

农林牧渔

2021年01月24日

庖丁解猪系列三：猪价短期承压，5月份反弹可期

——行业周报

投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

陈昕晖（联系人）

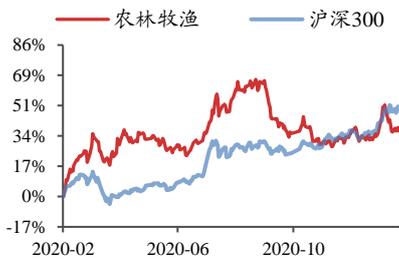
chenxueli@kysec.cn

chenxinhui@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790120090006

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-拉尼娜影响产量预期调减，主要粮价预计上行》-2021.1.17

《行业周报-USDA 报告利多粮食价格，继续关注种植链机会》-2021.1.17

《行业点评报告-12月节前需求回升，生猪价格超预期支撑禽链》-2021.1.13

● 庖丁解猪系列三：猪价短期承压，5月份反弹可期

近两周猪价持续回落，预计春节前缓慢下行。春节临近提前出栏现象愈发普遍，出栏任务也使得养殖集团出栏积极，叠加北方省份新冠疫情再次抬头，规模场降价出栏持续，2021.1.16-2021.1.22 二十二省市生猪均价 35.94 元/公斤，环比下降 0.35 元/公斤。随着后续养殖集团出栏任务完成、外出务工人员返乡提振鲜肉需求，节前猪价或缓慢下行。春季后 2-3 月为传统淡季，猪价承压。消费淡季叠加海关积压的进口肉投放，春节后 2-3 月预计猪价继续承压，但当前屠企冻肉库存持续下行且为历史低位，部分进口肉或将转化为屠企库存，猪价跌幅预计低于市场预期。2020 年冬季至今仔猪存栏去化明显，看好 2021 年 5-6 月猪价表现。冬季为传统猪病高发季、当前行业母猪群质量相比往年下滑、前期东北台风使得玉米霉菌毒素超标普遍，对中小养殖户断奶前乳猪成活率影响较大，三重因素叠加导致 2020Q4 至今行业仔猪存栏去化明显，2020 年 12 月以来行业出栏生猪 90kg 以下占比提升及仔猪价格的快速上涨也印证此观点，我们认为 2021 年 5-6 月肥猪供应较为短缺，利好猪价表现。

● 周观点：动保产品需求加速释放，种植链利好因素较多

生猪补栏积极性高，动保产品需求加速释放。据农业农村部数据，2020 年 11 月能繁母猪和生猪存栏继续回升，存栏量同比分别增长 31.2% 及 29.8%。随着生猪加快恢复，养殖后周期动保板块持续回暖。展望未来，一方面猪价仍将保持较高水平运行，刺激行业补栏积极性提高，另一方面，国家政策层面不断出台扶持政策，保障生猪供给有效恢复，动保企业未来三年业绩增速确定，看好动物保健板块投资机会。建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业，重点推荐生物股份、普莱柯、科前生物。2021 年种植链利好因素较多，建议关注种植链机会。2021 年国内饲料用粮有望大幅增长，国外通胀升温，国内外粮食价格有望迎来共同上涨，同时转基因政策持续推进，2020 年中央经济工作会议强调解决好种子和耕地问题，国内主粮转基因或进入商业化阶段。整体而言种植链利好因素较多，重点推荐转基因研发能力深厚、技术成熟的大北农、基本面将触底改善的隆平高科，受益标的苏垦农发。

● 本周重点新闻（1.16-1.22）：广东省平远县报告发生一起疑似因违规调运输入的非洲猪瘟疫情

【广东省平远县报告发生一起疑似因违规调运输入的非洲猪瘟疫情】

● 风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

目 录

1、 猪价短期承压，大幅反弹将出现在 2021 年 5 月	3
2、 本周观点：动保产品需求加速释放，种植链利好因素较多	4
3、 本周市场表现（1.18-1.22）：农业跑输大盘 0.65 个百分点	4
4、 本周重点新闻（1.16-1.22）：广东省平远县报告发生一起疑似因违规调运输入的非洲猪瘟疫情	6
5、 本周价格跟踪（1.16-1.22）：鸡苗、毛鸡、817 毛鸡、鸭苗、毛鸭、草鱼价格上涨	6
6、 主要肉类进口量	11
7、 主要饲料产量	11
8、 风险提示	12

图表目录

图 1： 本周生猪价格环比下滑	3
图 2： 当前屠企库存持续下行	3
图 3： 2020 年 12 月至今 90kg 以下生猪出栏占比提升	4
图 4： 2020 年 6 月中旬起 90 公斤以下生猪出栏占比提升	4
图 5： 农业板块本周上涨 0.49%	5
图 6： 本周农业股跑输大盘 0.65 个百分点	5
图 7： 本周动物保健板块涨幅领先	5
图 8： 本周生猪价格环比下跌（元/公斤）	7
图 9： 本周自繁自养利润下跌（元/头）	7
图 10： 本周鸡苗均价环比上涨	8
图 11： 本周毛鸡主产区均价环比上涨	8
图 12： 本周中速黄羽鸡平均环比下跌 0.90%	8
图 13： 本周肉杂鸡主产区平均价环比上涨 2.42%	8
图 14： 本周鸭苗平均价环比上涨	9
图 15： 本周毛鸭平均价环比上涨	9
图 16： 1.8-1.15 草鱼价格环比上涨	9
图 17： 本周鲈鱼价格环比持平	9
图 18： 本周对虾价格环比持平	10
图 19： 本周玉米期货结算价环比下降	10
图 20： 本周豆粕期货结算价环比下降	10
图 21： 本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）	11
图 22： 本周郑商所白糖收盘价环比下跌	11
图 23： 2020 年 10 月猪肉进口量 33 万吨	11
图 24： 2020 年 7 月禽类进口量 18.19 万吨	11
图 25： 2020 年 11 月猪料产量 932 万吨	12
图 26： 2020 年 11 月水产料产量 109 万吨	12
图 27： 2020 年 11 月蛋禽料产量 270 万吨	12
图 28： 2020 年 11 月肉禽料产量 753 万吨	12
表 1： 农业个股涨跌幅排名：科前生物、通威股份、海利生物领涨	5
表 2： 本周鸡苗、毛鸡、817 毛鸡、鸭苗、毛鸭、草鱼价格上涨	6

1、猪价短期承压，大幅反弹将出现在 2021 年 5 月

近两周猪价持续回落，预计春节前缓慢下行。春节临近提前出栏现象愈发普遍，出栏任务也使得养殖集团出栏积极，叠加北方省份新冠疫情再次抬头，规模场降价出栏持续，2021.1.16-2021.1.22 二十二省市生猪均价 35.94 元/公斤，环比下降 0.35 元/公斤。随着后续养殖集团出栏任务完成、外出务工人员返乡提振鲜肉需求，节前猪价或缓慢下行。

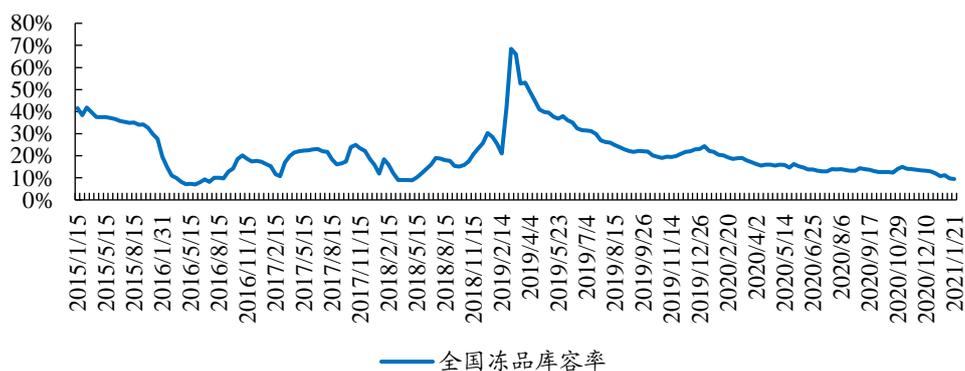
图1：本周生猪价格环比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

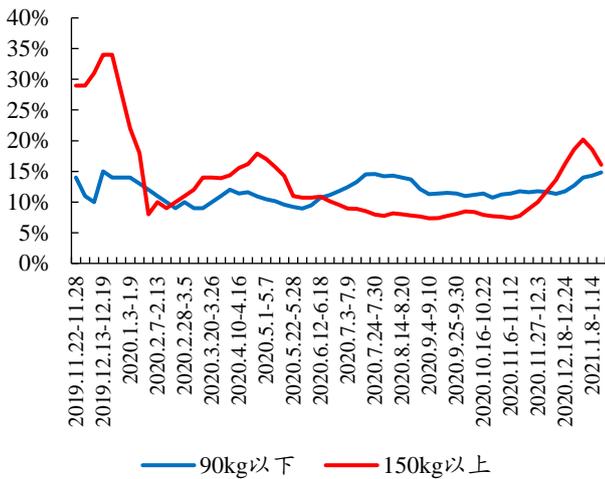
春季后 2-3 月为传统淡季，猪价承压。消费淡季叠加海关积压的进口肉投放，春节后 2-3 月预计猪价继续承压，但当前屠企冻肉库存持续下行且为历史低位，部分进口肉或将转化为屠企库存，猪价跌幅预计低于市场预期。

图2：当前屠企库存持续下行



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

2020 年冬季至今仔猪存栏去化明显，看好 2021 年 5-6 月猪价表现。冬季为传统猪病高发季、当前行业母猪群质量相比往年下滑、前期东北台风使得玉米霉菌毒素超标普遍，对中小养殖户断奶前乳猪成活率影响较大，三重因素叠加导致 2020Q4 至今行业仔猪存栏去化明显，2020 年 12 月以来行业出栏生猪 90kg 以下占比提升及仔猪价格的快速上涨也印证此观点，我们认为 2021 年 5-6 月肥猪供应较为短缺，利好猪价表现。

图3：2020年12月至今90kg以下生猪出栏占比提升

图4：2020年6月中旬起90公斤以下生猪出栏占比提升


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

2、本周观点：动保产品需求加速释放，种植链利好因素较多

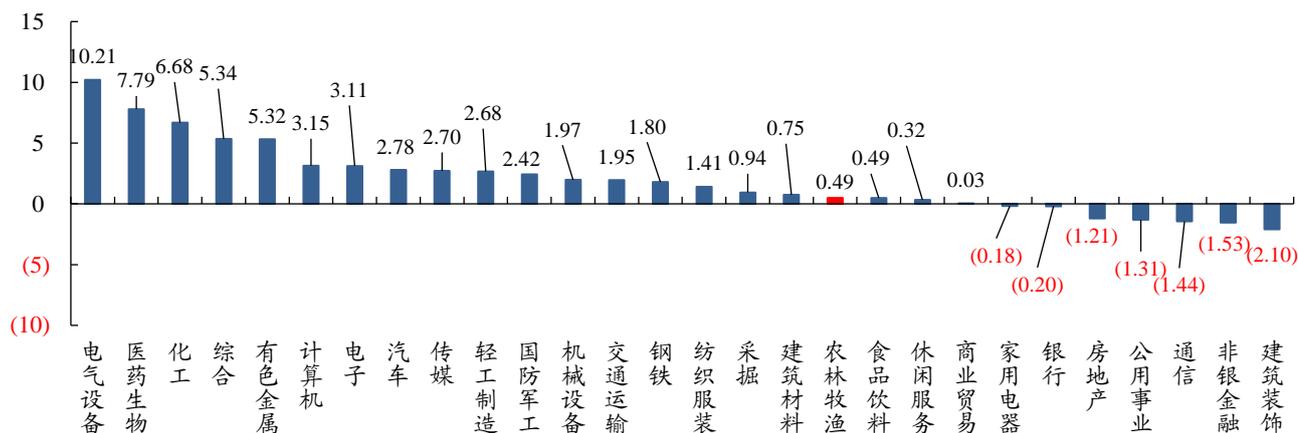
生猪补栏积极性高，动保产品需求加速释放。据农业农村部数据，2020年11月能繁母猪和生猪存栏继续回升，存栏量同比分别增长31.2%及29.8%。随着生猪加快恢复，养殖后周期动保板块持续回暖。展望未来，一方面猪价仍将保持较高水平运行，刺激行业补栏积极性提高，另一方面，国家政策层面不断出台扶持政策，保障生猪供给有效恢复，动保企业未来三年业绩增速确定，看好动物保健板块投资机会。建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业，重点推荐生物股份、普莱柯、科前生物。

2021年种植链利好因素较多，建议关注种植链机会。2021年国内饲料用粮有望大幅增长，国外通胀升温，国内外粮食价格有望迎来共同上涨，同时转基因政策持续推进，2020年中央经济工作会议强调解决好种子和耕地问题，国内主粮转基因或进入商业化阶段。整体而言种植链利好因素较多，重点推荐转基因研发能力深厚、技术成熟的大北农、基本面将触底改善的隆平高科，受益标的苏垦农发。

3、本周市场表现（1.18-1.22）：农业跑输大盘0.65个百分点

本周上证A指上涨1.13%，农业指数上涨0.49%，跑输大盘0.65个百分点。子板块看，动物保健、饲料、禽养殖涨幅居前，分别上涨8.61%、6.21%、2.61%；农产品加工及林业、渔业、种植跌幅明显，分别下跌1.14%、1.68%、2.99%。个股来看，科前生物(+17.76%)、通威股份(+16.49%)、海利生物(+15.55%)领涨。

图5: 农业板块本周上涨 0.49%



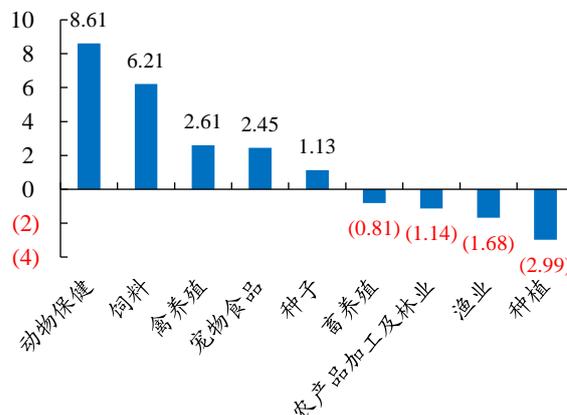
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 本周农业股跑输大盘 0.65 个百分点



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 本周动物保健板块涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 农业个股涨跌幅排名: 科前生物、通威股份、海利生物领涨

前 15 名			后 15 名		
688526.SH	科前生物	17.76%	002746.SZ	仙坛股份	-2.27%
600438.SH	通威股份	16.49%	601952.SH	苏垦农发	-2.95%
603718.SH	海利生物	15.55%	002041.SZ	登海种业	-3.20%
000893.SZ	亚钾国际	15.03%	000911.SZ	南宁糖业	-3.58%
600313.SH	农发种业	12.39%	600975.SH	新五丰	-3.82%
300119.SZ	瑞普生物	9.19%	600097.SH	开创国际	-3.84%
000663.SZ	*ST 永林	8.95%	000876.SZ	新希望	-3.97%
002299.SZ	圣农发展	8.63%	002982.SZ	湘佳股份	-4.00%
600201.SH	生物股份	6.87%	000972.SZ	ST 中基	-4.33%
002086.SZ	*ST 东洋	6.25%	600598.SH	北大荒	-4.34%
002688.SZ	金河生物	6.20%	002311.SZ	海大集团	-4.65%
300189.SZ	神农科技	6.07%	000798.SZ	中水渔业	-4.79%
000860.SZ	顺鑫农业	5.16%	002321.SZ	华英农业	-6.50%

前 15 名			后 15 名		
603566.SH	普莱柯	4.42%	600189.SH	吉林森工	-6.75%
600195.SH	中牧股份	4.08%	600737.SH	中粮糖业	-8.28%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 截止至 2021 年 1 月 22 日

4、本周重点新闻(1.16-1.22): 广东省平远县报告发生一起疑似因违规调运输入的非洲猪瘟疫情

【广东省平远县报告发生一起疑似因违规调运输入的非洲猪瘟疫情】1月21日, 农业农村部接到中国动物疫病预防控制中心报告, 经广东省动物疫病预防控制中心确诊, 平远县一养殖场发生一起疑似因违规调运输入的非洲猪瘟疫情。疫情发生时, 该养殖场存栏仔猪 1015 头, 发病 214 头, 死亡 214 头。(农业农村部: <http://dwz.date/dYKR>)

【中国农科院突破非瘟疫苗大规模生产工艺关键瓶颈】中国农业科学院 2021 年工作会议中指出, 中国农科院顺利完成非洲猪瘟弱毒疫苗实验室创制、中间试制、生物安全环境释放试验及第一阶段临床试验, 生物安全生产性试验和第二阶段临床试验顺利推进, 进一步证明了疫苗的安全性和有效性, 突破了大规模生产工艺的关键瓶颈, 向产业化应用迈出坚实一步。(博亚和讯: <http://dwz.date/dZ5e>)

【1月21日中央储备冻猪肉投放3万吨】据华储网官网消息, 华储网发布1月21日中央储备冻猪肉投放竞价交易有关事项的通知, 将出库投放竞价交易3万吨。(新牧网: <http://dwz.date/dZ5f>)

5、本周价格跟踪(1.16-1.22): 鸡苗、毛鸡、817毛鸡、鸭苗、毛鸭、草鱼价格上涨

表2: 本周鸡苗、毛鸡、817毛鸡、鸭苗、毛鸭、草鱼价格上涨

分类	项目	本周价格	周环比	上周价格	周环比	上两周价格	周环比
生猪	生猪价格(元/公斤)	35.94	-0.96%	36.29	-0.14%	36.34	2.63%
	仔猪价格(元/公斤)	102.35	1.05%	101.29	4.61%	96.83	4.28%
	生猪养殖利润: 自繁自养(元/头)	2312.96	-0.37%	2321.54	-4.11%	2421.01	8.27%
	生猪养殖利润: 外购仔猪(元/头)	776.25	0.47%	772.60	-10.59%	864.14	27.13%
白羽鸡	鸡苗价格(元/羽)	2.16	118.18%	0.99	-46.77%	1.86	0.00%
	毛鸡价格(元/公斤)	9.32	8.88%	8.56	0.82%	8.49	4.30%
	毛鸡养殖利润(元/羽)	3.24	-97.56%	1.64	5.20%	1.73	-355.26%
	父母代种鸡养殖利润(元/羽)	-0.49	70.48%	-1.66	-110.13%	-0.79	0.00%
黄羽鸡	中速鸡价格(元/公斤)	11.86	-7.63%	12.84	-2.73%	13.20	-8.84%
	817毛鸡价格(元/公斤)	9.72	2.42%	9.49	9.33%	8.68	2.12%
鸭	鸭苗价格(元/羽)	0.56	33.33%	0.42	-51.16%	0.86	24.64%
	毛鸭价格(元/公斤)	8.58	8.88%	7.88	0.51%	7.84	4.12%
水产品	草鱼价格(元/公斤)	14.24	1.64%	14.01	-0.07%	14.02	1.37%

分类	项目	本周价格	周环比	上周价格	周环比	上两周价格	周环比
	鲈鱼价格(元/公斤)	38.25	2.33%	37.38	-7.61%	40.46	-2.08%
	对虾价格(元/公斤)	65.22	-44.04%	116.54	-1.92%	118.82	-12.28%
大宗农产品	玉米期货价格(元/吨)	2827.00	-1.12%	2859.00	1.35%	2821.00	3.07%
	豆粕期货价格(元/吨)	3517.00	-5.86%	3736.00	6.47%	3509.00	2.51%
	ICE11号糖期货价格(美分/磅)	15.85	2.39%	15.48	-3.79%	16.09	7.27%
	郑商所糖期货价格(元/吨)	5258.00	-3.52%	5450.00	3.49%	5266.00	0.98%

数据来源: Wind、开源证券研究所

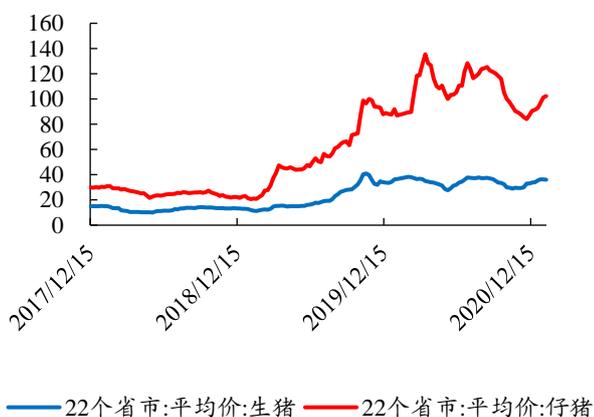
注: 草鱼数据更新滞后一周; 红色数字表示环比上涨, 绿色数字表示环比下跌, 黑色数字表示无变动。

生猪养殖: 根据 Wind 数据, 自繁自养头均利润 2312.96 元, 环比下跌 8.58 元; 外购仔猪头均利润 776.25 元, 环比上涨 3.65 元。

据博亚和讯监测, 2021 年 1 月 22 日全国外三元生猪均价为 35.12 元/公斤, 较 21 日下跌 0.39 元/公斤; 仔猪均价为 84.09 元/公斤, 较 21 日下跌 0.1 元/公斤; 白条肉均价 45.37 元/公斤, 较 21 日下跌 0.49 元/公斤。22 日猪料比价为 10.55:1, 较 21 日减少 0.12。

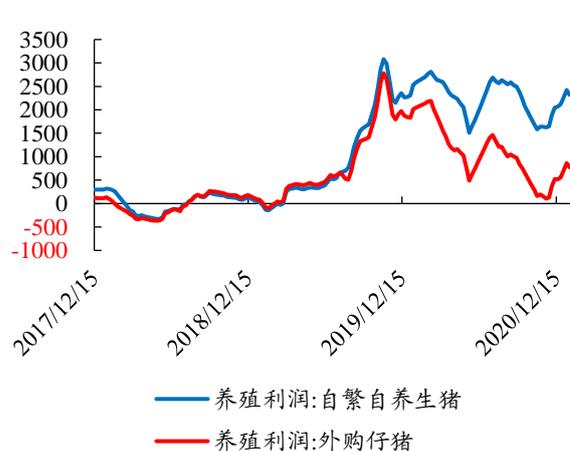
近期猪价跌幅加大。俗话说, 过了腊八就是年, 春节前生猪出栏时间愈加短暂, 本周已经显现提前出栏现象, 而且新冠疫情形势依然严峻, 生猪出栏积极, 规模场降价出栏持续, 导致猪价跌幅加大。若养殖端恐慌集中出栏, 不乏局地猪价继续大幅回调; 随着猪价回落, 猪肉价格或有降温, 大中小院校陆续放假, 部分外出务工人员返乡, 家庭鲜销消费趋增, 供需博弈, 下周猪价或延续跌势。

图8: 本周生猪价格环比下跌(元/公斤)



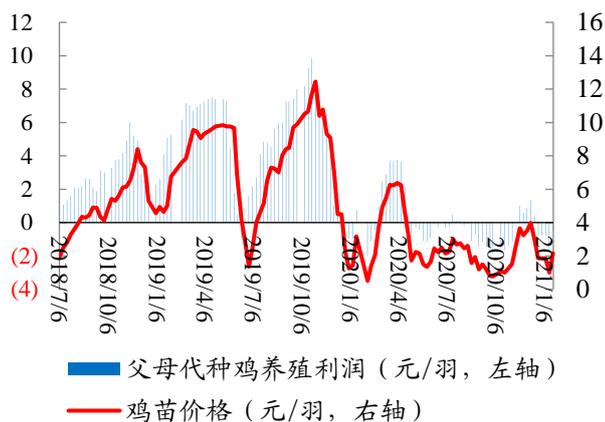
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 本周自繁自养利润下跌(元/头)

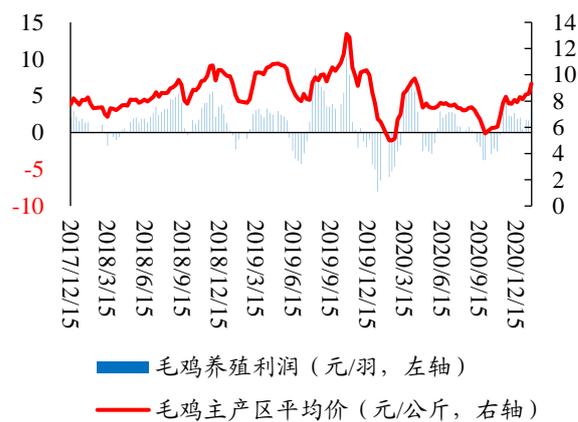


数据来源: Wind、开源证券研究所

白羽肉鸡: 据 Wind 数据, 本周鸡苗均价 2.16 元/羽, 环比上涨 118.18%; 毛鸡均价 9.32 元/公斤, 环比上涨 8.88%; 毛鸡养殖利润 3.24 元/羽, 环比上涨 1.60 元/羽。

图10: 本周鸡苗均价环比上涨


数据来源: Wind、开源证券研究所

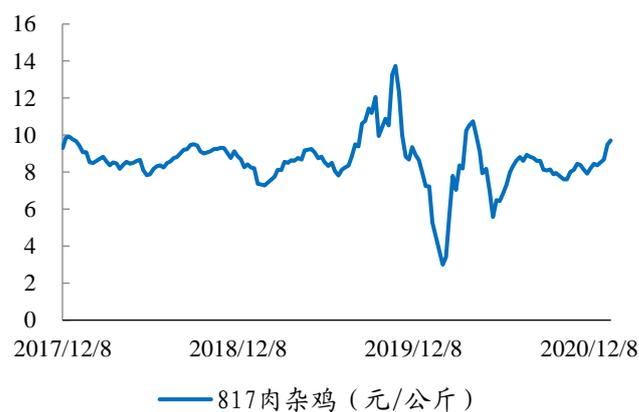
图11: 本周毛鸡主产区均价环比上涨


数据来源: Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡: 据新牧网数据, 1月22日中速鸡均价13.98元/公斤, 环比下跌0.90%;
 据 Wind 数据, 本周 817 肉杂鸡均价 9.72 元/公斤, 环比上涨 2.42%。

图12: 本周中速黄羽鸡平均环比下跌 0.90%

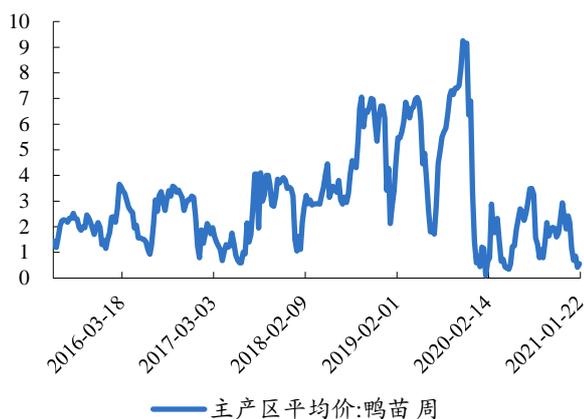

数据来源: 新牧网、开源证券研究所

图13: 本周肉杂鸡主产区均价环比上涨 2.42%


数据来源: Wind、开源证券研究所

鸭: 据 Wind 数据, 本周鸭苗均价 0.56 元/羽, 环比上涨 33.33%; 毛鸭均价 8.58 元/公斤, 环比上涨 8.88%。

图14: 本周鸭苗平均价环比上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

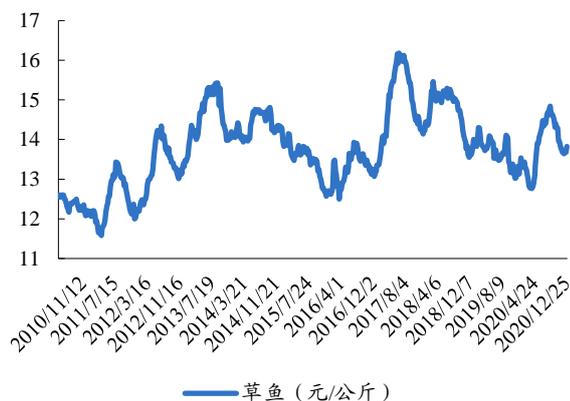
图15: 本周毛鸭平均价环比上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

水产品: 据 Wind 数据, 1 月 15 日草鱼价格 14.24 元/公斤, 环比上涨 1.64%; 据布瑞克数据, 1 月 22 日鲈鱼价格 27.29 元/公斤, 环比持平; 据金投网数据, 1 月 22 日对虾价格 64.64 元/斤, 环比持平。

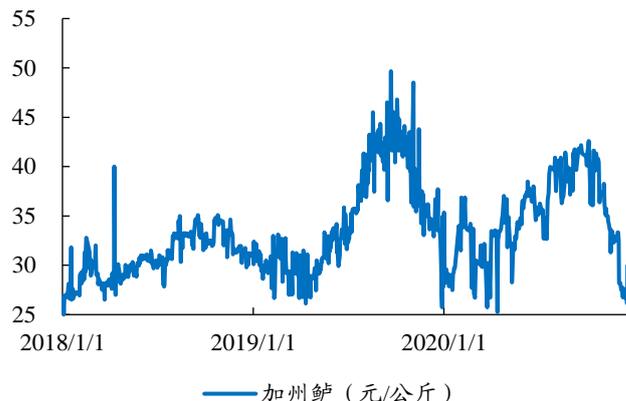
图16: 1.8-1.15 草鱼价格环比上涨



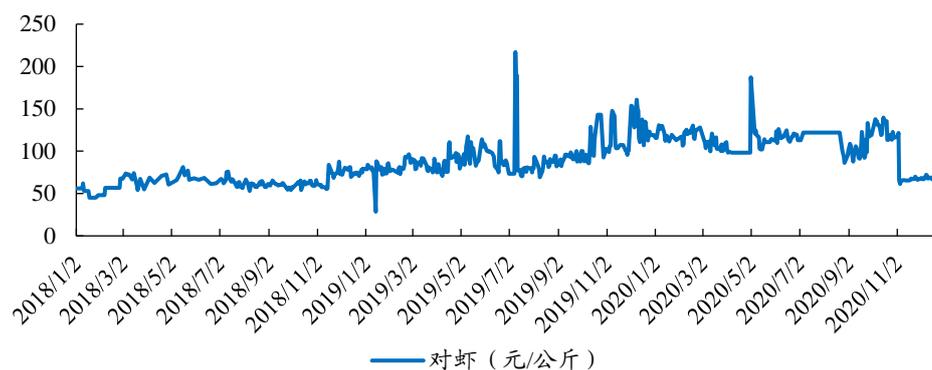
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 草鱼价格滞后一周

图17: 本周鲈鱼价格环比持平

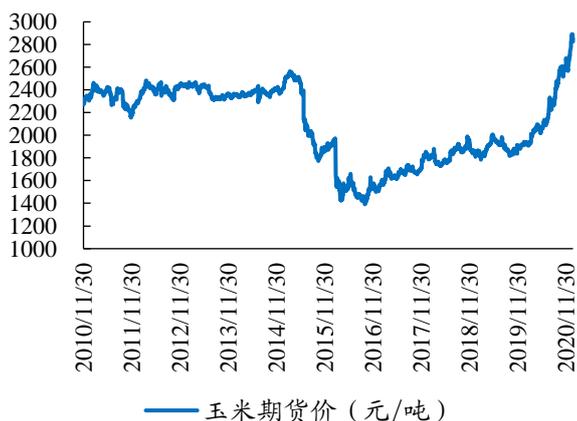


数据来源: 布瑞克、开源证券研究所

图18: 本周对虾价格环比持平


数据来源: 金投网、开源证券研究所

大宗农产品: 据 Wind 数据, 本周大商所玉米期货活跃合约结算价为 2827 元/吨, 环比下降 1.12%; 豆粕期货活跃合约结算价为 3517 元/吨, 环比下降 5.86%。

图19: 本周玉米期货结算价环比下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

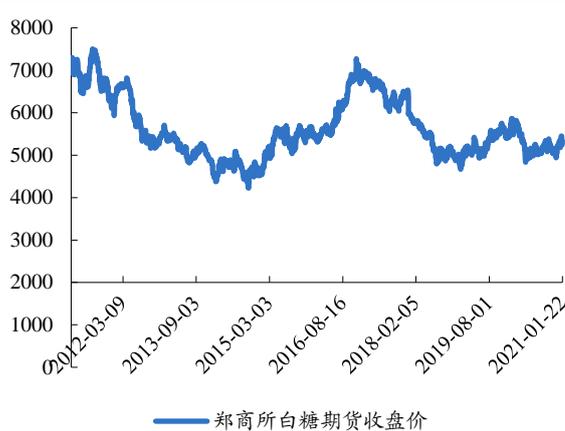
图20: 本周豆粕期货结算价环比下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

糖: 据 Wind 数据, 国外糖价, NYBOT11 号糖 12 月 31 日收盘价 15.85 美分/磅, 环比上涨 2.39%。国内糖价, 郑商所白砂糖期货 12 月 25 日收盘价 5258 元/吨, 环比下跌 3.52%。

图21: 本周 NYBOT11 号糖环比上涨 (美分/磅)


数据来源: Wind、开源证券研究所

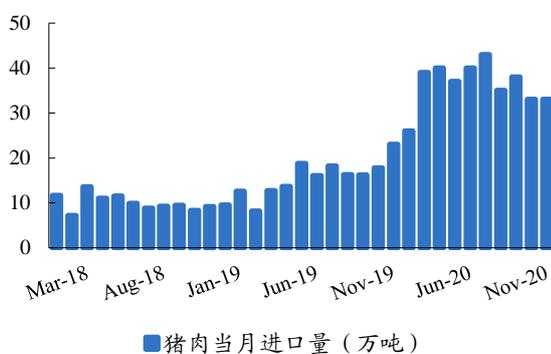
图22: 本周郑商所白糖收盘价环比下跌


数据来源: Wind、开源证券研究所

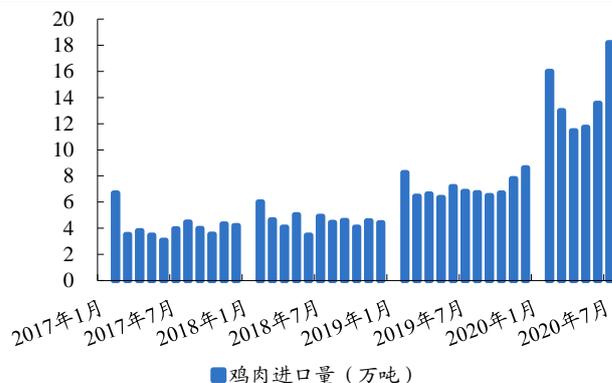
6、主要肉类进口量

猪肉进口: 据海关总署数据, 2020年11月猪肉进口33万吨, 环比上月保持不变, 同比增加43.5%。

禽肉进口: 据海关总署数据, 2020年7月鸡肉进口18.19万吨, 环比增加34%, 同比增加167%。

图23: 2020年10月猪肉进口量33万吨


数据来源: Wind、开源证券研究所

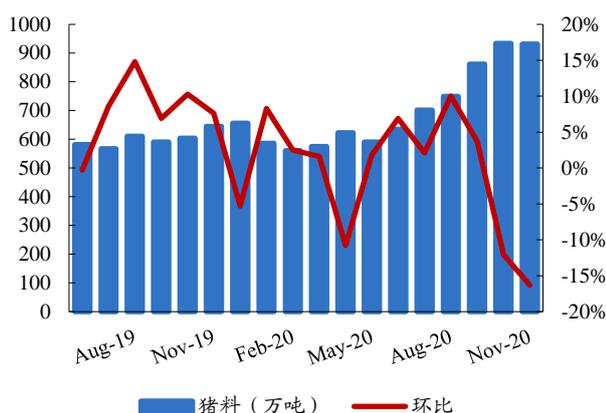
图24: 2020年7月禽类进口量18.19万吨


数据来源: 海关总署、农业农村部、开源证券研究所

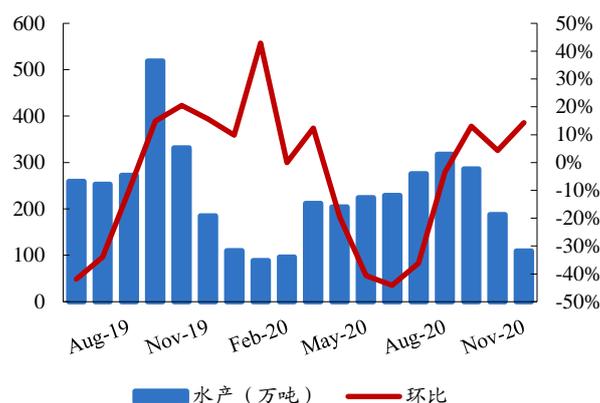
7、主要饲料产量

猪料: 据中国饲料工业协会数据, 2020年11月猪料产量932万吨, 环比减少0.30%, 同比增长53.10%。

水产料: 据中国饲料工业协会数据, 2020年11月水产料产量109万吨, 环比减少41.90%, 同比减少8.80%。

图25: 2020年11月猪料产量932万吨


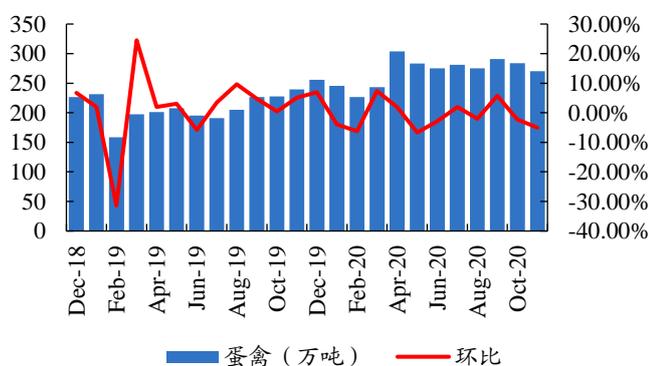
数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

图26: 2020年11月水产料产量109万吨


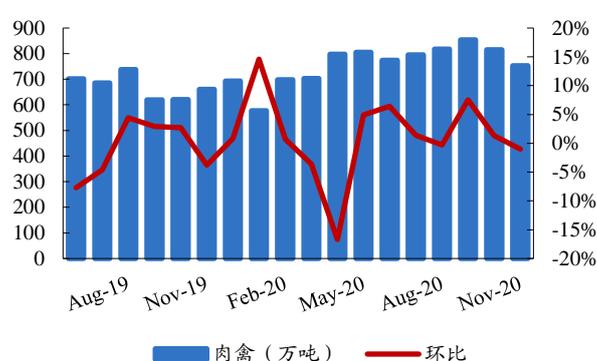
数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

蛋禽料: 据中国饲料工业协会数据, 2020年11月蛋禽料产量270万吨, 环比减少5.10%, 同比减少6.70%。

肉禽料: 据中国饲料工业协会数据, 2020年11月肉禽料产量753万吨, 环比减少7.70%, 同比减少8.40%。

图27: 2020年11月蛋禽料产量270万吨


数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

图28: 2020年11月肉禽料产量753万吨


数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

8、风险提示

宏观经济下行, 农产品价格大幅下跌; 非洲猪瘟疫情恶化, 上市企业出栏量不及预期; 新冠疫情加重, 消费需求复苏慢于预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn