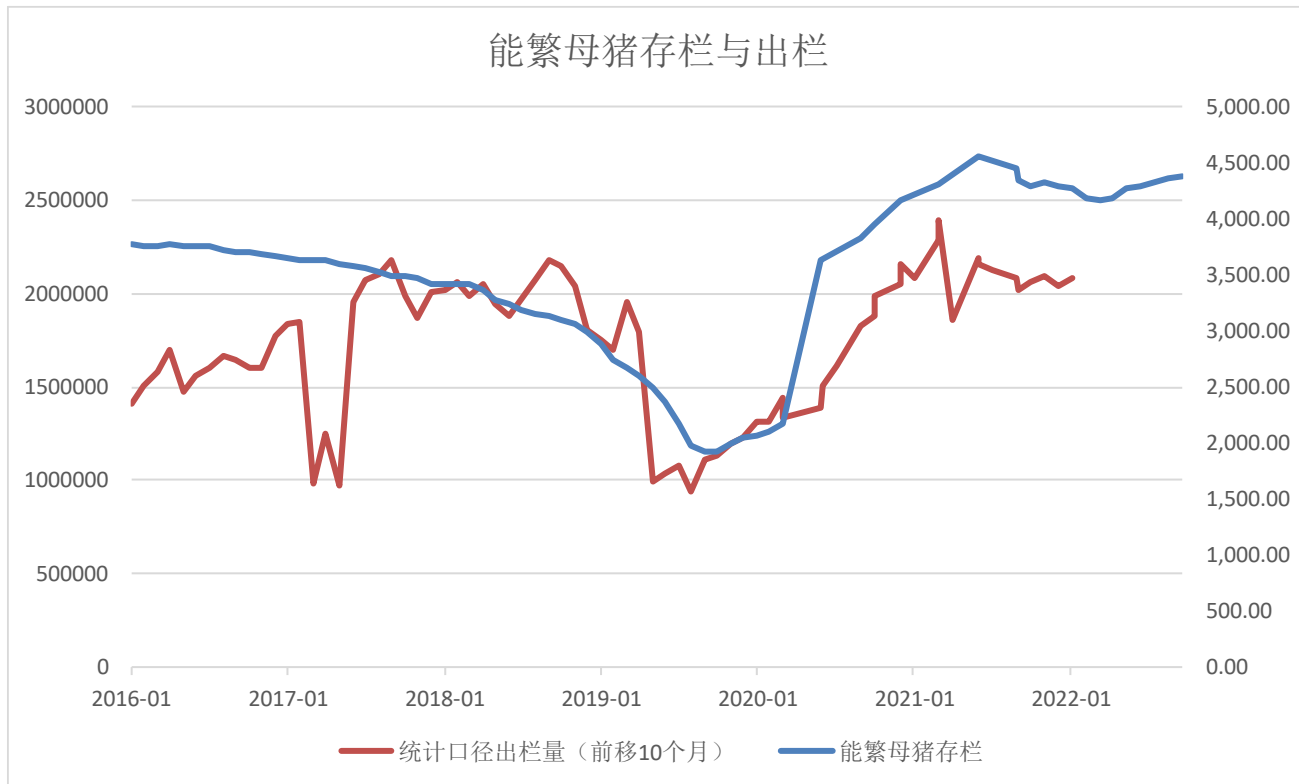
农业农村部数据，10月底全国能繁母猪数量为4379万头，环比上涨0.39%，能繁母猪存栏量连续第7个月上升，产能持续恢复增长。现阶段能繁母猪存栏量已高于去年同期，且远高于官方设定的能繁母猪存栏量调控目标即能繁母猪正常保有量4100万头，但离去年的峰值仍有一定距离，即产能持续处于供应充足局面但压力尚可。



产能缓慢增长，供给逐步回升

因为一般能繁母猪配种到商品猪出栏周期为10个月左右，能繁母猪存栏量与10个月后的商品猪出栏量存在明显的相关性。

2021年6月能繁母猪存栏达到高点4564万头，之后产能持续去化，故对应生猪供给压力在4月前后到达高峰，之后产能去化进程在供给端逐步兑现，供给压力明显缓解。但随着2022年4月能繁母猪存栏达到低点，5月能繁存栏再次转增，意味着明年二季度生猪供给将再次回升。



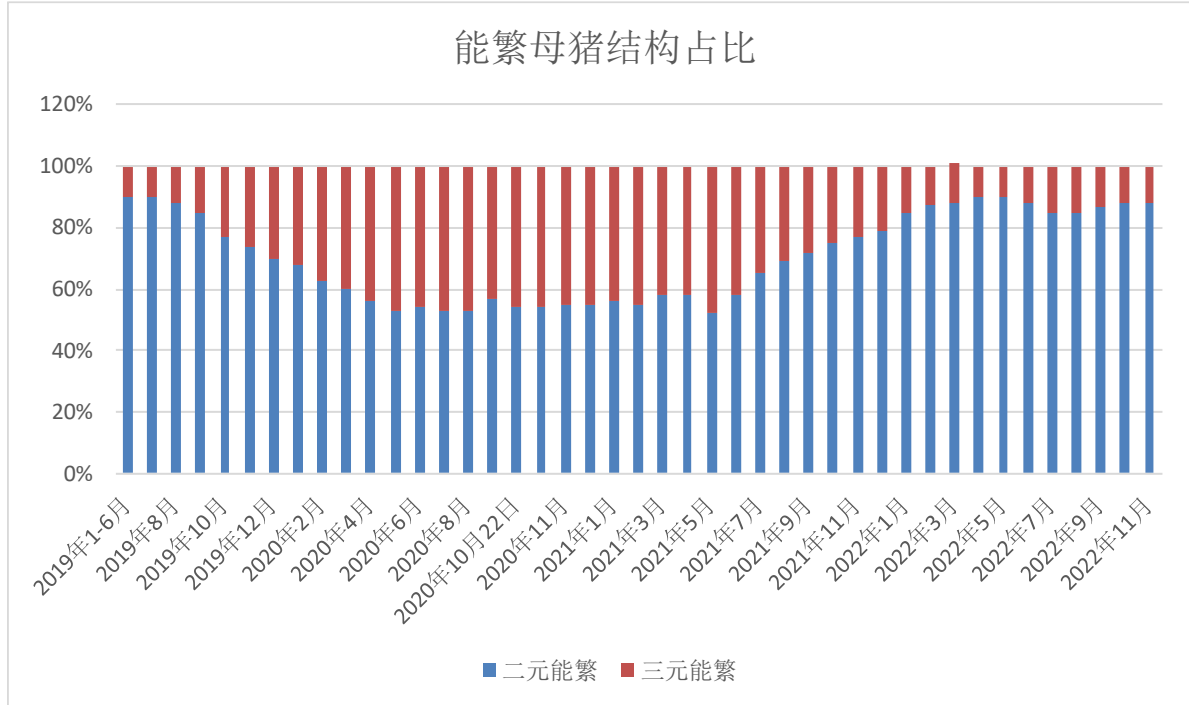
	能繁母猪存栏量	变化	出栏时间
2020年12月	4161	2.67%	2021年10月
2021年3月	4318	1.26%	2022年1月
2021年6月	4564	1.90%	2022年4月
2021年7月	4541	-0.50%	2022年5月
2021年9月	4459	-0.90%	2022年7月
2021年10月	4348	-2.49%	2022年8月
2021年11月	4296	-1.20%	2022年9月
2021年12月	4329	0.77%	2022年10月
2022年1月	4290	-0.90%	2022年11月
2022年2月	4268	-0.51%	2022年12月
2022年3月	4185	-1.94%	2023年1月
2022年4月	4177.3	-0.18%	2023年2月
2022年5月	4192	0.36%	2023年3月
2022年6月	4277	2.03%	2023年4月
2022年7月	4298	0.5%	2023年5月
2022年8月	4324	0.60%	2023年6月
2022年9月	4362	0.88%	2023年7月
2022年10月	4379	0.39%	2023年8月

资料来源：中国政府网 涌益咨询 浙商期货研究中心

产能结构优化，供给增加前移

能繁母猪存栏结构持续优化，饲养技术水平抬升，生产性能稳步抬升。实际产能拐点可能早于存栏拐点，在供给端的兑现亦将前移。

目前二元母猪占比已提升至相对高位，就统计样本，11月二元三元能繁母猪比例为已达88%：12%，即正常年份水平，对比去年同期提升近5%，较前两年低值抬升13%。



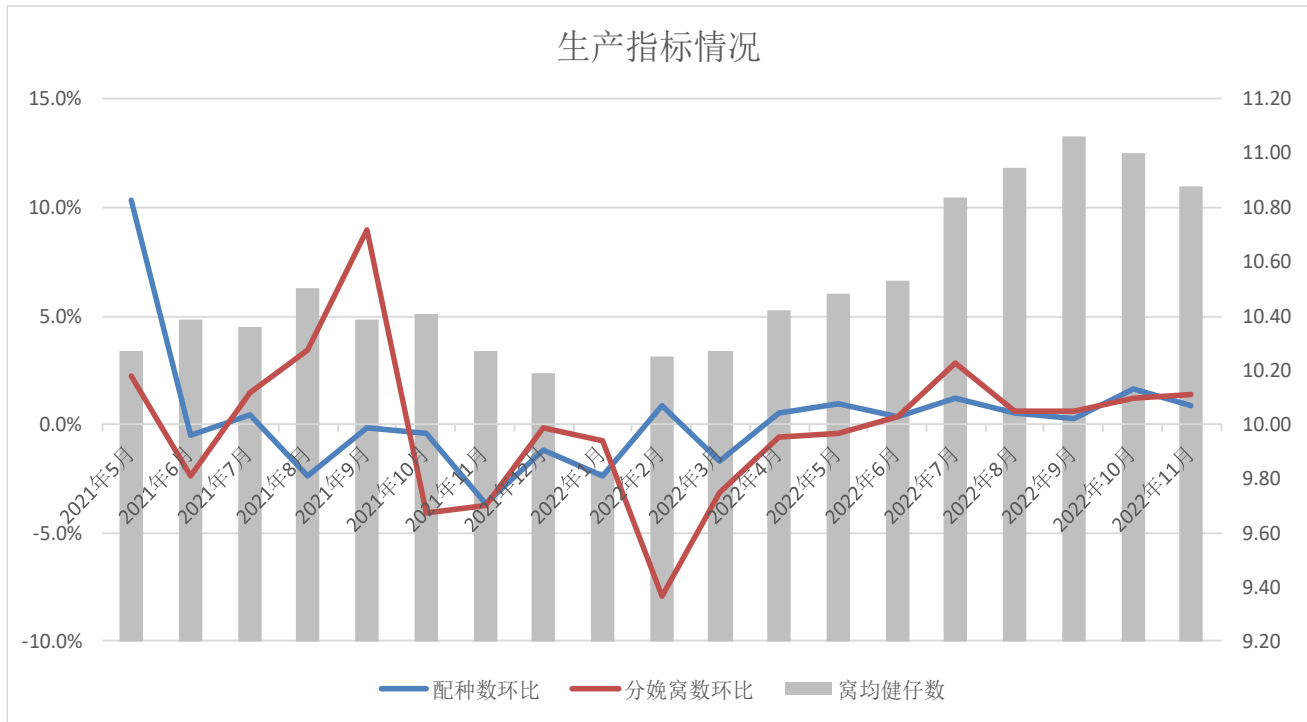
	能繁母猪存栏量	变化	二元	三元	综合PSY	10月后出栏量	出栏时间
2017年5月	3604		90%	10%	18.07	5426.12	2018年3月
2020年10月	3950	3.35%	54%	46%	15.82	5208.8	2021年8月
2020年12月	4161	2.67%	55%	45%	15.89	5508.64	2021年10月
2021年3月	4318	1.26%	58%	42%	16.07	5783.75	2022年1月
2021年6月	4564	1.90%	58%	42%	16.07	6113.25	2022年4月
2021年7月	4541	-0.50%	65%	35%	16.51	6247.47	2022年5月
2021年9月	4459	-0.90%	72%	28%	16.95	6296.7	2022年7月
2021年10月	4348	-2.49%	75%	25%	17.13	6207.68	2022年8月
2021年11月	4296	-1.20%	77%	23%	17.26	6178.04	2022年9月
2021年12月	4329	0.77%	79%	21%	17.26	6270.45	2022年10月
2022年1月	4290	-0.90%	85%	15%	17.76	6347.59	2022年11月
2022年2月	4268	-0.51%	87%	13%	17.88	6395.36	2022年12月
2022年3月	4185	-1.94%	87%	13%	17.88	6235.68	2023年1月
2022年4月	4177.3	-0.18%	90%	10%	18.07	6289.27	2023年2月
2022年5月	4192	0.35%	90%	10%	18.07	6311.41	2023年3月
2022年6月	4277	2.03%	88%	12%	17.94	6394.97	2023年4月
2022年7月	4298	0.49%	85%	15%	17.76	6359.43	2023年5月
2022年8月	4324	0.60%	85%	15%	17.76	6397.90	2023年6月
2022年9月	4362	0.88%	87%	13%	17.88	6499.42	2023年7月
2022年10月	4379	0.39%	88%	12%	17.94	6547.48	2023年8月

资料来源：中国政府网 涌益咨询 浙商期货研究中心

生产性能提升，短期供应充足

由于能繁母猪存栏所处状态结构不能明确，且生产性能存在差异，所以结合生产性能指标进行出栏推断。

综合考虑当月母猪配种情况、分娩情况、窝均健仔数、断奶成活率86%、育肥成活率89%等因素，大致可以推断5个月后肥猪出栏情况，供给压力从9-10月开始回升，明年一季度仍将保持在偏高水平。

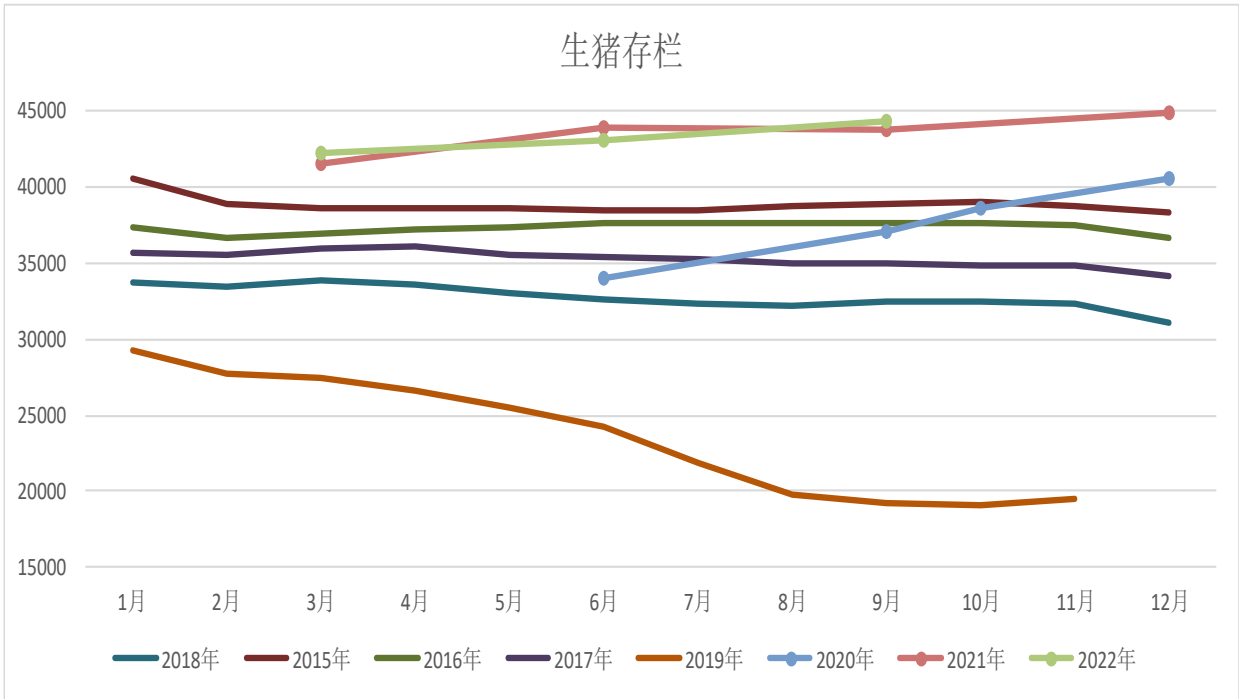
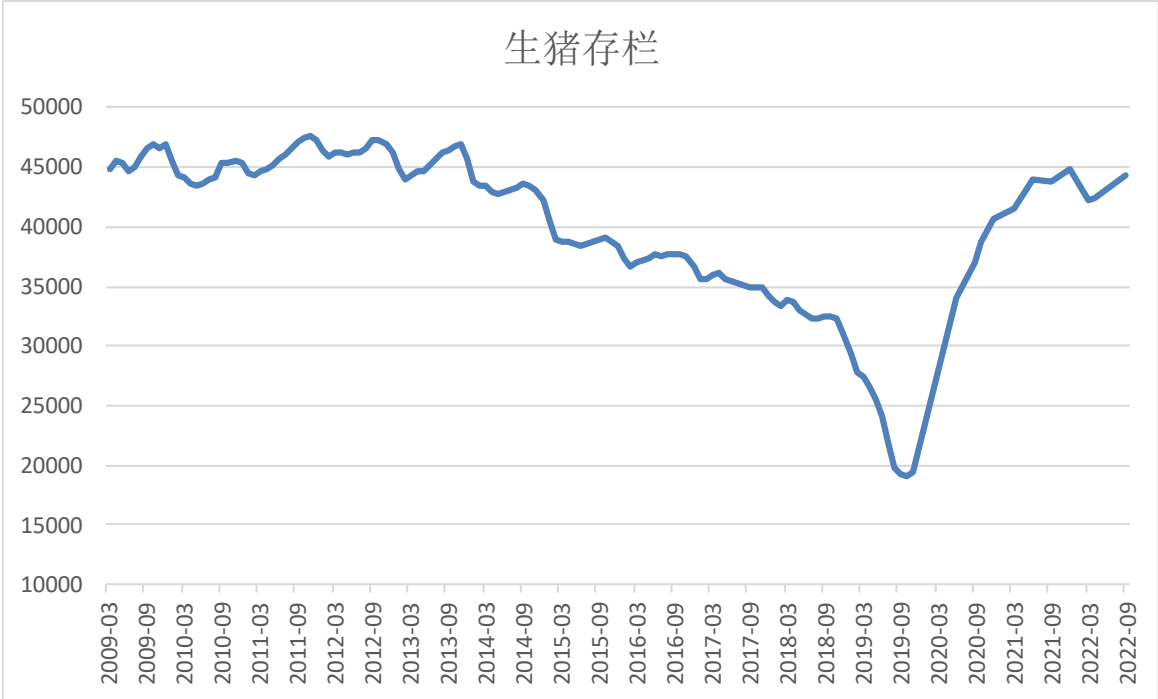


	能繁母猪存栏	变化	5月后出栏量	变化	出栏时间
2021年3月	4318	1.26%	4835.32		2021年8月
2021年6月	4564	1.90%	5707.74		2021年11月
2021年7月	4541	-0.50%	5969.27		2021年12月
2021年9月	4459	-0.90%	6780.52		2022年2月
2021年10月	4348	-2.49%	6262.81	-7.64%	2022年3月
2021年11月	4296	-1.20%	5867.40	-6.31%	2022年4月
2021年12月	4329	0.77%	5725.93	-2.41%	2022年5月
2022年1月	4290	-0.90%	5249.30	-8.32%	2022年6月
2022年2月	4268	-0.51%	5147.30	-1.94%	2022年7月
2022年3月	4185	-1.94%	5032.22	-2.24%	2022年8月
2022年4月	4177.3	-0.18%	5397.05	7.25%	2022年9月
2022年5月	4192	0.36%	5428.23	0.58%	2022年10月
2022年6月	4277	2.03%	5545.95	2.17%	2022年11月
2022年7月	4298	0.5%	5861.34	5.69%	2022年12月
2022年8月	4324	0.60%	5977.35	1.98%	2023年1月
2022年9月	4362	0.88%	6103.94	2.12%	2023年2月
2022年10月	4379	0.39%	6085.70	-0.30%	2023年3月

资料来源：中国政府网 涌益咨询 浙商期货研究中心

生猪存栏高位，短期供给充足

农业农村部数据，2022年9月底全国生猪存栏数量为44394万头，环比增长1.44%。随能繁母猪存栏恢复，生猪存栏亦呈现增长态势，对应近段时间内生猪供给充足状态。

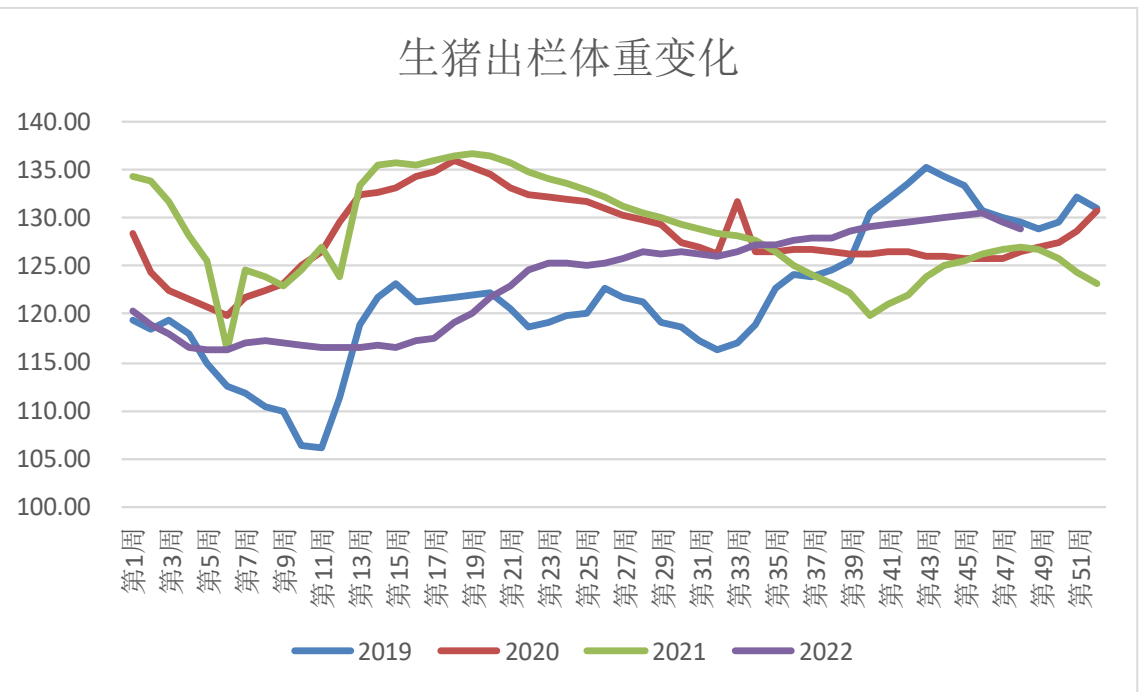


资料来源：中国政府网 浙商期货研究中心

供给压力需要持续释放

出栏量*出栏均重=实际出肉率，生猪出栏均重与价格、出栏节奏密切相关，一般猪价疲软，养殖户出栏积极性不高，出栏均重会增加，或者说肥标价差适合养殖户压栏，出栏均重也会增加，所以出栏均重高点一般在5-6月与11-12月。

今年4月中下旬猪价企稳回升后，养殖端调整出栏计划，出栏均重持续增长，阶段性供给后移且极大提升了旺季猪肉供给。后续尽管体重大概率季节性回落，但是随产能恢复开始兑现，预计一季度猪肉供给仍将维持高位，且后续随体重季节性回升，供给亦将维持充足水平。

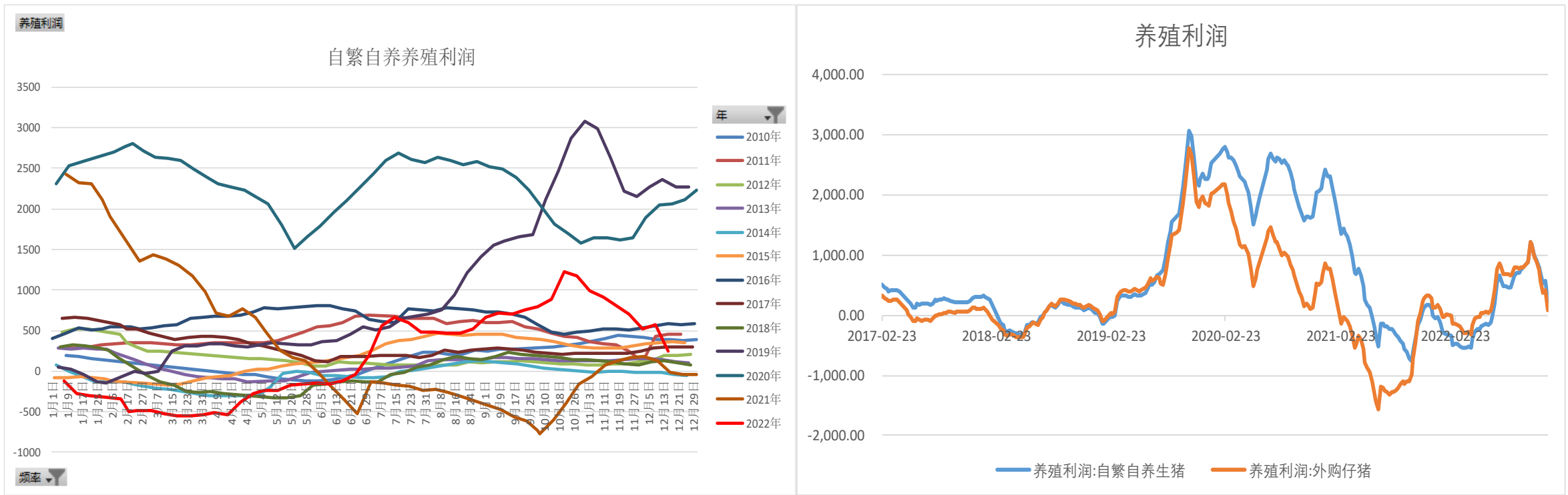


	能繁母猪存栏	变化	5个月后出栏	变化	出栏时间	出栏均重	猪肉供给	变化
2020年10月	3950		3923.76		2021年3月	126.295	386530.10	
2020年12月	4161	5.34%	4752.84	21.13%	2021年5月	136.4475	505839.70	30.87%
2021年3月	4318	3.77%	4835.32	1.74%	2021年8月	128.3075	483917.90	-4.33%
2021年6月	4564	5.70%	5707.74	18.04%	2021年11月	125.9125	560566.70	15.84%
2021年7月	4541	-0.50%	5969.27	4.58%	2021年12月	125.404	583884.40	4.16%
2021年9月	4459	-1.81%	6780.53	13.59%	2022年2月	116.38	615511.65	5.42%
2021年10月	4348	-2.49%	6262.81	-7.64%	2022年3月	116.928	571192.05	-7.20%
2021年11月	4296	-1.20%	5867.40	-6.31%	2022年4月	116.585	533559.74	-6.59%
2021年12月	4329	0.77%	5725.93	-2.41%	2022年5月	118.5325	529393.14	-0.78%
2022年1月	4290	-0.90%	5249.30	-8.32%	2022年6月	123.992	507679.73	-4.35%
2022年2月	4268	-0.51%	5147.30	-1.94%	2022年7月	125.6425	504441.03	0.39%
2022年3月	4185	-1.94%	5032.22	-2.24%	2022年8月	126.2925	495714.78	-3.92%
2022年4月	4177.3	-0.18%	5397.06	7.25%	2022年9月	127.352	536114.08	7.85%
2022年5月	4192	0.35%	5428.23	0.58%	2022年10月	129.16	546866.35	2.14%
2022年6月	4277	2.03%	5545.95	2.17%	2022年11月	130.00	558726.07	2.17%
2022年7月	4298	0.49%	5861.34	5.69%	2022年12月	129.16	590499.36	5.69%
2022年8月	4324	0.60%	5977.35	1.98%	2023年1月	116.00	540830.72	-8.41%
2022年9月	4362	0.88%	6103.94	2.12%	2023年2月	116.00	552284.68	2.12%
2022年10月	4379	0.39%	6085.70	-0.30%	2023年3月	116.00	550634.35	-0.30%
2022年11月	4400.90	0.50%	6083.65	-0.03%	2023年4月	116.00	550448.47	-0.03%
2022年12月	4422.90	0.50%	6001.66	-1.35%	2023年5月	118.00	552392.79	0.35%
2023年1月	4445.01	0.50%	5763.82	-3.96%	2023年6月	118.00	530501.71	-3.96%

养殖利润收缩，产业情绪转变

2021年5月开始，生猪养殖普遍亏损，生猪产能去化陆续开启，但进入11月，养殖利润好转，养殖户母猪去化进程放缓。2022年4月中下旬后价格回升，利润向好，能繁母猪存栏逐步回升。

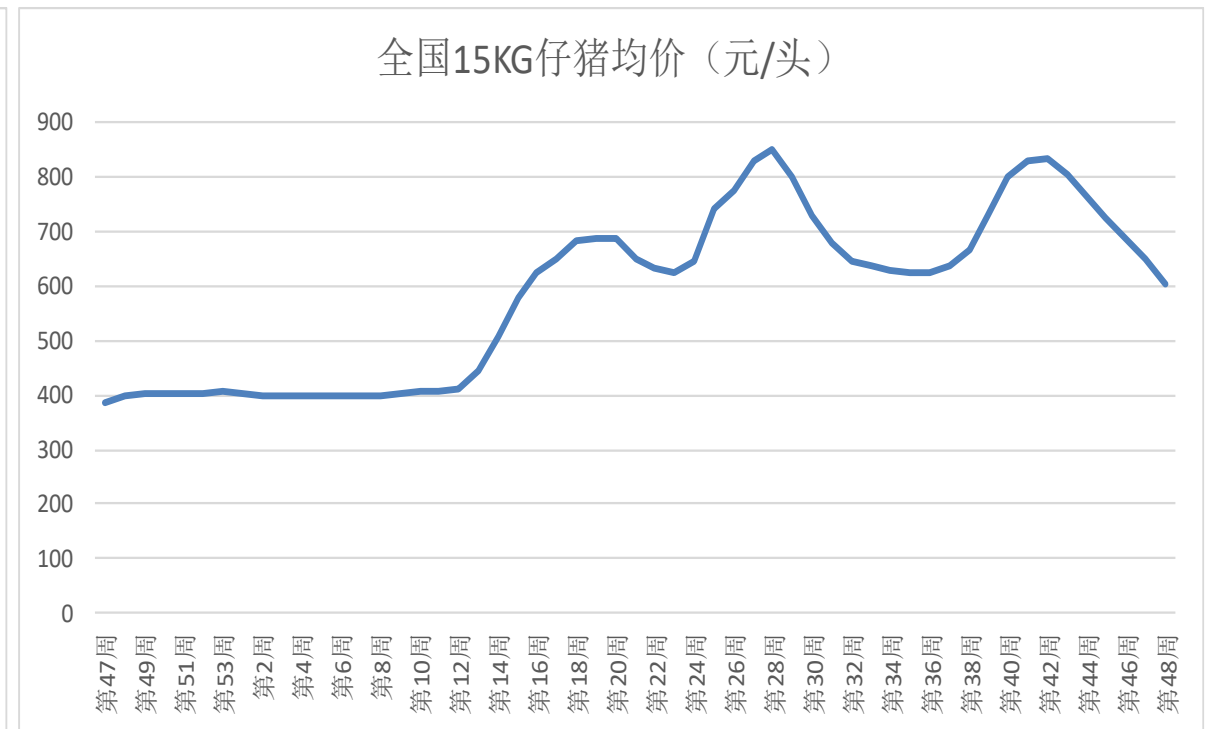
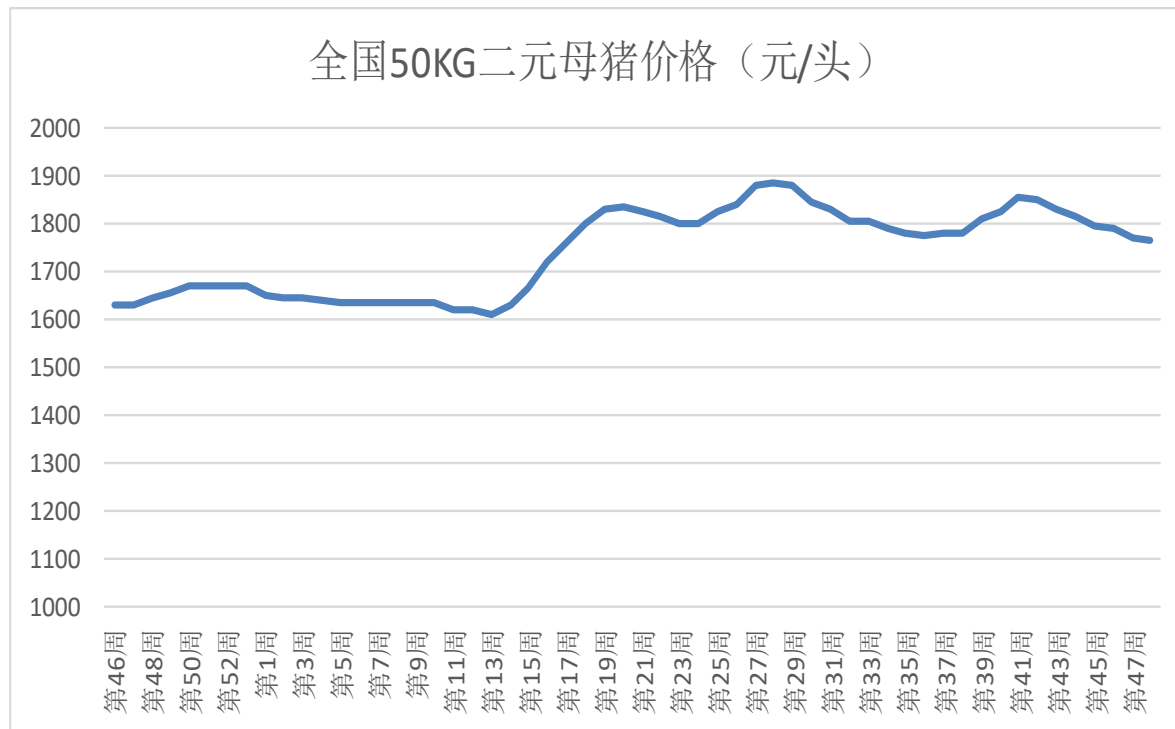
目前行业综合养殖成本普遍在17元/公斤上下，四季度随价格持续下行，生猪养殖产业再次面临亏损，短期产业悲观情绪再起，但由于市场远期预期仍旧在乐观区间，预计能繁暂难开启去化。



补栏再次谨慎

去年四季度始后备母猪需求回升，4月中下旬起，商品猪价格快速回升，市场普遍看好下半年猪价走势，养殖户补栏积极性较好，仔猪价格明显上涨，与此同时，母猪需求亦回升，再加上肥转母快速提升散户产能恢复。农业农村部数据，能繁母猪数量连续六个月持续增长，10月底为4379万头，累计增加4.83%。

因季节性因素以及出栏周期，7月开始仔猪补栏积极性一般，母猪补栏以理性谨慎为主，尽管10月中上旬价格上涨有带动产业情绪再次回升，但后续随价格回落市场补栏再次回归理性，产能增长态势放缓，11月咨询网站数据显示，能繁母猪数量由增转降，预计后续产能可能缓慢下降。



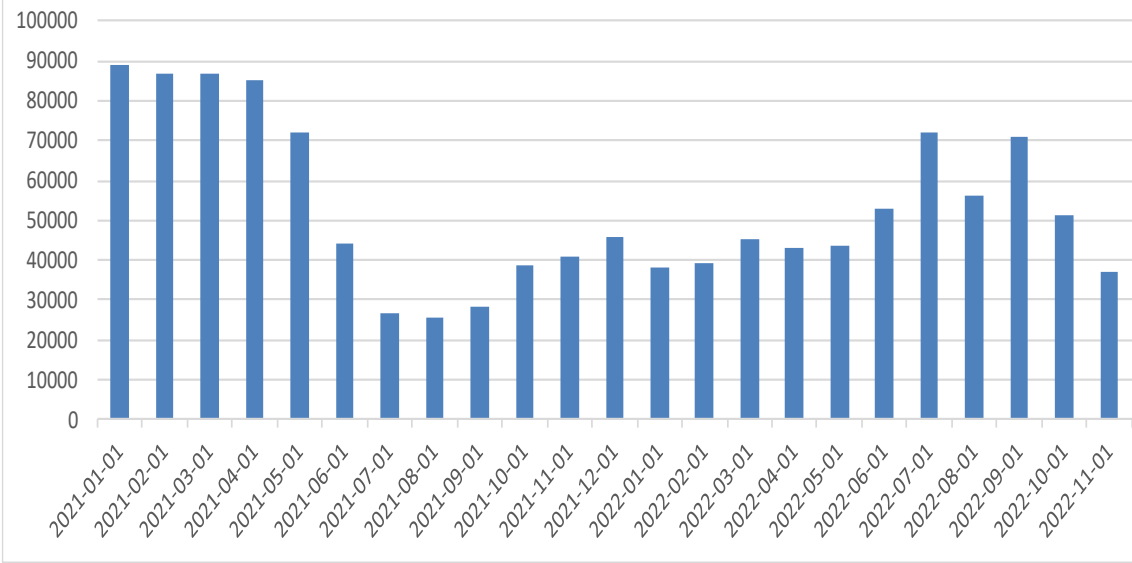


产能增速放缓

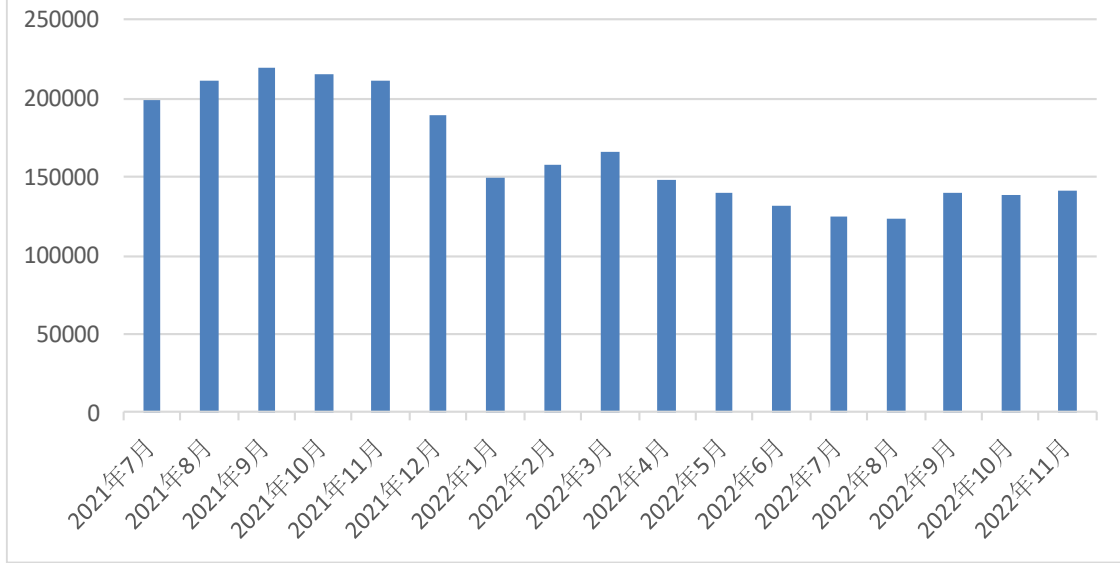
后备母猪补栏于去年四季度回升，今年三季度再次大幅增长，但进入四季度明显回落，与此同时，淘汰母猪量从去年四季度开始下降，在一季度持续亏损期有短暂增幅后已基本回落至正常水平，近期因价格持续走低，淘汰量有所增加。

因此，综合后备与淘汰情况，预计后续能繁增速可能继续平缓。

样本企业后备母猪销量



淘汰母猪屠宰厂宰杀量



产能变化情况

时间	涌益样本	钢联样本	卓创样本	农业部
2021年5月	124.49	531.28	544.33	
2021年6月	119.90	533.13	575.72	4,564.00
2021年7月	116.08	531.00	590.96	4,541.00
2021年8月	113.69	525.36	569.75	4,500.00
2021年9月	111.76	498.76	540.92	4,459.00
2021年10月	110.68	486.64	539.94	4,348.00
2021年11月	110.54	479.71	512.50	4,296.00
2021年12月	109.10	465.38	516.59	4,329.00
2022年1月	107.36	467.48	509.21	4,290.00
2022年2月	107.71	465.59	508.68	4,268.00
2022年3月	106.38	459.03	498.37	4,185.00
2022年4月	106.25	454.59	507.39	4177.3
产能去化幅度	-14.66%	-14.73%	-15.67%	-8.47%
2022年5月	107.55	462.91	512.08	4192
2022年6月	108.32	471.88	527.59	4277
2022年7月	110.26	476.67	546.9	4289
2022年8月	112.06	484.11	559.7	4324
2022年9月	113.62	489.77	562.31	4362
2022年10月	115.58	503.51	580.83	4379
2022年11月	115.52	508.93	601.68	
回升幅度	8.73%	11.95%	20.73%	4.83%
样本量	419样本	123样本	166样本	约70万户

自去年年中能繁母猪存栏见顶后产能持续去化，就农业农村部大样本数据来看，产能最低点**4177万头**较高点累计下降**8.47%**，较**4100**的正常保有量仍旧偏高。各资讯网站样本数据显示能繁母猪产能下降幅度普遍在**14%以上**。

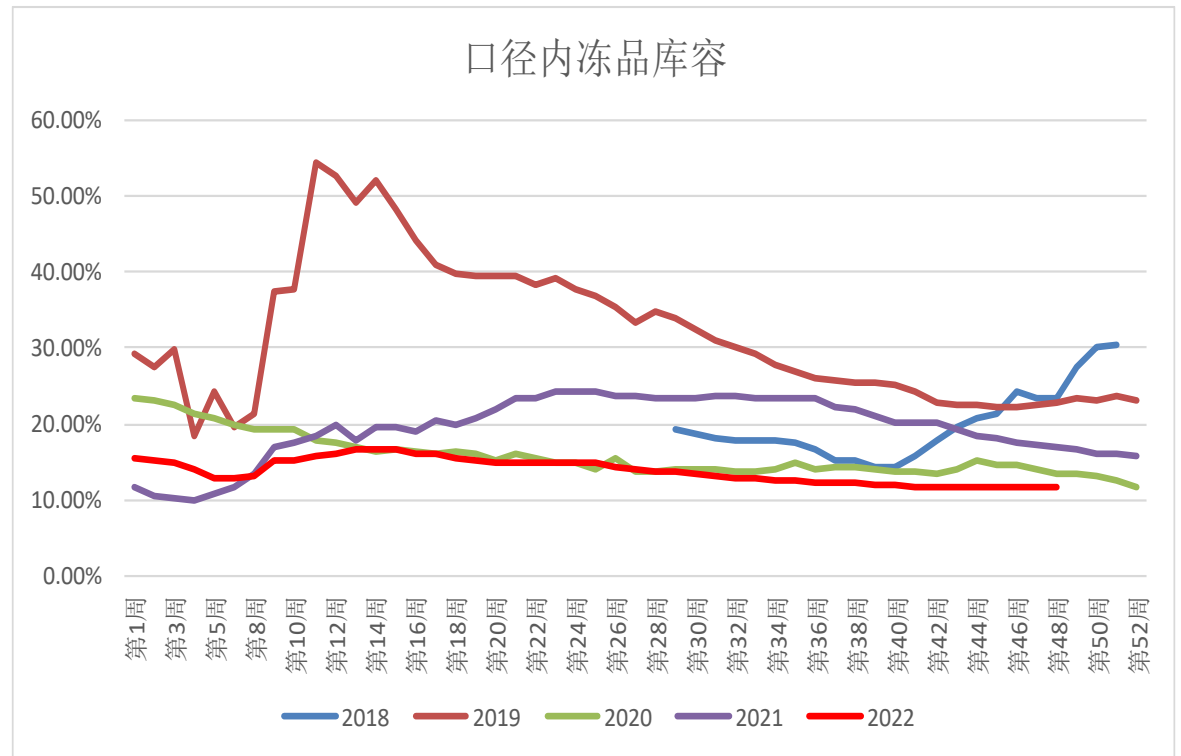
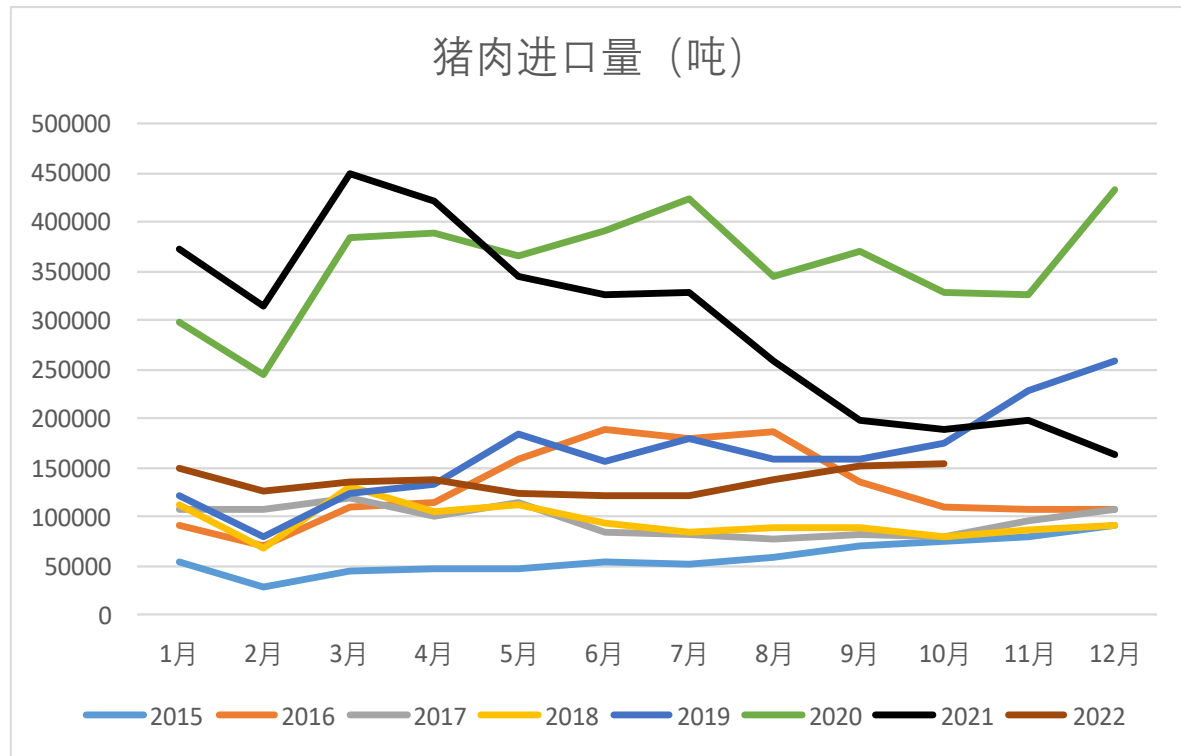
集团规模企业产能变化不大，就统计数据，多数头部企业产能维持稳步上升态势，集中度显著提高；市场普遍反应中小规模养殖户退出较多，平均幅度可达**30-40%**。

4月前后开始，能繁母猪存栏开始恢复，资讯网站数据显示能繁母猪存栏恢复速度明显偏快，而农业农村部数据显示偏慢，但目前普遍未恢复至去年高点水平，整体供给端压力仍有限。

资料来源：农业部农村部、涌益咨询、卓创资讯、我的农产品网 浙商期货研究中心

进口量回归正常，关注冻肉淡旺季调节

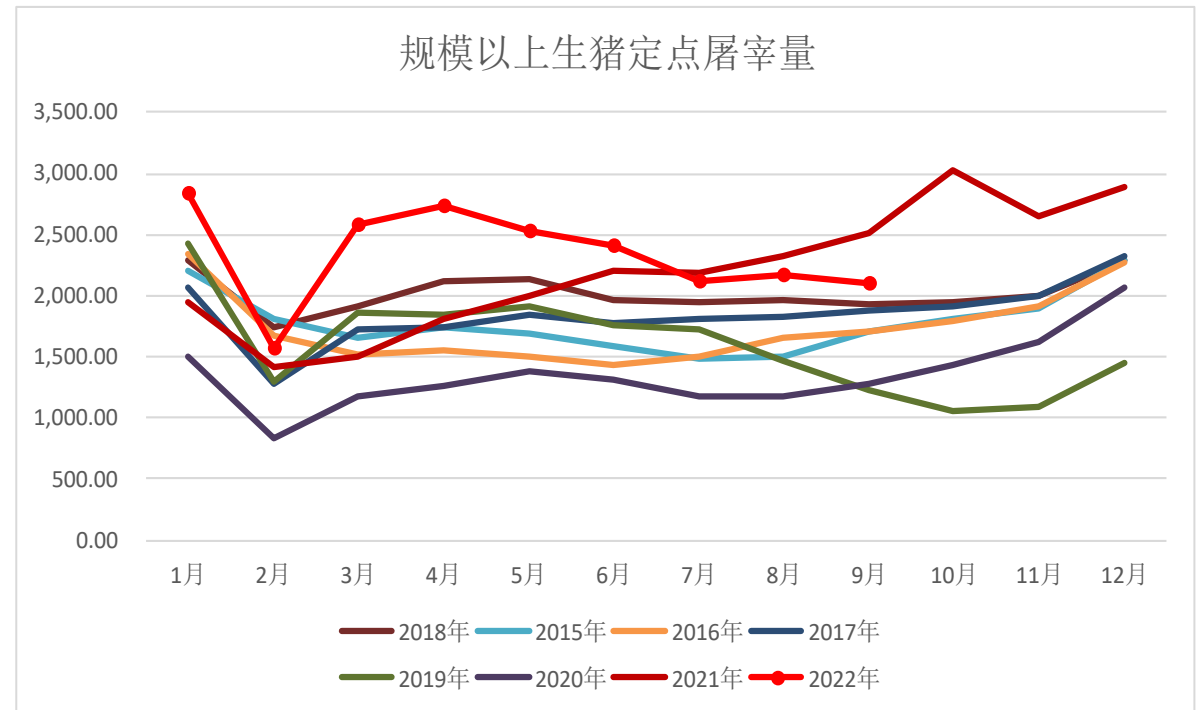
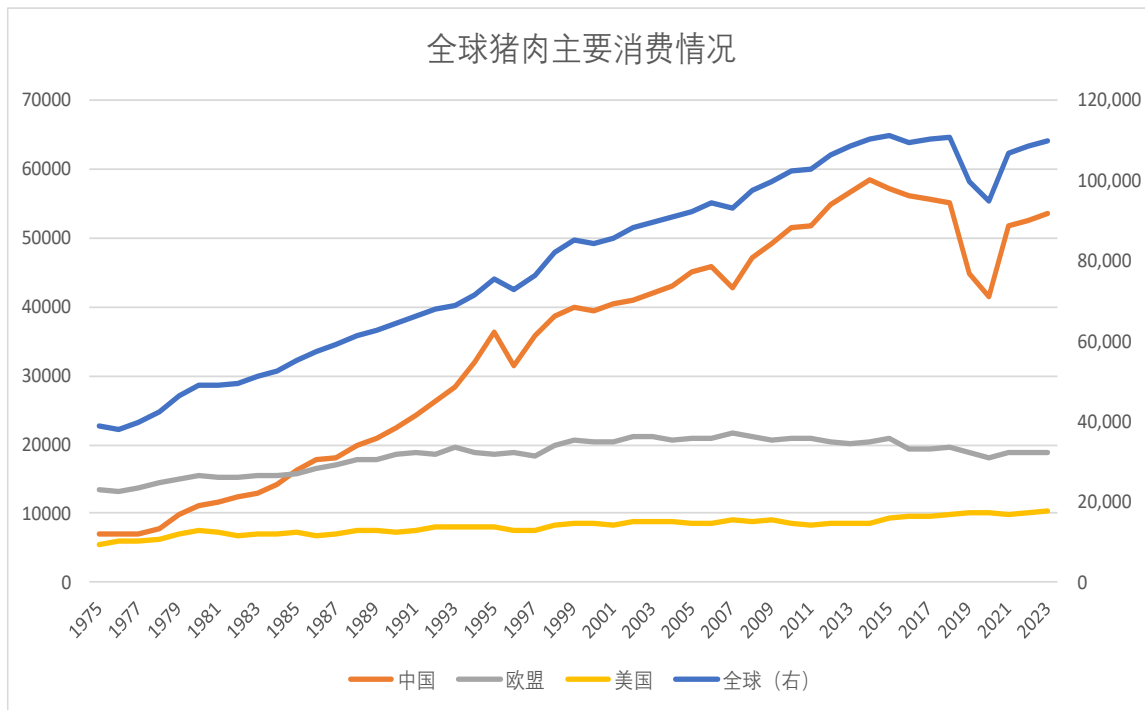
海关总署发布的数据显示，2022年10月，我国进口猪肉14.46万吨，同比下降18.64%，环比增加1.89%，2022年1-10月进口量为136.5万吨，较去年下降57.49%，猪肉进口大幅下降，目前已基本降至往年正常区间。进口对供给端压力减少，关注冻品在淡旺季对供需的调节作用。



长周期需求增长受限，关注年内季节性转换

近年来，经济发展，居民收入提升，居民人均猪肉消费量以较快速度增长，人口结构老龄化以及蛋白消费多样化长期影响猪肉消费，疫情影响短期生猪消费格局。

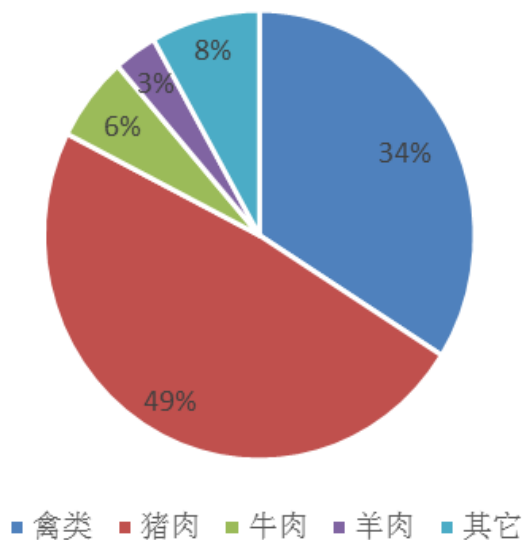
生猪消费呈现明显季节性，一般下半年由于节日集中且天气寒冷，猪肉消费较好，而年后需求逐步走弱，猪价亦逐步下行，结合供给端，一般猪价年内低点在4-5月出现，而高点多在秋冬季出现。



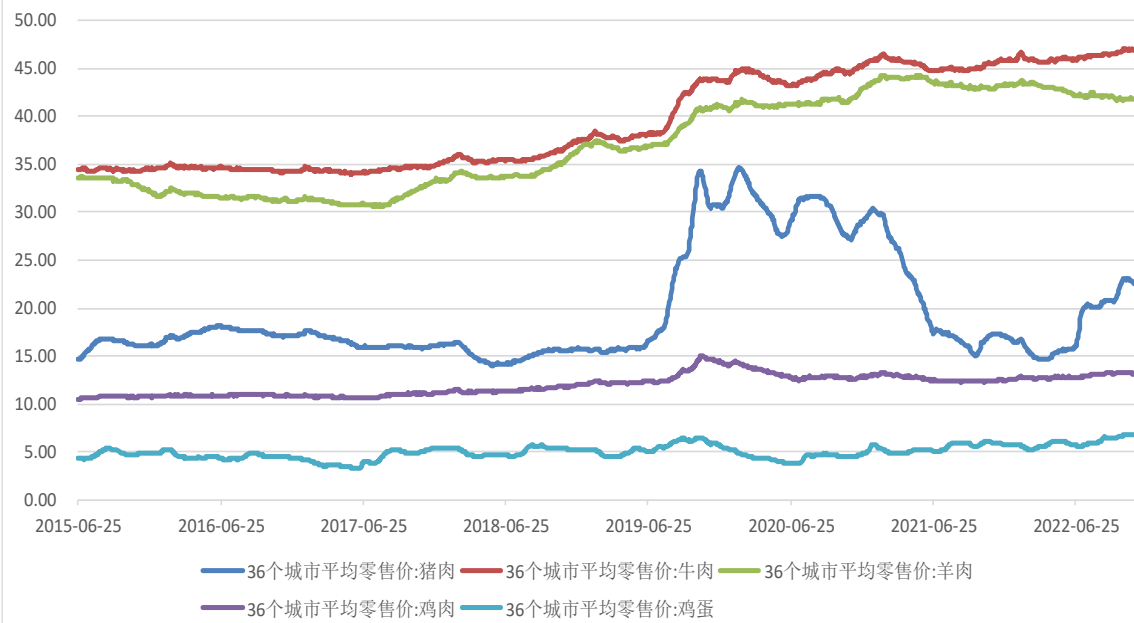
资料来源：中国政府网 涌益咨询 浙商期货研究中心

前两年在非瘟影响下生猪供应紧张且高价形成消费抑制，禽肉、水产、蛋类等短生产周期产品消费补充替代明显，大幅增长。但长期消费习惯难改变，猪肉消费在蛋白消费中占绝对主要地位。
随猪肉价格下跌，预计生猪在肉类中的竞争替代性增加。

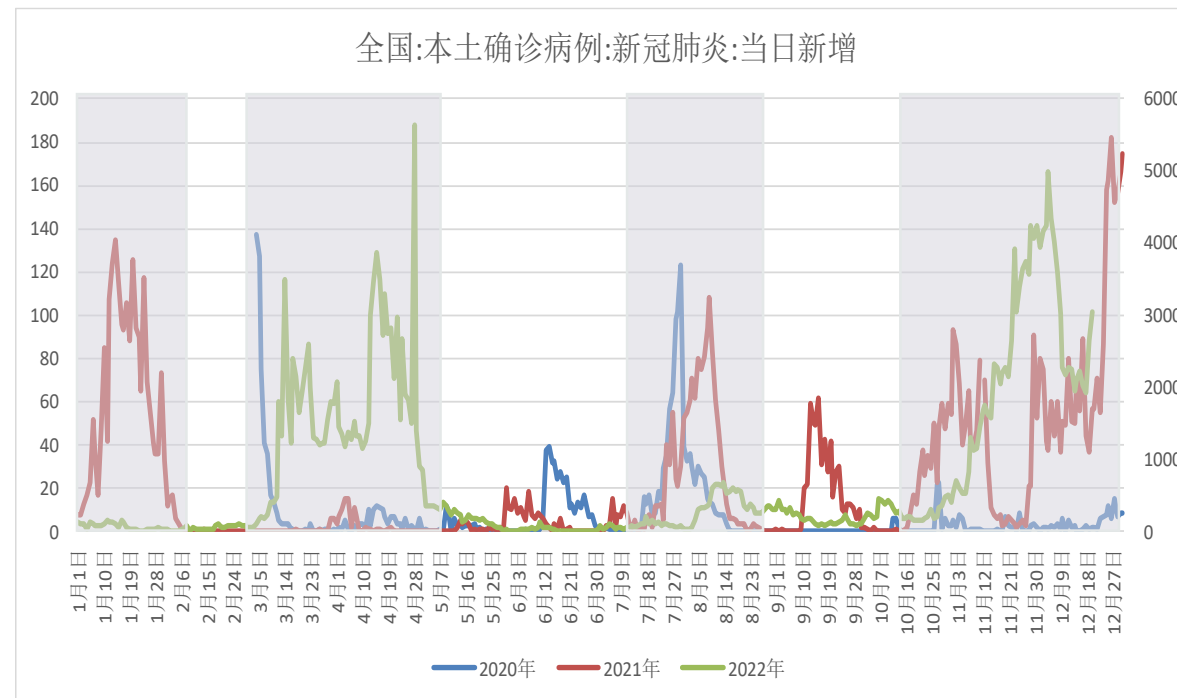
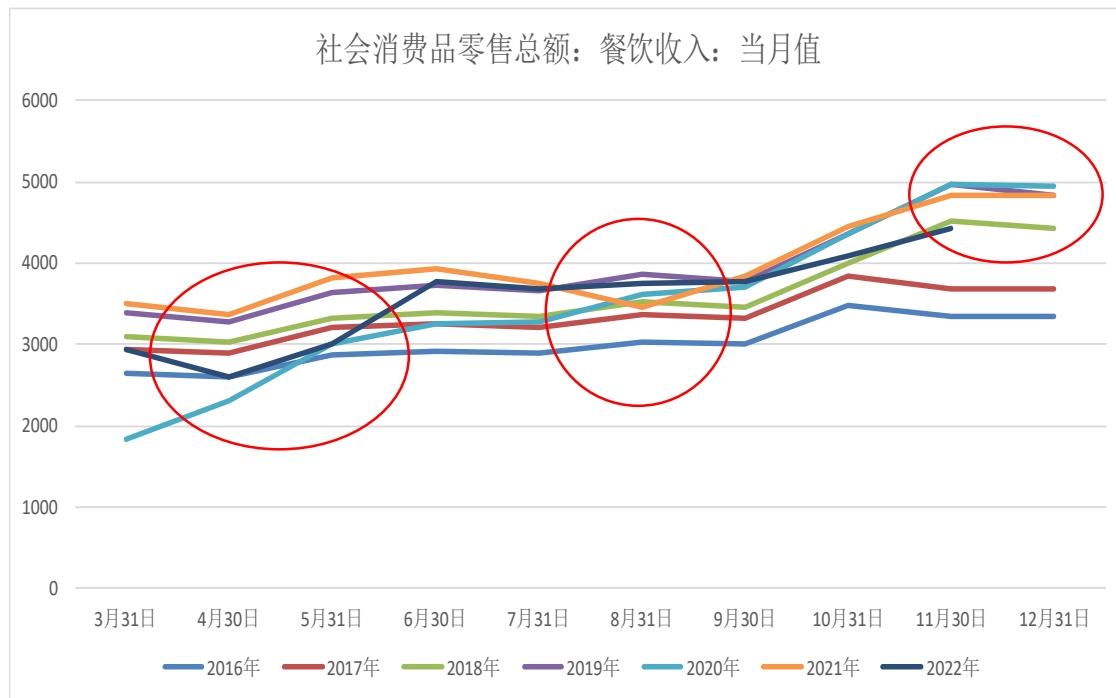
2020年禽类肉类消费占比



蛋白类产品价格走势



2020年来，疫情封控管控影响餐饮消费，但今年年底疫情政策转向后，后续消费预期逐步恢复。



3

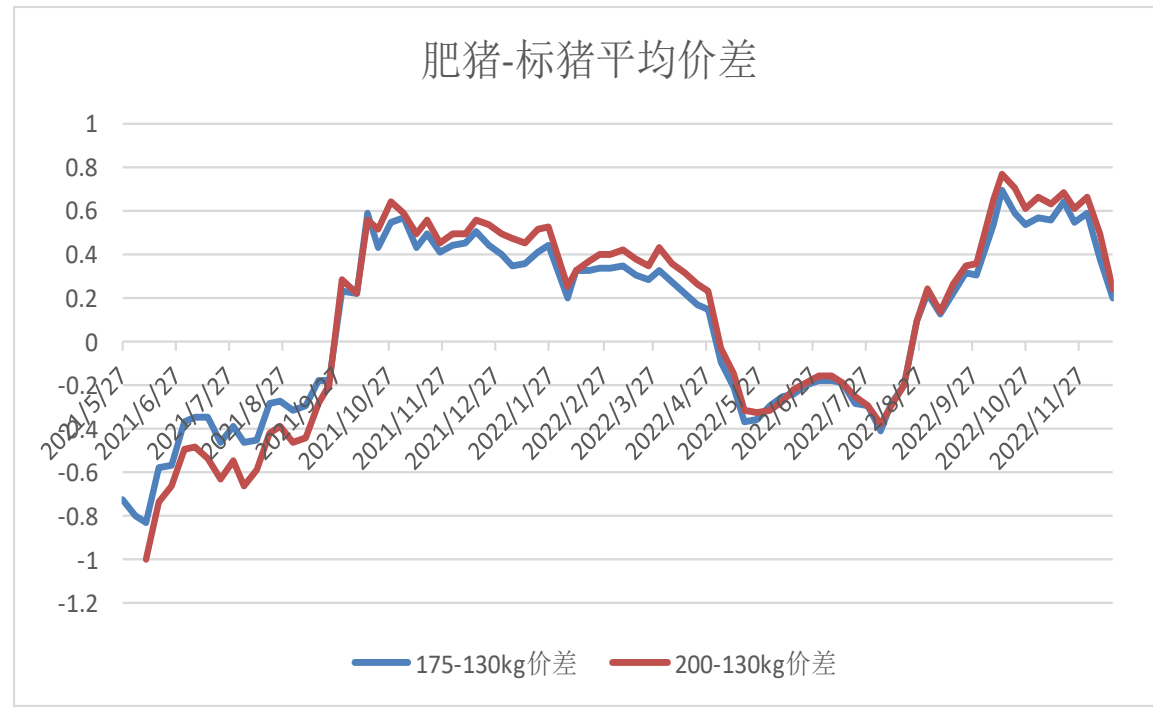
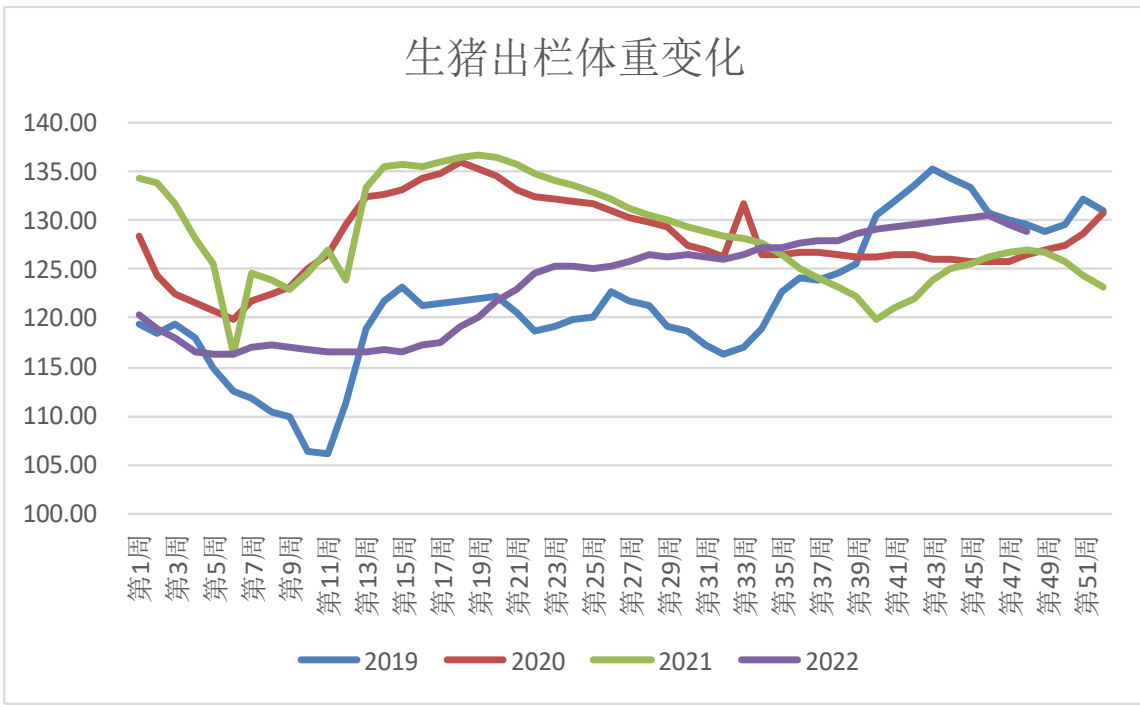
短期供需情况

出栏节奏影响阶段性供给，关注需求季节性转变

一致性预期影响阶段性供给变化

前期持续去产能在供给端兑现，供给偏紧下，今年市场一致性旺季预期偏强，养殖端压栏增重以及二次育肥将供给显著后移进一步加剧阶段性供给紧张，推高猪价。但今年秋冬疫情形势严峻，叠加天气偏暖，旺季消费迟迟未启动，肥猪需求不佳，市场需求预期转差，养殖户出栏积极性提升，尤其是高成本二次育肥提前出栏，市场供给端持续释放。

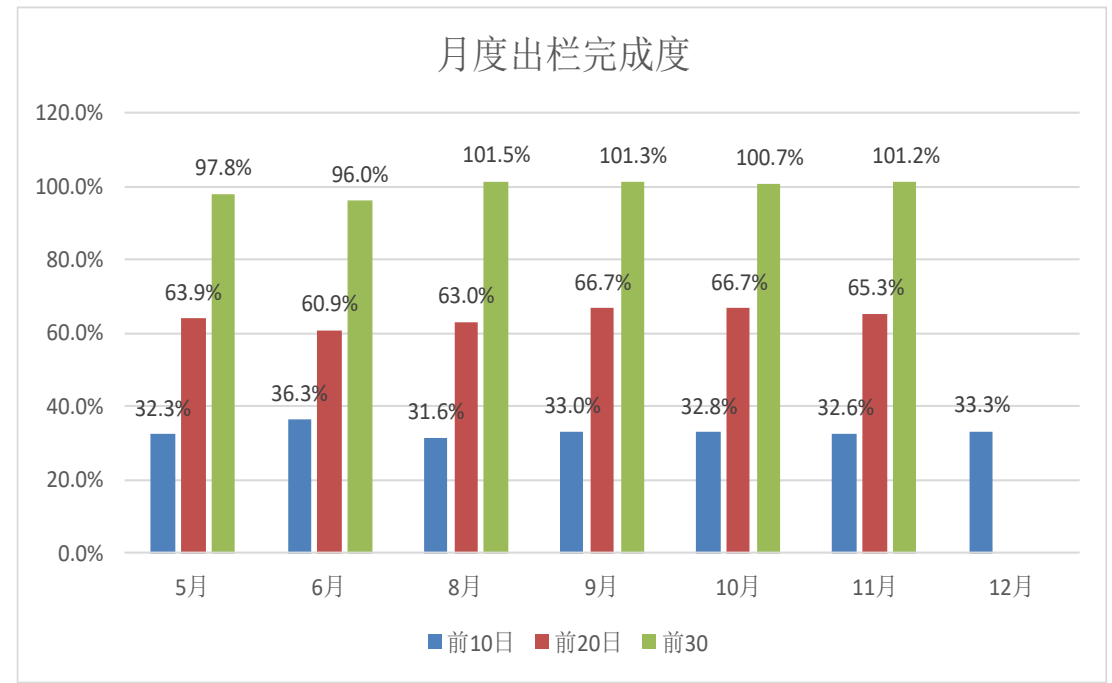
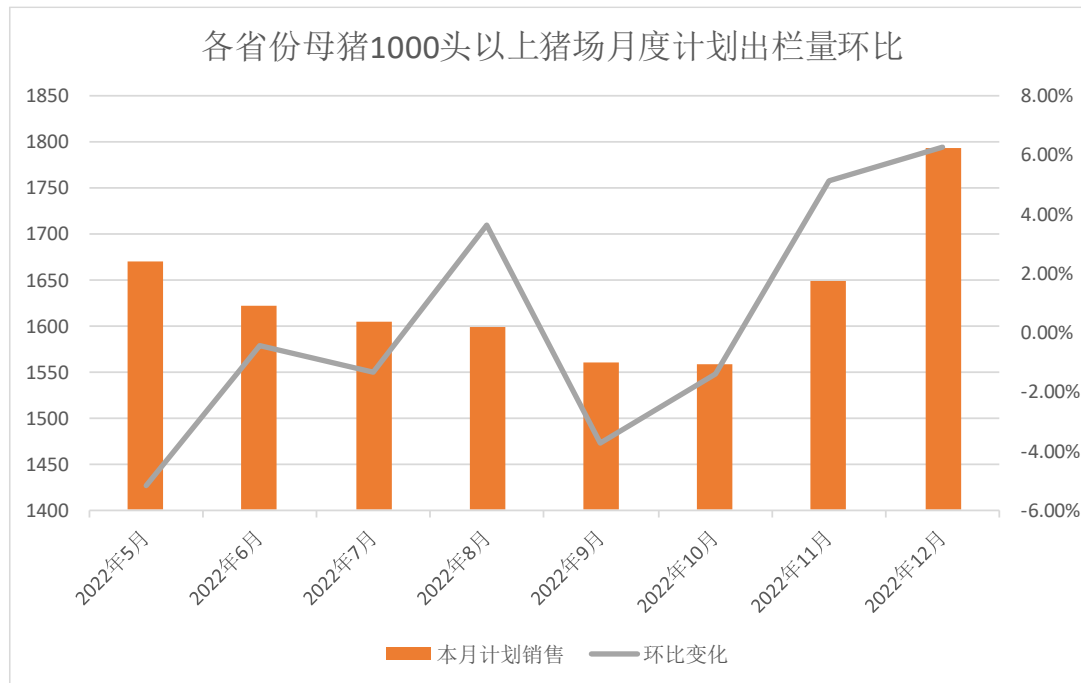
综合季节性以及肥标价差情况，年前供给压力偏大，不排除供给压力释放延长到年后，之后供给端压力有望改善，而四季度仍将面临压栏增重供给明显增加状态。对明年来说，仍旧需要关注一致性预期对于阶段性供给的影响。



关注养殖端出栏节奏转变

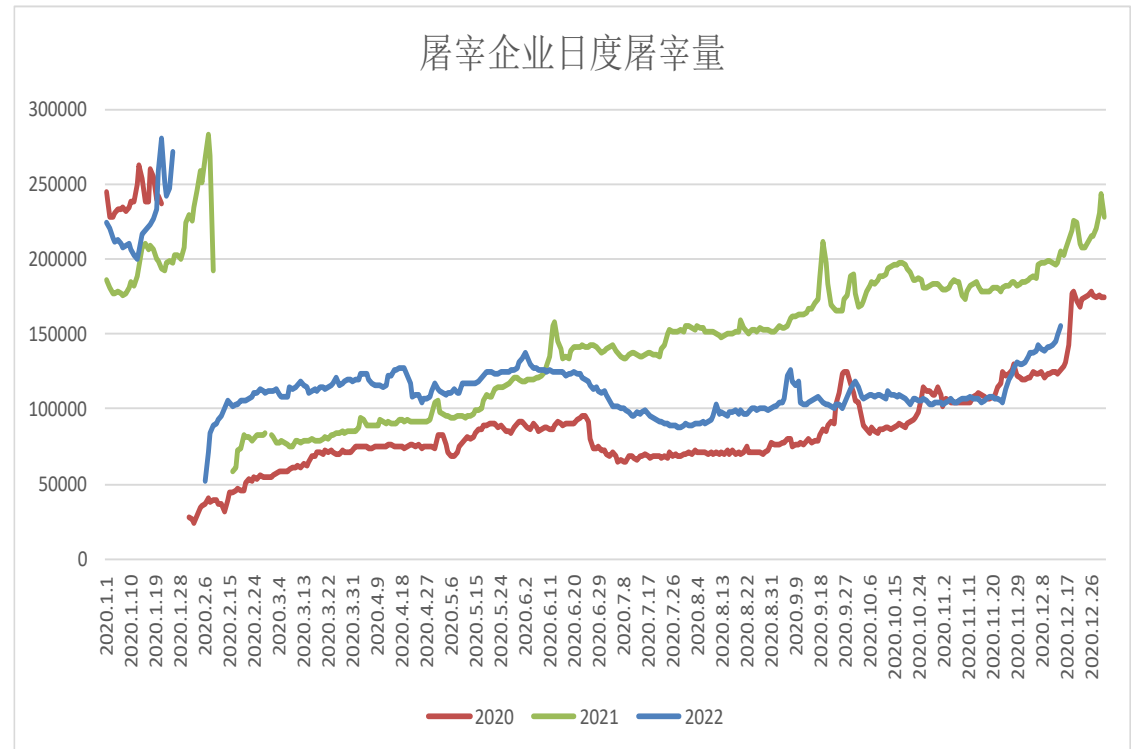
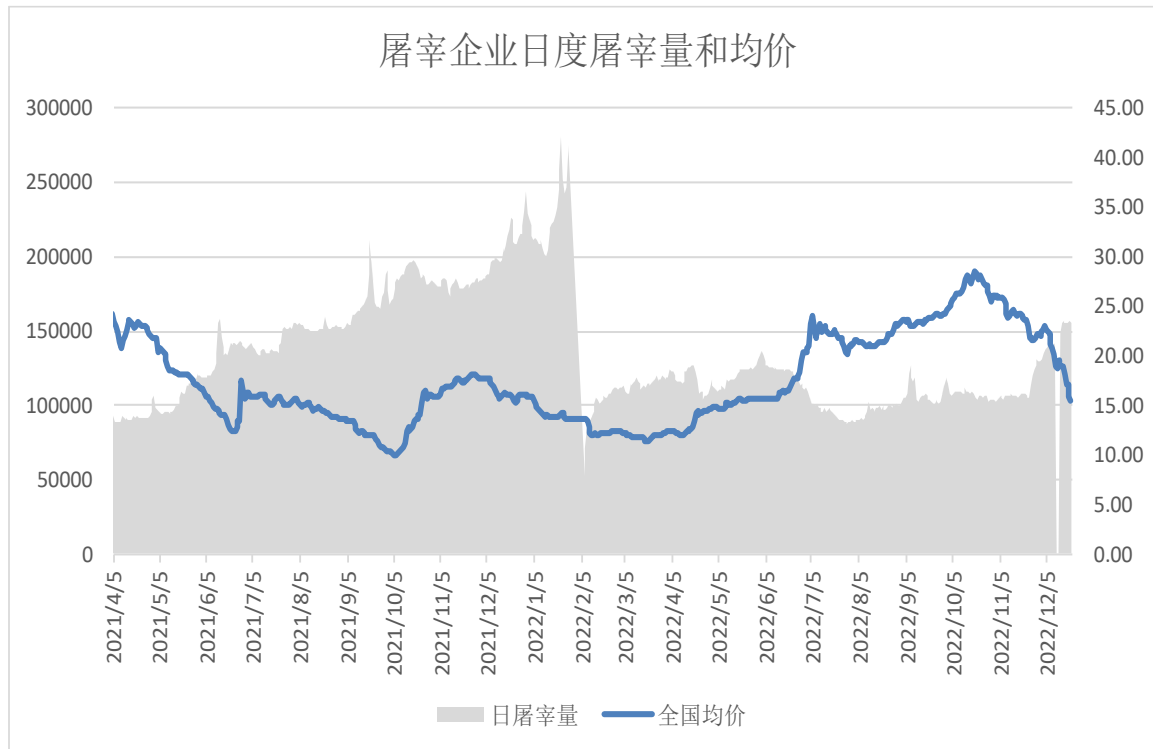
今年生猪供给由松转紧再趋于宽松，而养殖户的出栏节奏亦不断切换，二季度产能去化开始兑现，猪源供给下降，养殖户出栏放缓加剧市场供给偏紧，进入7月后，政策积极引导产业秩序正常化，养殖出栏情绪改善，规模场按计划出栏，散户顺势出栏，猪源供给明显改善。但8月中下旬开始，随产业情绪回升，出栏节奏再次放缓，政策再次积极引导。直到11月中下旬，传统旺季需求迟迟不到来，养殖端开始松动，出栏积极性增加。再加上今年过年偏早，在旺季需求持续不及预期下，年前集中出栏使得短期供给压力进一步增加，猪价持续调整。

对于明年来说，养殖端的出栏节奏仍将是短期供给的决定性因素，亦是猪价的重要影响因素。



需求恢复需要时间，关注季节性变化

秋冬传统需求旺季，但今年一是天气降温偏晚使得腌腊启动退后，二是疫情影响，前期管控封控影响餐饮消费以及腌腊需求，后期防疫政策放开，但社会调整进入调整期，需求继续受挫，整体旺季需求远不及预期。对于明年而言，防疫政策转向，整体需求将逐步恢复，短期季节性提振情况将主导猪价。



资料来源：涌益咨询 浙商期货研究中心

政策体系保障生猪市场平稳运行

政府有关部门出台一系列生猪产业相关政策，主要在于保供稳价，促进生猪产业持续健康发展。

2021年6月9日，国家发展改革委等部门联合印发了《完善政府猪肉储备调节机制 做好猪肉市场保供稳价工作预案》

2021年9月19日，农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（暂行）》

猪肉储备预警调节机制			
	预警分级		储备调节
过度下跌	三级预警	猪粮比价低于6:1	暂不启动临时储备收储
	二级预警	猪粮比价连续3周处于5:1-6:1， 或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到5%， 或能繁母猪存栏量连续3个月累计降幅在5%-10%时	视情启动
	一级预警	当猪粮比价低于5:1， 或能繁母猪存栏量单月同比降幅达到10%， 或能繁母猪存栏量连续3个月累计降幅超过10%时。	启动临时收储
过度上涨	三级预警	当猪粮比价高于9:1时，	暂不启动储备投放
	二级预警	当猪粮比价连续2周处于10:1-12:1， 或36个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅在30%-40%之间	启动储备投放
	一级预警	当猪粮比价高于12:1， 或36个大中城市精瘦肉零售价格当周平均价同比涨幅超过40%时	加大投放力度

表：能繁母猪存栏量调控量标准

红色	黄色	绿色	正常保有量	绿色	黄色	红色
<90%	90%>=	95%>=	4100	<=105%	<=110%	>110%
产能正常波动：以市场调节为主，不需要启动调控措施						
产能大幅波动：启动相应调控措施，与市场调节共同作用						
产能过度波动：强化相关调控措施						

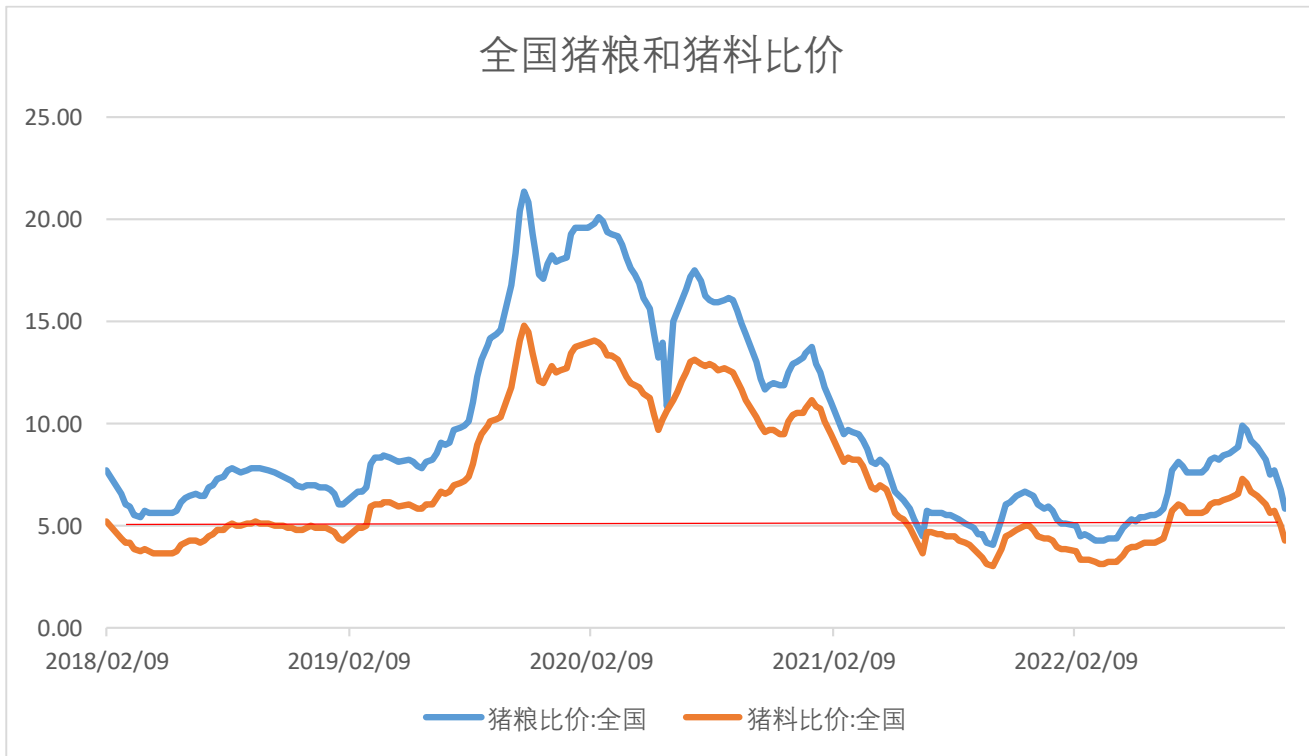
收储支撑淡季跌价

2月8日，国家发改委发布信息，猪粮比价进入过度下跌二级预警区间，国家将视情启动猪肉储备收储工作。
2月28日，国家发改委发布信息，将立即启动中央冻猪肉储备收储工作。

3月3日-6月24日，累计进行十三批中央储备冻猪肉收储共计10.136万吨。

表：2022年收储情况（单位：万吨）

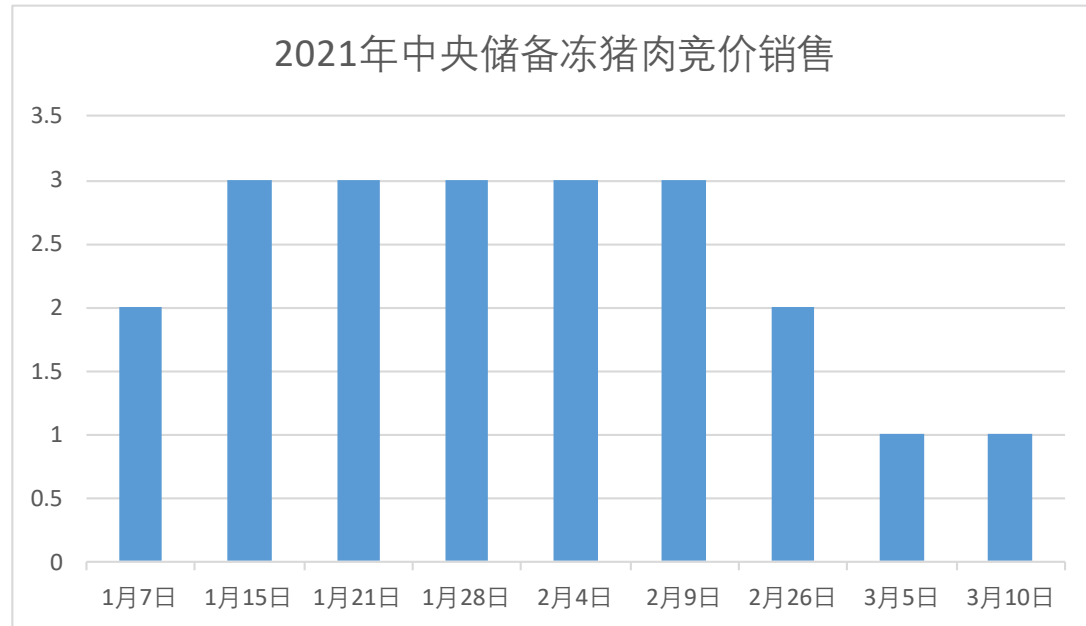
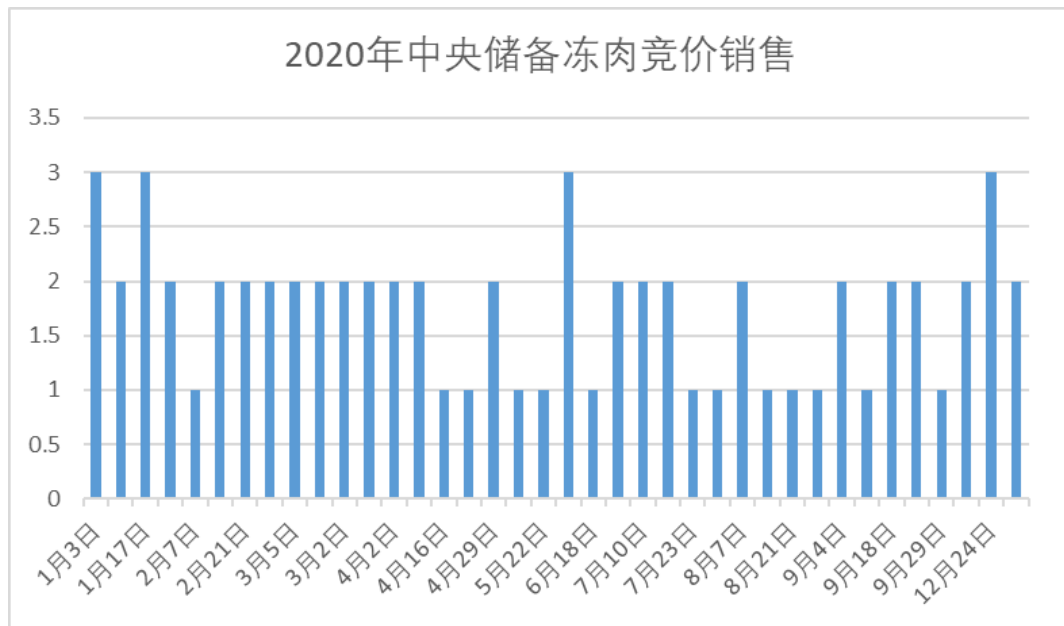
日期	计划量	成交量
2022/3/3	1.94	1.94
2022/3/4	2.06	2.06
2022/3/10	3.8	2.2
2022/4/2	1.18	1.18
2022/4/3	2.82	0.846
2022/4/14	4	0.27
2022/4/22	4	0
2022/4/29	4	0.18
2022/5/13	4	0.45
2022/5/20	4	0.03
2022/5/26	0.5	0.5
2022/5/27	3.5	0.24
2022/6/2	4	0.09
2022/6/10	4	0.15
2022/6/17	4	0
2022/6/24	4	0
合计	37.8	10.136



抛储压制旺季涨价

- 7月4日-5日，发改委组织行业协会、养殖企业、屠宰企业召开保供稳价会议，同时表示正研究启动投放中央猪肉储备，防范生猪价格过快上涨，保障产业平稳运行。
- 8月29日，发改委发布信息，为保障节假日期间猪肉市场供应，国家发展改革委将会同有关部门自9月份开始分批次投放政府猪肉储备，并指导地方联动投放储备。
- 9月8日-23日，中央储备肉累计投放三批共计6.71万吨。

2020年中央储备肉投放累计为67万吨，2021年中央储备肉投放累计为21万吨。



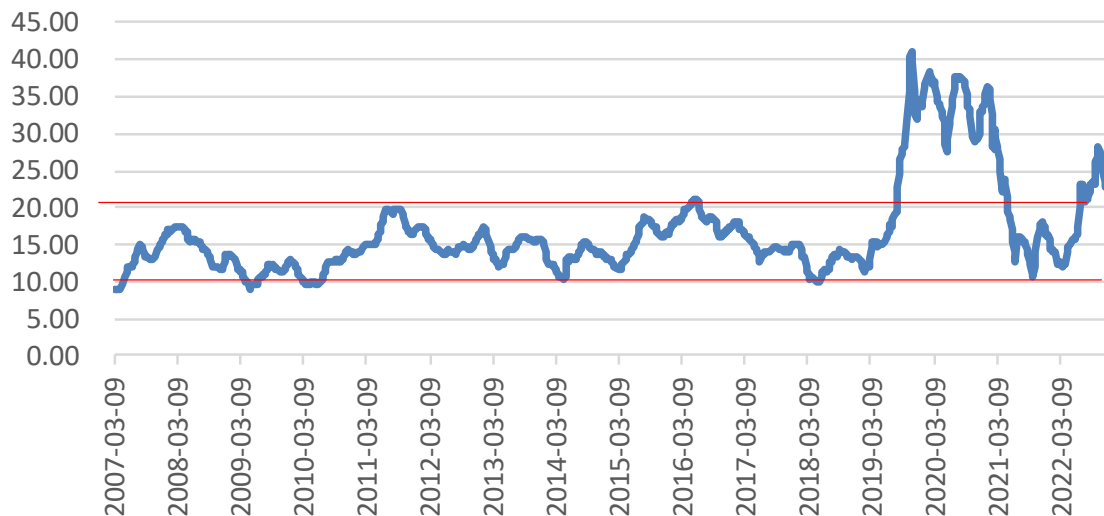


总结展望

前期一致性预期过强下集中性供给增加，旺季需求不及预期引发养殖户持续抛售，猪价持续下行。短期来看，疫情形势严峻下，年前需求提振有限，养殖端出栏压力仍偏大，预计整体猪价反弹动力可能不足大概率维持偏弱态势。

对于年后猪价，产能恢复带来的供给增加将逐步兑现但增幅相对平缓压力尚可，需求季节性变化由淡转旺，预计上半年一季度猪价可能继续承压，二季度价格将有所回升，下半年供需情况进一步好转下，猪价重心可能有所上移，全年来看价格中枢可能在成本附近17元/公斤，注养殖户出栏节奏变化、终端消费变化、产能变化等不确定性因素。

22个省市:平均价:生猪周

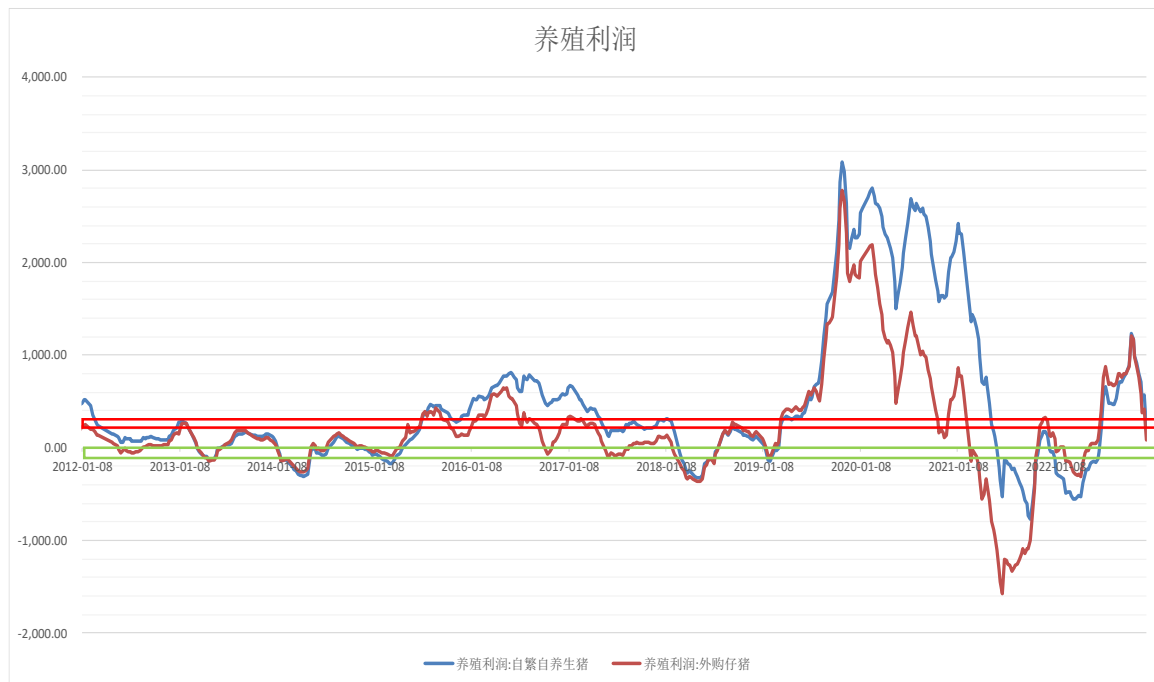


生猪01基差



养殖成本大致为17元/公斤左右。一般正常年份亏损低点为300-400元/头，利润高点为200-400元/头。预计价格运行合理区间可能为14000-20000元/吨，但不排除疫情变化、饲料价格变化等不确定性因素使得价格超区间波动。

策略：LH2201、LH2203合约逢高沽空为主，远月合约逢低做多，注意风险控制。





本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

www.cnzsqh.com

THANK YOU

