

兴证期货·研发中心

2019年9月26日 星期四

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

黄维

从业资格编号：F3015232

投资咨询编号：Z0013331

联系人

李国强

021-20370971

ligq@xzfutures.com

内容提要

1、受非洲猪瘟的影响，国内生猪产能和产量大幅下降，全国生猪存栏的降幅超过30%，有机构认为生猪存栏降幅达到50%。生猪供不应求将导致猪肉价格大幅上涨，因此，囤积猪肉或进口猪肉将确定性获利。

2、上市公司方面，非洲猪瘟情况下“公司+农户”的养殖模式有效分散了风险；由于母猪产能大幅下降，仔猪供不应求，有大规模种猪场的公司表现会更好。从市盈率角度看，上市公司的估值已经不低，且存在暴雷风险，选择需谨慎。

3、生猪存栏减少，导致豆粕和玉米的需求大幅减少，价格维持低位区间震荡偏弱概率更大。豆油的压榨供应量减少，价格将震荡偏强。

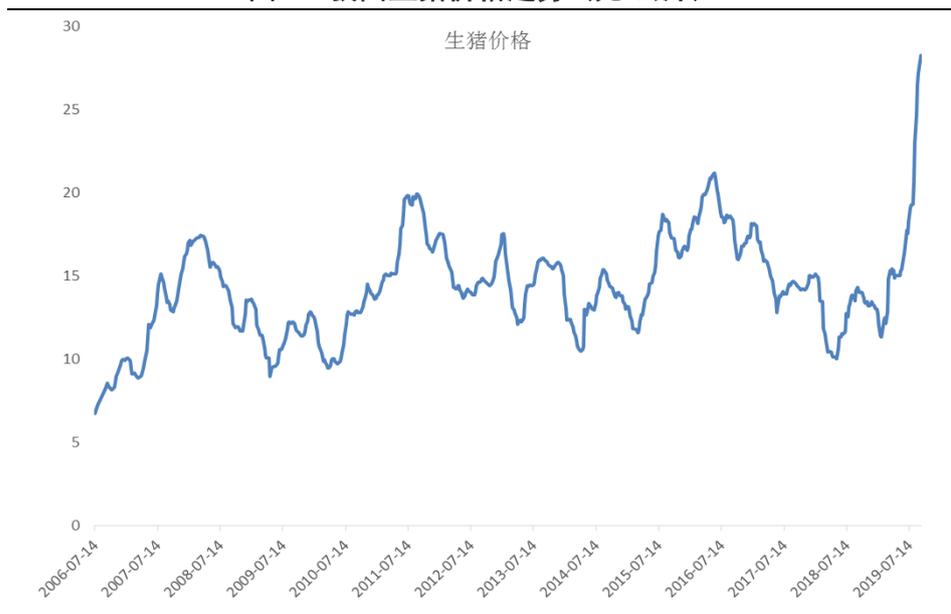
4、政府政策方面对市场影响较大。生猪养殖补贴政策、生猪运输调运政策、收储和抛售冻猪肉政策都对生猪价格产生较大影响，需要密切关注。

1. 生猪养殖行业分析

1.1 猪价周期波动

生猪的价格周期性波动形成猪周期。猪周期的轨迹一般为猪价上涨带动养殖户积极性，母猪存栏量大幅增加，使得生猪供应增加直至过剩；当生猪供过于求，猪价回落直至价格跌破养殖成本，养殖户开始减少生猪存栏数量，并开始大量淘汰母猪；母猪的存栏量减少，导致生猪供应萎缩，当生猪供不应求时，生猪价格再次上涨，从而形成新一轮的猪周期。

图 1：我国生猪价格走势（元/公斤）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

我国生猪价格的周期性波动特征明显，一般 3-4 年为一个波动周期，平均上涨期约为 16-18 个月。如图所示，自 2006 年以来，我国生猪养殖业大致经历 3 个完整的波动周期：2006 年至 2010 年、2010 年至 2014 年、2014 年-2018 年。2018 年下半年，我国生猪价格进入到新一轮的上行周期。由于非洲猪瘟的影响，我国生猪存栏量、能繁母猪存栏量大幅萎缩，导致本次猪价上涨幅度和强度要远远超过以往猪周期的水平，生猪价格在短短的 5 个月时间出现翻倍的行情。

如图 2 为我国商品猪的养殖周期。原种猪经过交配繁殖二元母猪，二元母猪经过配种繁殖三元商品仔猪；断奶仔猪经过 5 个月的育肥达到出栏体重进入屠宰环节。从生长周期看，新生二元母猪到商品猪出栏需要经过 18 个月的时间；能繁母猪配种至商品猪出栏需要 10 个月时间；补栏 4 个月二元母猪到商品猪出栏需要 14 个月的时间；补栏商品仔猪到商品猪出栏需要 5 个月时间。商品猪的供应存在一定的时滞导致短期生猪供求不匹配，生猪价格出现波动。

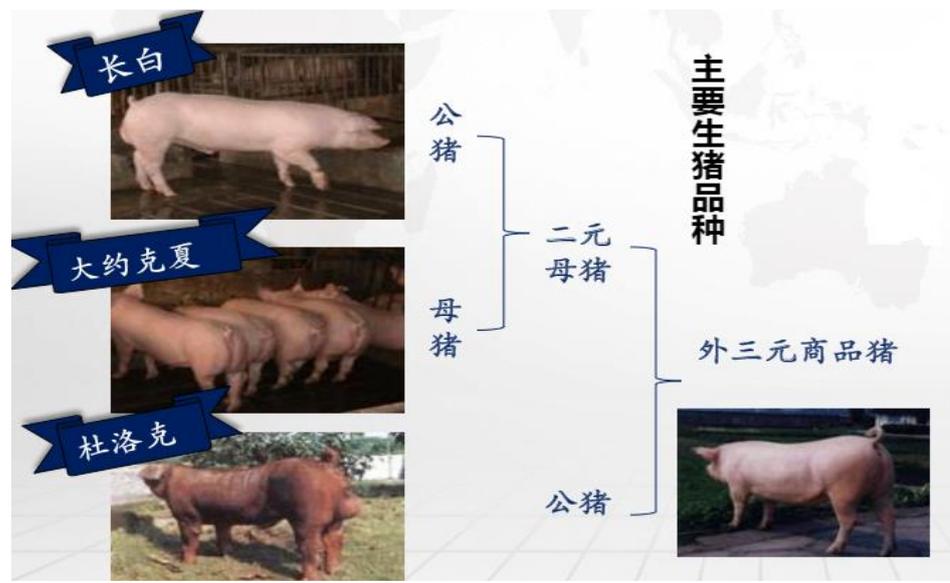
图 2：生猪养殖周期



数据来源：芝华数据、兴证期货研发部

我国生猪市场主流品种是外三元生猪。“外三元”一般以大白猪做母本，以长白猪作为第一父本，以杜洛克做第二父本，由于这些种猪都是外国引进品种，所以称作“外三元”。另外，我国还有一定比例的“内三元”和“土杂猪”品种。所谓“内三元”是指以我国地方品种猪为母本，与引进猪为父本的杂交一代猪作母本，再与引进猪作终端父本杂交而繁殖的生猪。“土杂猪”是指良种猪与本地猪的杂交品种。常见的良种猪包括杜洛克、约克夏、长白猪，与本地猪种杂交之后就是土杂猪。

图 3：我国生猪市场的主流品种



数据来源：芝华数据、兴证期货研发部

由于国外种猪生育性能良好，繁殖的商品猪生长速度快，料肉比低，

养殖成本低，养殖效率大幅提高，因此，生猪养殖行业的规模化发展后，土杂猪的数量大幅萎缩，外三元商品猪的比例迅速增加。

从生殖和养殖效率来看，商品生猪转为母猪后，产仔率大幅下降，且仔猪的生长速度慢，料肉比大幅提高，养殖经济效率大幅下降。近期，随着国内生猪价格的大幅上涨，部分企业有将商品猪转作种猪来补充存栏的现象，但产仔率下降 20% 以上，生猪补栏的效率不高。

1.2 生猪产业政策

生猪养殖业污染危害较大，我国的环保治理从 2014 年兴起，此后各种政策频出。2015 年“水十条”规定 2017 年底前关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户;2016 年 4 月,全国生猪生产发展规划(2016-2020) 将全国生猪养殖划分为四类区域; 2016 年 5 月畜禽养殖禁养区划定技术指南明确规定禁养区划分依据; 2016 年 11 月“十三五”生态环境保护规划再次重申 2017 年底依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场(小区)和养殖专业户。

综合考虑环保、区域等因素下，农业部制定生猪生产发展规划，将全国生猪生产分为重点发展区、限制发展区、潜力发展区。重点发展区包括：河北、山东、河南、重庆、广西、四川、海南等地，该区域养殖总量大、调出量大，将成为稳定我国猪肉供给的核心区域。限制发展区包括：北京、天津、上海等大城市和江苏、浙江、福建、安徽、江西、湖北、湖南、广东等南方水网地区，该区域受资源环境条件限制，生猪生产发展空间受限，未来区域养殖总量将保持稳定。潜力发展区包括：东北 4 省(辽宁、吉林、黑龙江和内蒙古)和云南、贵州两省，该区域发展环境好，增长的潜力大，将成为我国猪肉产量增加的主要区域。

从政策的落地及执行时间上来看，全国多数地区要求在 2016 年底划定畜禽养殖禁养区，在 2017 年年底前依法关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场(小区)和养殖专业户。仅浙江、上海等少数省市，已在 2016 年底全部完成猪场的关闭、拆迁工作；福建、江西等南方省份或继续加强环保监管。2012 年以来，浙江、上海、福建等地区生猪出栏量持续快速下降，该三地区的 2015 年出栏量较 2012 年分别下降 32%、21%、17%，大幅领先全国其他省份。另一方面，云南、新疆、山西、河南等作为重点发展区和潜力发展区的省份，生猪出栏增长领跑全国。

2017 年底是禁养区搬迁的最后期限，根据环保部数据，截止至 2017 年上半年，全国累计划定畜禽养殖禁养区 4.9 万个，面积 63.6 万平方公里，占我国生猪饲养面积的 17%，累计关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场(小区)21.3 万个。南方水网省市已基本完成拆迁，进展缓慢的 14 个省市生猪出栏占比小，影响不大。在环保压力下，部分小养殖户遭到淘汰，行业产能向大户集中。2014 年我国规模化养殖场(年出栏 500 头以上)生猪出栏占比 42%，到 2015 年我国规模化养殖场生猪出栏占比 44%，到 2016 年占比已

接近一半。东北和内蒙古等北方城市被划分为生猪养殖重点发展区域，近年来主要生猪养殖大户均在东北三省大量布局。

2018年8月我国首例非洲猪瘟疫情爆发初期，各级政府对非洲猪瘟的防疫和生猪的调运政策并未严格执行，导致非洲猪瘟持续扩散并难以控制。2018年年末，非洲猪瘟给东北三省、河北、山东、江苏、河南、湖北等主要生猪养殖大省造成了严重的减产；2019年春节以后，非洲猪瘟在广西、江西、广东、湖南、湖北、四川等省蔓延，生猪存栏量大幅萎缩，7月以后国内猪肉价格大幅飙升。2019年9月开始，各级政府出台大量生猪养殖扶持政策以保障后期猪肉供应，这些政策将在很长一段时间内刺激资本进入生猪行业，生猪养殖数量未来将有所恢复。

1.3 我国生猪养殖模式

我国生猪养殖主要包括散养和规模养殖两种养殖模式，规模养殖主要有“公司+农户”和公司自养两种模式。“公司+农户”和公司自养的最大区别是生猪养殖环节是由外部农户完成还是由公司自己完成。在促进我国生猪养殖规模化发展的进程中，“公司+农户”与公司自养这两类模式都能较好地发挥规模养殖企业保障生猪供给稳定、稳定生猪生产市场的作用，但两者也分别具有各自不同的优势：“公司+农户”模式，资金占用相对较小、规模易扩大；公司自养模式，在生猪品质控制、食品安全保障、疾病防控及生产效率等方面具有较大优势。

图 4：生猪养殖模式优劣比较

	优势	劣势	典型
农户散养	责任心强、劳动力成本低	投资小、规模小；养殖水平参差不齐、产量不稳定	
公司+农户	投资较大；投资主体多样；“统一供种、统一供料、统一防疫、统一收购”方式；产量稳定	公司对合作户的管理、约束能力不强	温氏股份
公司自养	投资主体单一；产量稳定；食品安全有保障；便于推广现代化养殖技术，提高生产效率	资金需求大，规模扩大较慢；管理人员不足；遇灾害情况损失巨大，如“非瘟”	牧原股份

数据来源：公开资料、兴证期货研发部

2018年以前，我国的资本市场更加认可国际流行的自养模式。由于这种模式能够更好的控制成本，生猪的养殖效率更高。但2018年非洲猪瘟以后，自养模式下，养殖单体猪场生猪存栏数量过大，养殖风险不可控，损失更加巨大。而“公司+农户”的养殖模式，猪场分散且规模相对较小，有效分散了非洲猪瘟的风险，因此，“公司+农户”模式获得了市场更多的认可。

1.4 非洲猪瘟导致生猪存栏大幅萎缩

非洲猪瘟(African Swine fever, ASF), 是一种急性、发热传染性很高的滤过性病毒所引起的猪病, 其特征是发病过程短, 死亡率高达 100%, 病猪临床表现为发热, 皮肤发绀, 淋巴结, 肾, 胃肠粘膜明显出血。自 1909 年在肯尼亚首次报道, 一直存在于撒哈拉以南的非洲国家, 1957 年先后流传至西欧和拉美国家, 多数被及时扑灭。2007 年以来, 非洲猪瘟在全球多个国家发生、扩散、流行, 特别是俄罗斯及其周边地区。

非洲猪瘟出现已经超过百年历史, 但目前仍旧没有研制出有效的非洲猪瘟疫苗。从发生过非洲猪瘟的国家来看, 非洲猪瘟是可以通过扑杀、销毁、禁运等措施扑灭的, 但时间周期相对较长。如图 5 所示, 葡萄牙、西班牙扑灭非洲猪瘟的时间分别长达 32 年和 22 年。巴西和海地扑灭的时间较短, 这与政府当年采用较为严格政策有很大关系。乌克兰、俄罗斯的非洲猪瘟疫情则仍未扑灭。我国是生猪养殖和进口大国, 生猪养殖的密度和数量都远远超出世界其他国家, 猪肉的进口贸易量居于各国之首, 这些加大了非洲猪瘟传染的风险。我国生猪养殖规模化程度低、生猪养殖企业众多且分散也不利于非洲猪瘟的控制, 因此, 非洲猪瘟给我国生猪行业带来的灾难是无法估量的。

图 5: 2017 年我国生猪出栏情况 (万头)

国家	传入时间	扑灭时间	存栏最大降幅	备注
葡萄牙	1957	1989	22%	
西班牙	1960	1982	34%	
巴西	1978	1980	18%	严格扑杀、销毁、禁运
海地	1982	1983	100%	全部扑杀
乌克兰	2014		18%	仍未扑灭疫情
俄罗斯	2007		1%	仍未扑灭疫情

数据来源: 芝华数据、兴证期货研发部

根据官方统计数据, 2017 年, 我国生猪总出栏量达到 70203 亿头, 其中四川生猪出栏 6579 万头、河南 6220 万头、湖南 6116 万头、山东 5181 万头、湖北 4448 万头、广东 3712 万头。我国生猪出栏量前 6 位省份生猪出栏总量 3.22 亿头, 约占国内总出栏量 45%。全国前十大生猪养殖省份生猪出栏数量达到 44424 万头, 占全国总出栏量的 63.3%。

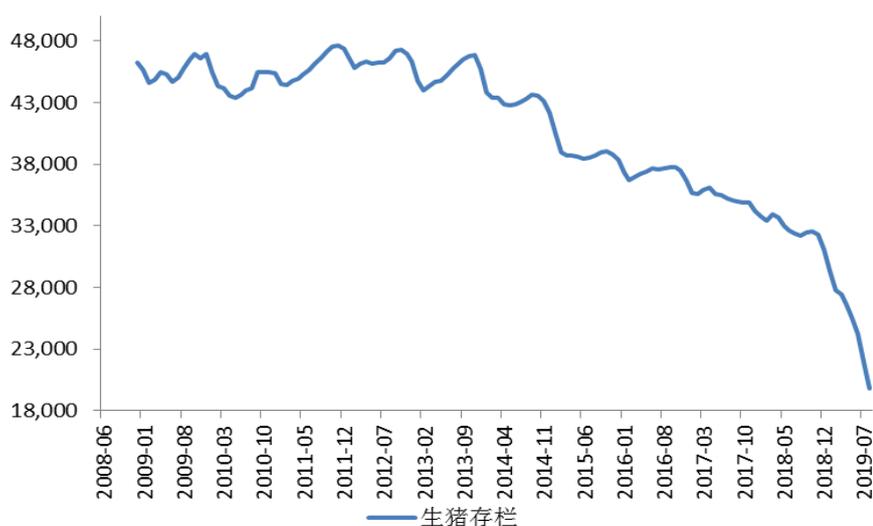
图 6：2017 年我国生猪出栏情况（万头）



数据来源：Wind、兴证期货研发部

根据我们调研及通过中介机构汇总，山东生猪存栏量下降超 50%；江苏生猪存栏降幅接近 67%；安徽生猪存栏降幅 50%；河南生猪存栏降幅达到 45%；广东生猪存栏降幅 45%；广西生猪存栏降幅 50%；江西存栏降幅 40%，湖南生猪存栏降幅 35%；湖北生猪存栏降幅 55%；四川生猪存栏降幅 35%。全国生猪存栏的降幅超过 30%，有机构认为生猪存栏降幅达到 50%。

图 7：生猪存栏走势

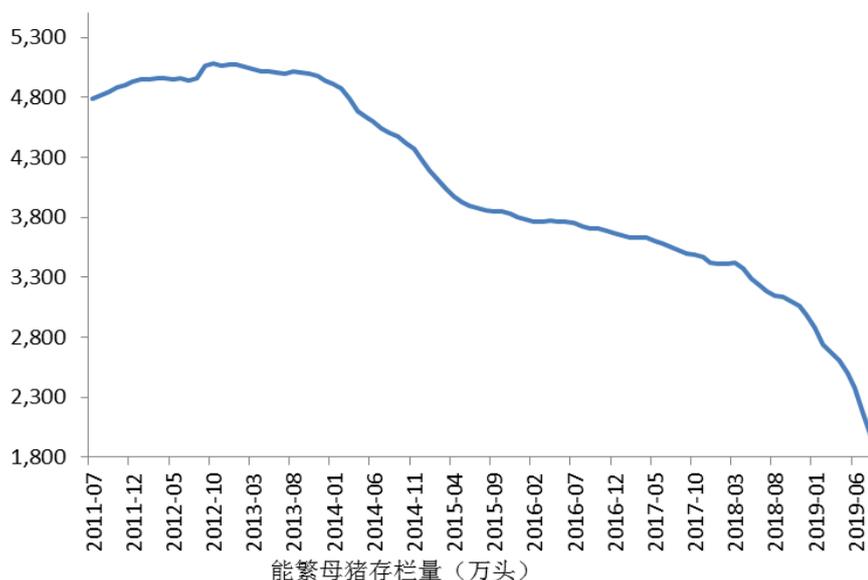


数据来源：wind、兴证期货研发部

从我国农业部的数据看，2019 年 8 月我国生猪存栏量为 19783 万头，同比大幅减少 38.6%；能繁母猪存栏量为 1968 万头，同比大幅下降 37.4%。

即便考虑到母猪生产效率的提高，存栏量同比减少的趋势，目前的存栏数据也意味着全国生猪的产能和产量同比已经超过 30%。而且 2019 年 5 月以后，广东、四川、湖南、湖北等省份生猪存栏受非洲猪瘟影响大幅减少将逐步体现，未来我国生猪存栏和能繁母猪存栏的降幅可能继续扩大。

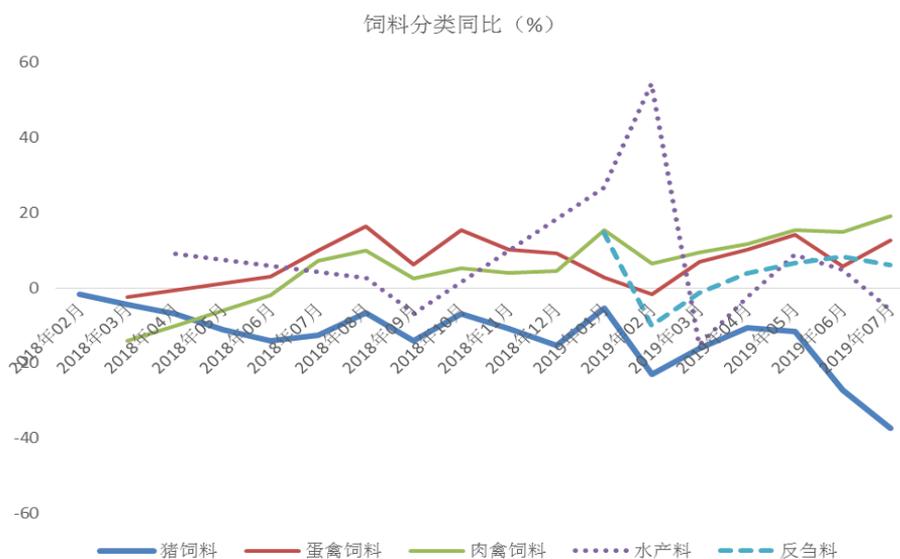
图 8：能繁母猪存栏（万头）



数据来源：wind、兴证期货研发部

生猪存栏降幅可以通过饲料的需求进行印证。如图 8 所示，7 月猪饲料的同比产量大减接近 37%，意味着育肥猪存栏的大幅减少。

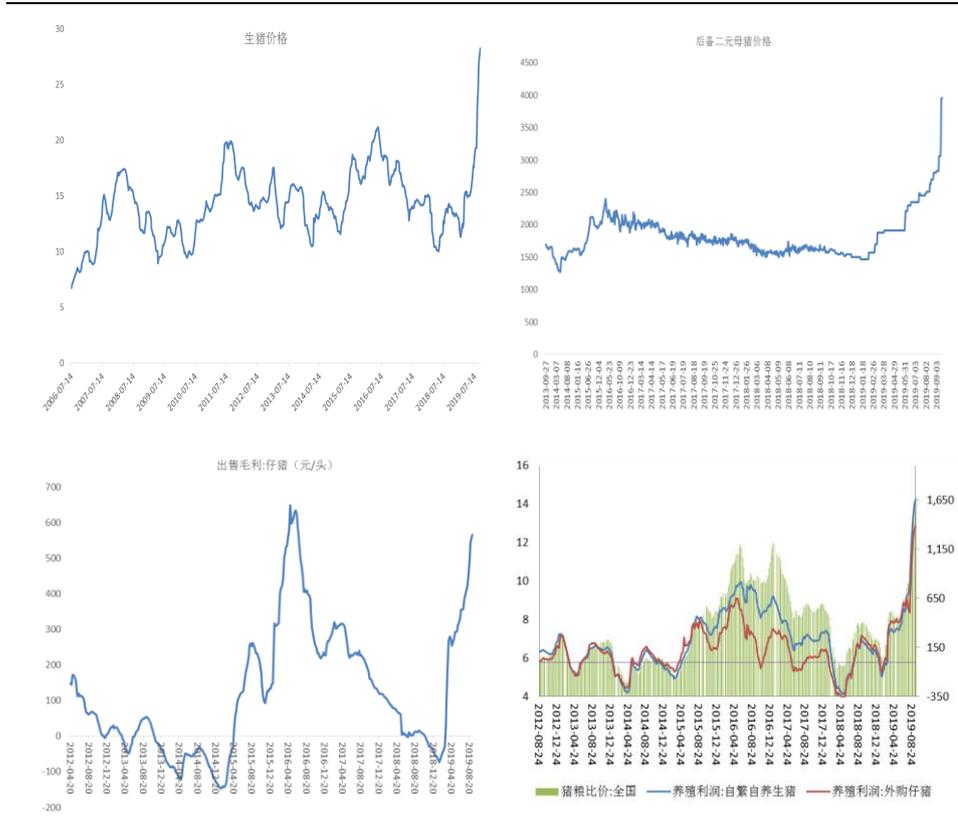
图 9：饲料分类同比（%）



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

由于生猪供不应求，猪价大幅上涨，生猪养殖利润迅速走高，创出历史新高点，如图 10 所示。

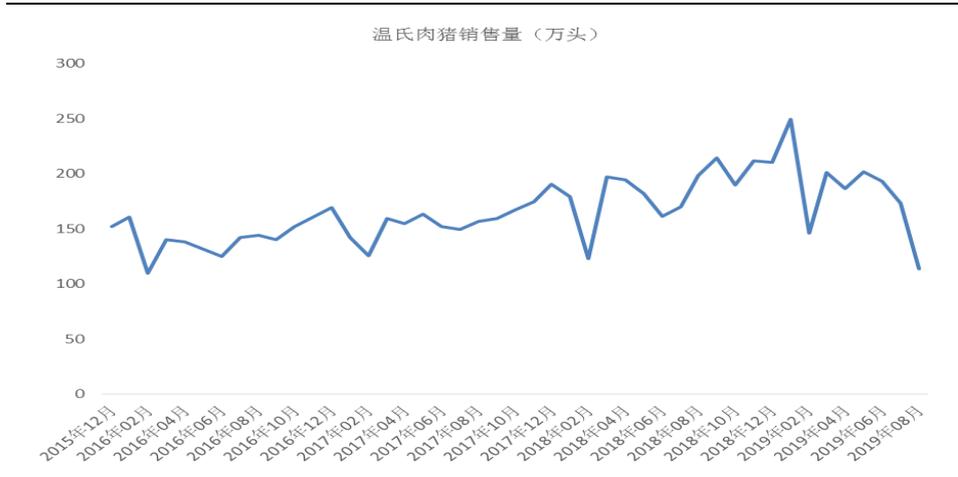
图 10：生猪养殖情况



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从上市公司生猪出栏的情况看，7 月以来我国生猪养殖上市公司的生猪出栏大幅下降。如图 11 所示，温氏股份的生猪出栏为 113 万头，较最高峰时期出栏超过 200 万头大幅下降。

图 11：温氏股份生猪出栏（万头）



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

如图 12 牧原股份生猪月度出栏走势，8 月出栏量 71 万头，大幅下降。

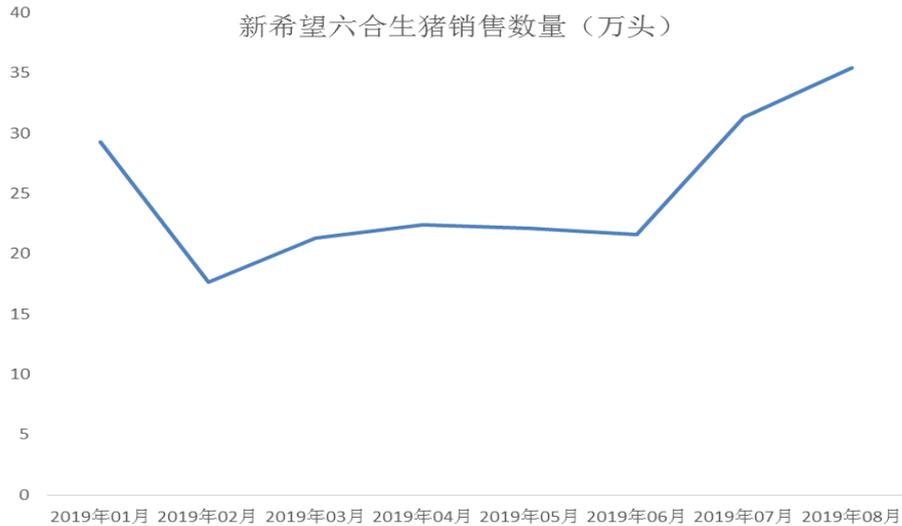
图 12：牧原股份生猪出栏（万头）



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

图 13 为新希望生猪出栏走势，今年 2 月以来出栏量持续增加。

图 13：新希望生猪出栏（万头）



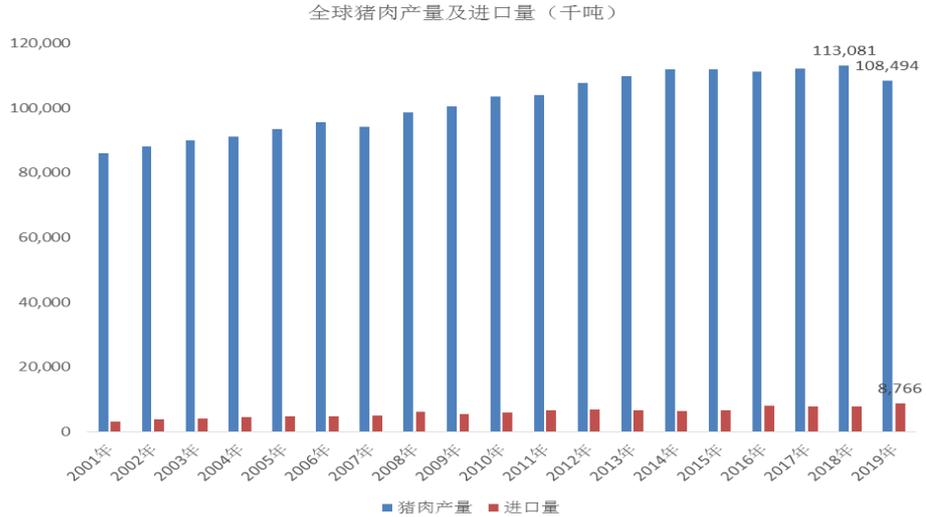
数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

2019 年 6 月以后，生猪养殖集团的生猪出栏量大幅下滑。根据上市公司公告，温氏股份称今年生猪出栏量受非洲猪瘟影响可能与 2018 年持平，扩张速度受到抑制。牧原股份、正邦科技等大集团同样面临出栏下滑的状况。新希望的生猪出栏出现逆势上涨，主要因为 3、4 月公司大量采购仔猪扩充存栏。但由于新希望种猪数量较少，后期生猪补栏数量将受限。因此，尽管生猪养殖利润创出历史新高，但生猪存栏扩张有限。

1.5 全球猪肉产量及我国进口猪肉情况

2018 年全球的猪肉产量为 1.1308 亿吨,其中我国产量达到 5404 万吨,约占全球产量的 47.8%。全球猪肉的贸易量接近 880 万吨,约占产量的 7.8%。

图 14: 全球猪肉产量及进口量 (千吨)



数据来源: USDA、兴证期货研发部

我国是主要的猪肉进口国,2019 年 4 月以来,我国猪肉的月度进口量持续走高,月度达到 18 万吨的高位。

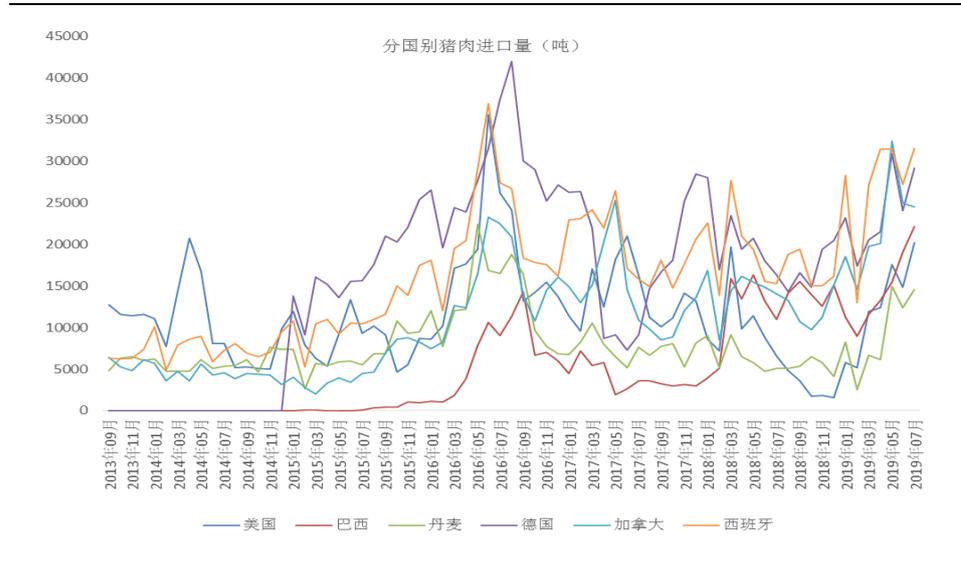
图 15: 我国猪肉进口量 (吨)



数据来源: 天下粮仓、兴证期货研发部

欧洲、加拿大、美国是主要的猪肉出口国。如图 15 所示,美国、巴西、丹麦、德国、加拿大、西班牙出口到我国的猪肉数量居于前列,但单个国家的月均出口量在 3 万吨左右,可供出口的生猪数量相对稳定。中国猪肉产量短期大幅减少的背景下,很难通过贸易进口来弥补缺口。

图 16: 我国猪肉进口国别 (吨)

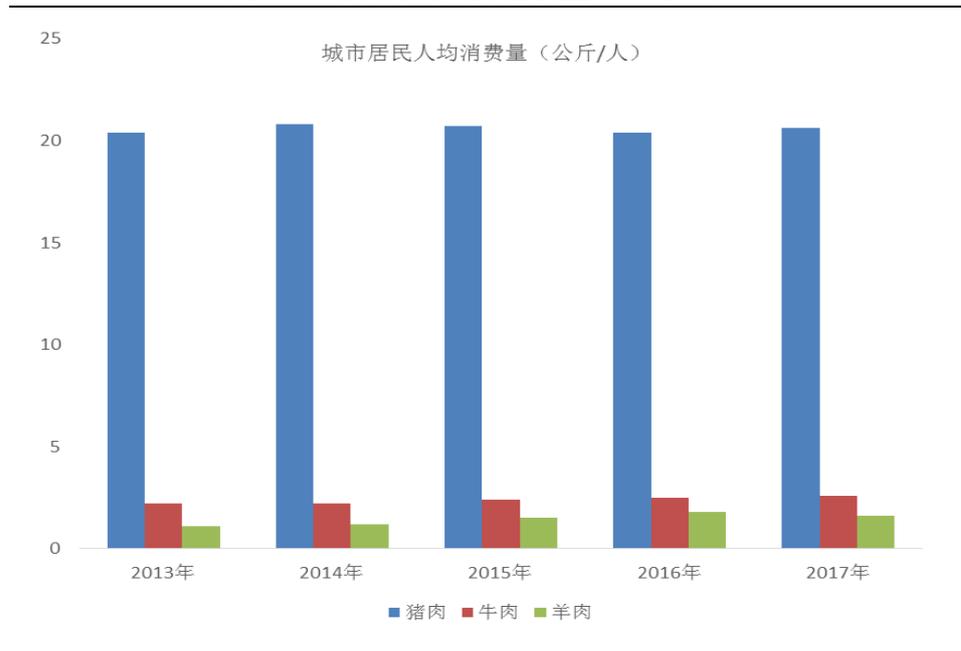


数据来源: 天下粮仓、兴证期货研发部

1.6 猪肉的替代分析

猪肉是我国肉类消费的主要品种。由于我国饮食习惯的特点,猪肉是日常饮食中最重要的肉类食品,在我国肉类消费中占比最高。猪肉消费量占肉类消费量的比重维持在较高水平,对猪肉消费习惯在短期内难以改变。根据《中国物价及城镇家庭收支调查统计年鉴》统计,2015年城镇居民主要肉类产品结构为:猪肉43%、水产品30%,家禽19%,牛羊肉8%。

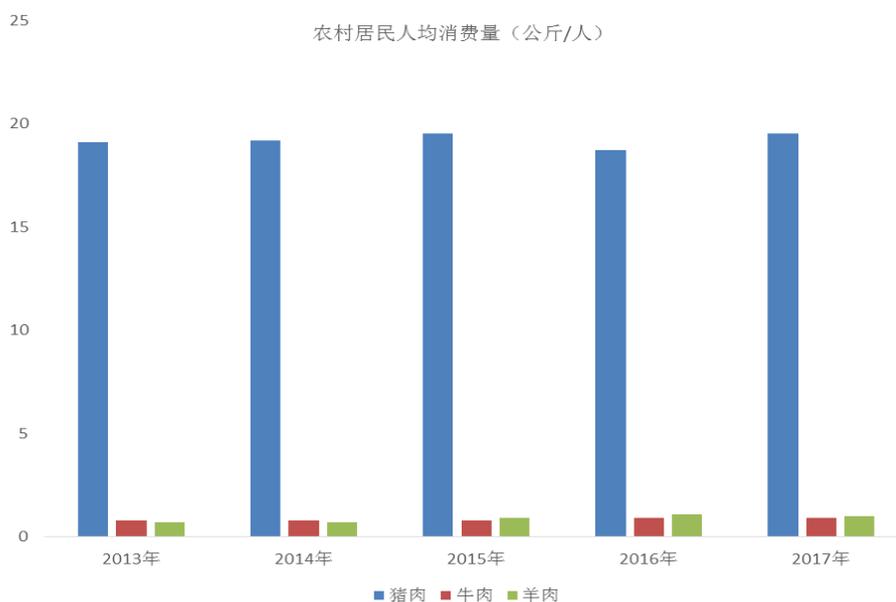
图 17: 城镇居民畜肉消费量 (公斤/人)



数据来源: Wind、兴证期货研发部

图 17、18 显示，我国居民人均猪肉的消费量远远超过牛羊肉消费量。

图 18：农村居民畜肉消费量（公斤/人）

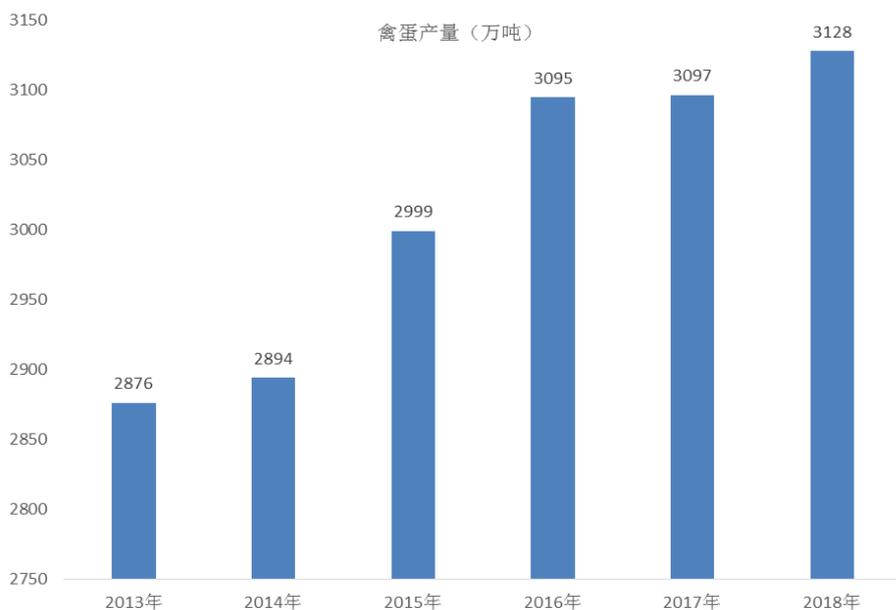


数据来源：Wind、兴证期货研发部

根据美国农业部数据，2018 年我国禽蛋的产量达到 3128 万吨，禽肉的产量 1994 万吨，其中肉鸡产量为 1265 万吨。禽蛋和禽肉的总产量合计 5122 万吨，低于猪肉产量 5404 万吨。

如图 19 为我国禽蛋产量走势，近年来增幅放缓。

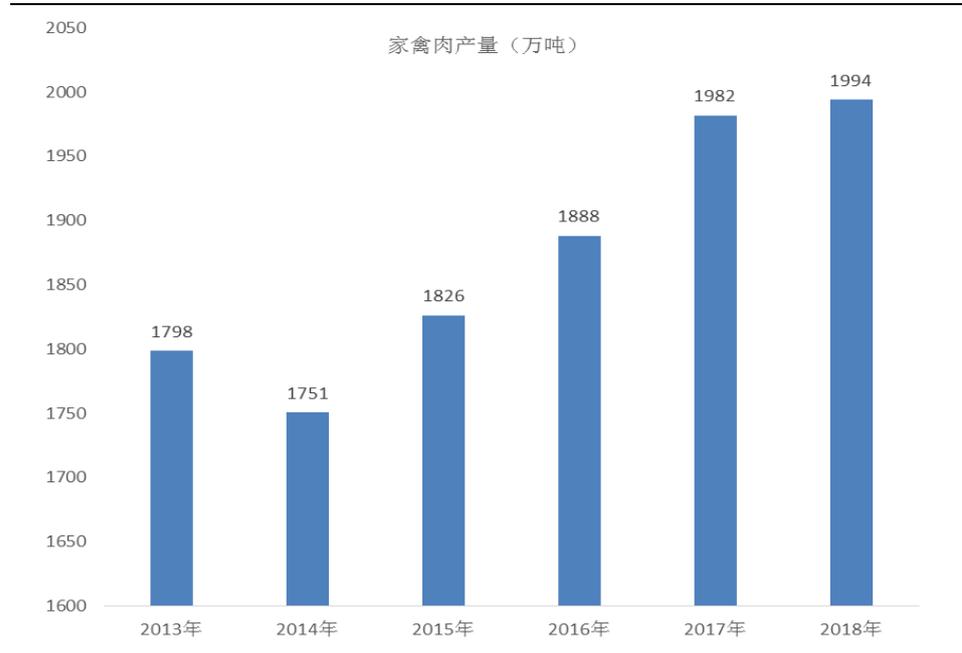
图 19：我国禽蛋产量（万吨）



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

图 20 为我国禽肉产量走势。

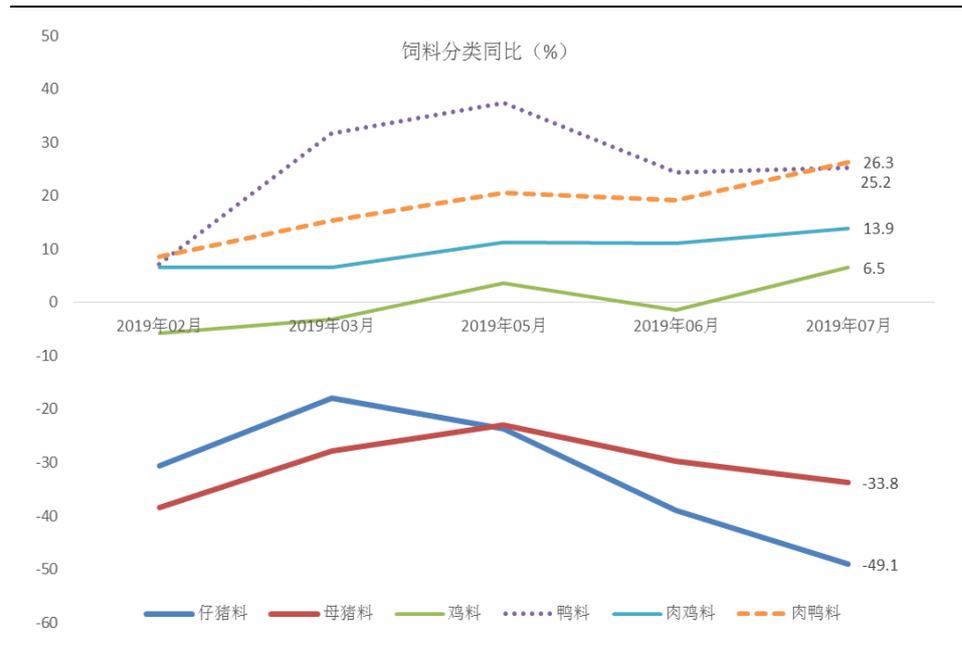
图 20：2018 年禽肉产量（万吨）



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

从替代效果看，禽肉比禽蛋对猪肉的替代效果更好。从养殖的情况看，今年我国蛋鸡和蛋鸭的养殖量大幅增加，但增幅介于 8%--10%。肉鸡的存栏增幅较大，可能介于 10—20%之间。通过饲料同比印证，2019 年 7 月，肉鸡料同比增加 13.6%，整体鸡料的同比增幅为 6.5%。

图 21：饲料分类同比（%）



数据来源：天下粮仓、兴证期货研发部

如图 22 所示，在肉禽出栏增加 10—20%、牛羊肉增加 5%、禽蛋增加 8-10% 情况下，合计产量增幅为 506—766 万吨，而猪肉在减少 25% 的情况下，产量可能减少 1620 万吨，这意味着肉蛋总体供应减少超过 900 万吨，这必然会刺激猪肉价格的大幅上涨。

图 22：我国肉蛋产量预测

	2018年产量（万吨）	2019年增减幅	2019年增减（万吨）
禽肉	1994	10-20%	200-400
牛羊肉	1119	5%	56
禽蛋	3128	8-10%	250-310
合计	6241		506-766
猪肉	5404	-25%--40%	-1620--2160

数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 生猪相关行业投资策略

2.1 生猪供不应求，价格必然上涨

由于非洲猪瘟导致生猪及猪肉供不应求，猪肉价格的上涨是必然。享受猪肉上涨的最直接投资是囤积猪肉，或者通过相应渠道进口猪肉。2019年4月的报告中，我们预测猪肉价格将突破历史高点21.5元/公斤，目前已经达到28元/公斤，远远超过历史高点，未来猪肉的价格仍可能走高。非洲猪瘟的不确定性大，防控难度大，非洲猪瘟疫苗的研发对生猪产业至关重要，但在有效疫苗进入市场前，生猪行业的缺口很难发生改变。

上市公司方面，非洲猪瘟情况下“公司+农户”的养殖模式有效分散了风险，采用这种养殖模式的企业最有可能胜出。另外，由于母猪产能大幅下降，仔猪供不应求，有大规模种猪场的公司利润更有保障。从市盈率角度看，目前上市公司的估值已经不低，并且部分上市公司猪场发生非洲猪瘟形成暴雷风险的概率较高。

关注政府政策的动向。目前，各级政府已经开始大规模的生猪养殖补贴政策，有利于资本的进入及生猪存栏的增加。若未来猪肉价格继续大幅走高，不排除政府采用限量限价的极端政策，可能会压缩养殖企业的利润。

2.2 农产品原材料投资机会

图23为生猪存栏在不同幅度减少的假设情况下，国内豆粕、进口大豆需求的减少数量，以及由此导致的豆油供应数量的减少情况。根据测算，全国生猪存栏减少30%的情况下（大概率情况），大豆的需求量将下降1117万吨，豆油的压榨供应数量将减少212万吨。由于国内通过进口大豆压榨来满足豆油和豆粕的需求，且主要以满足豆粕需求为主，因此豆粕需求的萎缩将导致国内豆油供应的减少。2018年以前，国内进口豆油的数量不足100万吨，国际豆油出口大国可供出口的豆油数量也很难在短时间内大幅增加，因此我们认为豆油超过200万吨的进口数量预期可能会导致国际豆油价格的大幅上涨，进而导致国内外豆油价格联袂上涨。

图 23：生猪存栏及豆粕和豆油供应变动

生猪存栏	豆粕需求 (万吨)	大豆需求 (万吨)	豆油供应 (万吨)
减少20%	-581	-745	-142
减少30%	-872	-1,117	-212
减少40%	-1,162	-1,490	-283
减少50%	-1,453	-1,862	-354

数据来源：wind，兴证期货研发部

前期国内油脂价格出现了 15% 的上涨，由于国外棕榈油和豆油价格上涨相对落后，进口贸易出现利润，导致进口量大幅增加。尤其是棕榈油的进口数量，2019 年的前 7 个月已经较去年同期增加了 68 万吨，弥补了部分豆油供给的缺口。但只要非洲猪瘟的影响还在持续，大豆的压榨量萎缩仍旧会支持国内豆油的价格。因此，我们认为豆油的价格相对偏强。而相反，豆粕的需求出现减量，可能维持低位区间震荡行情的概率更大。

受生猪存栏大幅下降的影响，玉米用于养殖的需求同样大幅下降。在总体养殖业需求萎缩 10% 的情况下，玉米的需求量减少接近 2000 万吨，即使工业需求超预期增加 1000 万吨，玉米的需求总量减少也要达到 1000 万吨，这是我国近三十年来不曾发生过的事情，也意味着玉米价格震荡偏弱的概率非常大。当然，国内玉米价格受政策影响比较大，2018 年吉林地区玉米的收购价格为 1700 元/吨，这就意味这 2019 年吉林地区玉米价格跌破 1700 元/吨的概率非常小。因此，交易策略方面，建议投资者逢高沽空玉米，但需要关注政策底的支撑。

风险事项：

- 1、政府采取限价限购政策，强行打压生猪价格；
- 2、非洲猪瘟疫苗提早投放市场，改变供求格局；

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。