

农林牧渔

2021年04月13日

USDA 下调玉米、小麦期末库存，上调大豆库存

——行业点评报告

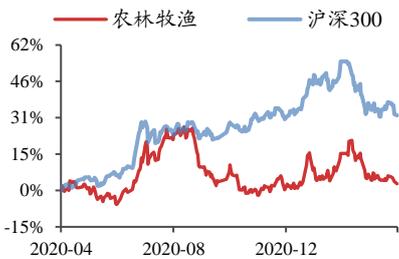
投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

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-3月鸡企积极补栏，带动鸡苗价格上涨》-2021.4.12

《行业周报-上市猪企以量补价，3月收入环比增长》-2021.4.11

《行业点评报告-以量补价，上市猪企3月收入端环比增长》-2021.4.11

● 4月报告下调玉米、小麦库存，上调大豆库存，稻谷稳定

4月9日美国农业部发布新一期全球农产品供需预测报告，较前一预测期分别调高2020/21年度全球玉米、小麦消费量，期末库存相应下调。大豆方面，巴西产量增加，中国大豆压榨量下滑，期末库存上调。稻谷方面，缅甸因素对稻谷局部贸易产生影响，2020/21年稻谷进出口量小幅下调，但整体影响有限。库存消费比方面，玉米、大豆库存消费比仍处于相对低位，供需偏紧；小麦、稻谷库存消费比较往年均值相对偏宽松。我们预计2021年全球玉米、大豆仍处供需偏紧状态，中国国内主粮价格预计相对稳定，饲料价格预计维持高位震荡。

● 玉米、小麦：消费量环比上调，对应期末库存下调

玉米：2020/21年全球玉米产量预测值11.37亿吨（同比+1.8%），消费量11.56亿吨（同比+1.9%），期末库存2.84亿吨（同比-6.3%）。库存消费比24.6%（同比-2.2pct）。我们预计2021年全球玉米供需偏紧，玉米价格维持高位波动。

小麦：2020/21年全球小麦产量预测值7.76亿吨（同比+1.7%），消费量7.81亿吨（同比+4.5%），饲料消费量1.57亿吨（同比+12.5%），期末库存2.96亿吨（同比-1.5%）。库存消费比为37.8%（同比-2.3pct）。玉米价格居高，小麦饲用替代效应明显，我们预计2021年小麦将逐渐与玉米缩小能量原料价差。

● 大豆：巴西产量增加，中国压榨量下滑，库存环比调高

本预测期全球大豆产量上调，主要受巴西大豆产量增加影响，同时3月巴西大豆出口量激增，达到创纪录的1350万吨。虽然天气因素拖慢2月巴西大豆收割装船节奏，但3月排船量有效追赶当季出口节奏。需求方面，由于菜籽及花生的产量增加，对大豆压榨量产生一定影响。最新预测值，2020/21年全球大豆产量3.63亿吨（同比+7.1%），消费量3.70亿吨（同比+3.5%），期末库存8687万吨（同比-9.9%）。库存消费比23.5%（同比-3.5pct）。我们预计2021年大豆价格维持高位运行，后续关注6月发布的种植面积数据及北半球土壤墒情数据更新。

● 稻谷：缅甸动荡局势导致全球稻谷贸易量小幅调低，国内供需稳定

本预测期全球稻谷产量及消费量小幅调低，主要变动来自缅甸动荡局势对稻谷进出口的影响。最新预测值，2020/21年全球稻谷产量5.04亿吨（同比+1.3%），消费量5.04亿吨（同比+1.6%），期末库存1.78亿吨（同比-0.1%）。库存消费比为35.2%（同比-0.6pct）。我们预计2021年全球稻谷供需相对稳定，中国国内稻米供应安全边际高（2020/21年预测库存消费比78.1%），价格表现相对稳定。

● **风险提示：**自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

目 录

1、 4月报告下调玉米、小麦库存、上调大豆库存，稻谷稳定.....	3
2、 玉米：美国内销外运量增加，期末库存量环比调低.....	3
3、 大豆：巴西产量增加，中国压榨量下滑，库存环比调高.....	5
4、 小麦：国内饲料消费量持续增长，期末库存再度调低.....	6
5、 稻谷：缅甸动荡导致稻谷贸易量小幅调低，国内供需稳定.....	8
6、 风险提示.....	9

图表目录

图 1： 3.12-4.12CBOT 玉米收盘价上涨 5.2%.....	3
图 2： 3.12-4.12 国内玉米期货收盘价下跌 1.6%.....	3
图 3： 2020/21 年全球玉米期末库存 4 月预测值下降.....	4
图 4： 2020/21 年全球玉米库存消费比预测值较 2019/20 年估计值下降.....	4
图 5： 3.12-4.12CBOT 大豆收盘价下跌 2.1%.....	5
图 6： 3.12-4.12 国内豆一、豆二收盘价分别下跌 8.9%、2.7%.....	5
图 7： 2020/21 年全球大豆期末库存 4 月预测值调高.....	5
图 8： 2020/21 年全球大豆库存消费比预测值较 2019/20 年估计值下降.....	5
图 9： 3.12-4.12CBOT 小麦价格下跌 1.61%.....	7
图 10： 3.12-4.12 国内小麦价格下跌-1.01%.....	7
图 11： 2020/21 年全球小麦期末库存 4 月预测值下降.....	7
图 12： 2020/21 年全球小麦库存消费比预测值较 2019/20 年估计值下降.....	7
图 13： 3.12-4.12CBOT 稻谷收盘价小幅上涨.....	8
图 14： 3.12-4.12 国内早籼稻、粳稻期货收盘价小幅下跌、晚籼稻价格稳定.....	8
图 15： 2020/21 年全球稻谷期末库存 4 月预测值稳定.....	9
图 16： 2020/21 年全球稻谷库存消费比预测值较 2019/20 年估计值小幅下降.....	9
表 1： 2021 年 4 月预测全球玉米期末库存量为 283.85 百万吨.....	4
表 2： 2021 年 4 月预测中国玉米期末库存量为 196.18 百万吨.....	4
表 3： 2021 年 4 月预测全球大豆期末库存量为 86.87 百万吨.....	6
表 4： 2021 年 4 月预测中国大豆期末库存量为 31.60 百万吨.....	6
表 5： 2021 年 4 月预测全球小麦期末库存量为 295.52 百万吨.....	7
表 6： 2021 年 4 月预测中国小麦期末库存量为 145.43 百万吨.....	8
表 7： 2021 年 4 月预测全球稻谷期末库存为 177.74 百万吨.....	9
表 8： 2021 年 4 月预测中国稻谷期末库存为 116.40 百万吨.....	9

1、4月报告下调玉米、小麦库存、上调大豆库存，稻谷稳定

4月9日美国农业部发布新一期全球农产品供需预测报告,较前一预测期分别调高2020/21年度全球玉米、小麦消费量,期末库存相应下调。美国方面,玉米内销外运量持续增长,成为影响该报告期玉米预测值调整的主要原因;中国方面,由于国内玉米价格居高,小麦替代效应明显,饲料消费量持续走高,成为影响当期全球小麦预测值调整的主要因素。大豆方面,巴西产量增加,中国大豆压榨量下滑,期末库存上调。稻谷方面,缅甸因素对稻谷局部贸易产生影响,2020/21年稻谷进出口量小幅下调,整体影响有限。**综合来看**,巴西大豆产量增加已成定局,一定程度弥补阿根廷产量受损带来的南美期末库存下降。后续关注USDA于6月发布的种植面积报告,更新美国及全球主要农产品2021/21年实际种植面积情况;及北半球降水及墒情变化,修正对全年粮食生产情况的判断。我们预计2021年全球玉米、大豆仍处供需偏紧状态,中国国内主粮价格预计相对稳定,饲料价格预计维持高位。

2、玉米：美国内销外运量增加，期末库存量环比调低

玉米需求量持续增长，全球玉米维持供需偏紧。4月报告对全球玉米消费量预测值进行了再次调高,产量相较消费量调整较小。**产量方面**,巴基斯坦、厄瓜多尔、欧盟27国+英国出米产量增加。报告对全球玉米产量较前预测值微幅调高至11.37亿吨。**消费量方面**,由于美国方面饲料消费量及酒精生产消费量的增长,4月报告对饲料消费量及消费总量预测值均进行了小幅调高(2020/21年全球饲料消费量7.31亿吨,消费总量11.56亿吨)。**期末库存方面**,由于3月美国玉米出口量再创记录,加之消费量的增加,美国玉米期末库存量4月预测值环比出现较大幅度调低,下调10.0%至3434万吨。全球期末库存相应出现调低。最新预测期,中国玉米各项预测值较前一预测期维持不变,预计2020/21年度国内玉米产量为2.61亿吨,国内消费量2.89亿吨,进口量2400万吨;同比2019/20年度国内玉米产量持平,消费量提升4.0%,进口量占总消费量比重为8.3%。中国国内玉米供需偏紧,价格高位波动趋势短期较难发生改变。整体来看,全球玉米库存量较低,美国玉米库存消费比降至11.2%,后续关注6月公布的实际种植面积情况,如果种植面积提升将有望带动产量上调,同时期待更高单产水平抬升玉米实际产量。如产量抬升则有望带动库存小幅回补,全球玉米价格或在下半年出现回调。

图1: 3.12-4.12CBOT 玉米收盘价上涨 5.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 3.12-4.12国内玉米期货收盘价下跌 1.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2020/21 年全球玉米期末库存 4 月预测值下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2020/21 年全球玉米库存消费比预测值较 2019/20 年估计值下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 2021 年 4 月预测全球玉米期末库存量为 283.85 百万吨

单位: 百万吨	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 (4月估计)	2020/21 (3月预测)	2020/21 (4月预测)	环比
期初库存	174.80	209.73	311.48	351.96	340.97	321.07	303.13	302.99	-0.05%
产量	1016.03	972.21	1123.41	1080.90	1124.92	1116.52	1136.31	1137.05	0.07%
进口	125.17	139.23	135.59	149.93	164.42	165.36	179.94	179.98	0.02%
饲料消费	584.70	601.58	656.07	672.36	703.88	714.35	728.25	731.27	0.41%
消费总额	981.01	968.01	1084.14	1090.45	1144.82	1134.60	1151.77	1156.19	0.38%
出口	142.20	119.74	160.06	148.24	181.71	171.72	186.55	187.26	0.38%
期末库存	209.82	213.93	350.75	341.60	321.07	302.99	287.67	283.85	-1.33%
库存消费比	21.39%	22.10%	32.35%	31.33%	28.05%	26.70%	24.98%	24.55%	-1.71%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表2: 2021 年 4 月预测中国玉米期末库存量为 196.18 百万吨

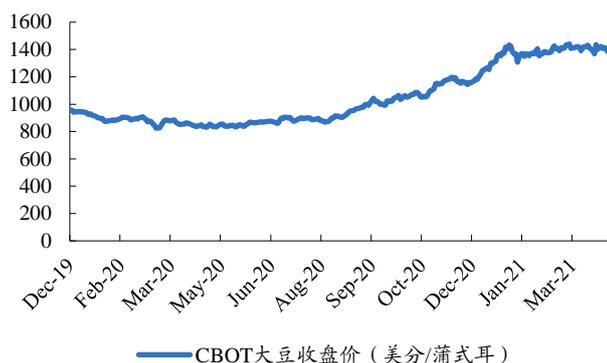
单位: 百万吨	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 (4月估计)	2020/21 (3月预测)	2020/21 (4月预测)	环比
期初库存	81.32	100.47	212.02	223.02	222.53	210.16	200.53	200.53	0.00%
产量	215.65	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	260.67	0.00%
进口	5.52	3.17	2.46	3.46	4.48	7.60	24.00	24.00	0.00%
饲料消费	140.00	153.50	185.00	187.00	191.00	193.00	206.00	206.00	0.00%
消费总额	202.00	217.50	255.00	263.00	274.00	278.00	289.00	289.00	0.00%
出口	0.01	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02	0.00%
期末库存	100.47	110.77	223.02	222.53	210.16	200.53	196.18	196.18	0.00%
库存消费比	49.74%	50.93%	87.46%	84.61%	76.70%	72.13%	67.88%	67.88%	0.00%

数据来源: USDA、开源证券研究所

3、大豆：巴西产量增加，中国压榨量下滑，库存环比调高

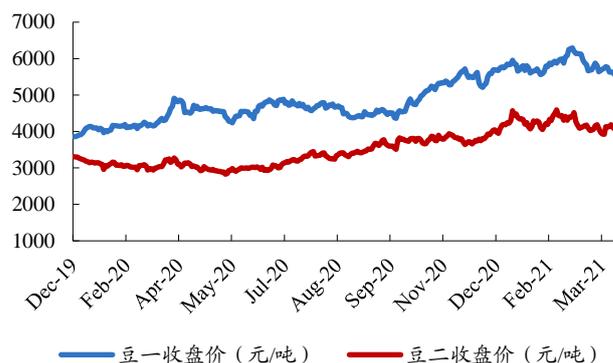
4月报告调高2020/21年全球大豆产量预计值，需求端调低大豆压榨消费量，全年期末库存量环比3月预测值调高3.74%至8687万吨。产量方面，全球大豆产量4月预测值为3.632亿吨，较3月预测值上调0.38%。4月报告再次调增巴西大豆产量，调增200万吨至1.360亿吨，阿根廷、墨西哥、乌拉圭及欧盟27国+英国大豆减产对产量增加规模有所抵消。消费方面，印度油菜籽、花生产量增加，大豆压榨油料需求受到一定影响；此外，我国国内压榨速度相对缓慢，报告下调国内大豆压榨消费量200万吨至9600万吨。库存方面，由于全球产量增加及消费量的预期减少，报告上调4月全球大豆期末库存预测值至8687万吨。2020/21年全球大豆期末库存消费比为23.51%，较2019/20年的27.00%的校正估计值下滑3.49pct。国内市场来看，2018年以来，我国大豆期末库存量平稳增长，预计2020/21年期末库存量为3160万吨，库存消费比27.55%，处于历史相对高位，过去6年库存消费比均值为20.43%。后续关注美国及北半球天气及大豆2021年实际种植面积情况，如产量在6月有所上调，价格平稳回落预计将对2020/21年全球大豆进口及消费量带来一定促进，预计大豆和大豆制品价格短期仍将维持高位运行。

图5：3.12-4.12CBOT大豆收盘价下跌2.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：3.12-4.12国内豆一、豆二收盘价分别下跌8.9%、2.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020/21年全球大豆期末库存4月预测值调高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020/21年全球大豆库存消费比预测值较2019/20年估计值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3: 2021年4月预测全球大豆期末库存量为86.87百万吨

单位: 百万吨	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 (4月估计)	2020/21 (3月预测)	2020/21 (4月预测)	环比
期初库存	61.65	77.90	80.41	94.80	100.66	114.48	96.04	96.38	0.35%
产量	319.60	313.77	349.31	342.09	361.04	339.00	361.82	363.19	0.38%
进口	124.36	133.33	144.22	153.23	145.88	164.97	166.90	167.76	0.52%
饲料消费	264.07	275.15	287.28	294.61	298.53	311.45	323.58	322.47	-0.34%
消费总额	301.85	313.94	330.78	338.03	344.28	357.01	371.31	369.55	-0.47%
出口	126.22	132.56	147.50	153.08	148.83	165.05	169.72	170.91	0.70%
期末库存	77.53	78.50	95.65	99.02	114.48	96.38	83.74	86.87	3.74%
库存消费比	25.68%	25.00%	28.92%	29.29%	33.25%	27.00%	22.55%	23.51%	4.23%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表4: 2021年4月预测中国大豆期末库存量为31.60百万吨

单位: 百万吨	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 (4月估计)	2020/21 (3月预测)	2020/21 (4月预测)	环比
期初库存	13.85	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	26.80	26.80	0.00%
产量	12.15	11.79	13.64	15.28	15.97	18.10	19.60	19.60	0.00%
进口	78.35	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	100.00	100.00	0.00%
饲料消费	74.50	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	98.00	96.00	-2.04%
消费总额	87.20	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	116.70	114.70	-1.71%
出口	0.14	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.10	0.10	0.00%
期末库存	17.01	16.91	20.66	23.06	19.46	26.80	29.60	31.60	6.76%
库存消费比	19.51%	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	25.36%	27.55%	8.62%

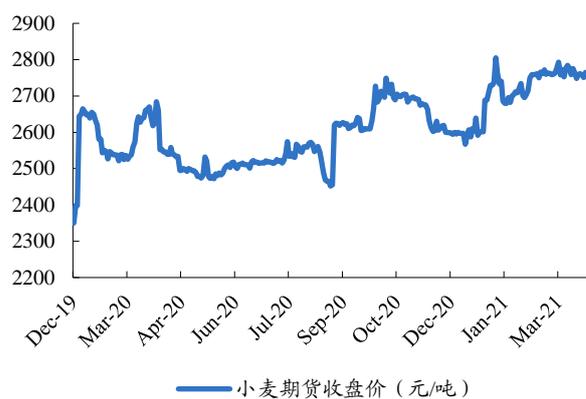
数据来源: USDA、开源证券研究所

4、小麦: 国内饲料消费量持续增长, 期末库存再度调低

全球小麦库存消费比下降至37.84%，国内小麦饲料消费量需求持续增长。与3月报告相比，4月预计2020/21年度全球小麦产量为7.765亿吨，环比调低0.04%。预计2020/21年全球小麦消费量将达到7.810亿吨，环比3月预测值提升0.66%，主要是由于小麦饲料消费量的增加，预计2020/21年全球饲料用小麦消费量1.567亿吨，较上月预测值调高2.41%。主要受到中国市场小麦饲料消费需求持续增长的影响，由于国内玉米价格仍高于小麦价格，陈小麦拍卖量持续增加，USDA于4月再度调高我国2020/2021饲料小麦消费量至4000万吨（环比增加500万吨）。**期末库存方面**，由于中国饲料消费量的增加，USDA对2020/21年期末库存预测值进行了相应的调低，下调1.88pct至2.96亿吨。全球2020/21年度库存消费比预测值由2019/20年的40.16%下降至37.84%；国内小麦期末库存预测值1.45亿吨，库存消费比96.95%，环比2019/20年下降23.43pct，对应玉米年饲料消费量看，小麦库存量短期具备一定的支撑能力，但国内小麦以食用为主，陈小麦库存占比相对较低，需进一步关注陈小麦拍卖节奏及库存变化情况，我们对2020/21年度国内外小麦价格维持乐观预期。

图9: 3.12-4.12CBOT 小麦价格下跌 1.61%

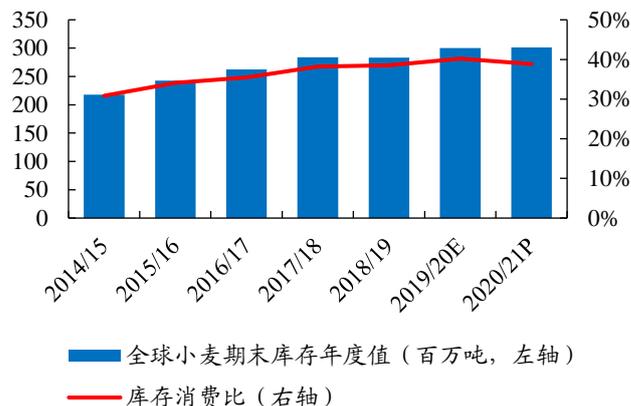

数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 3.12-4.12 国内小麦价格下跌-1.01%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2020/21 年全球小麦期末库存 4 月预测值下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2020/21 年全球小麦库存消费比预测值较 2019/20 年估计值下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 2021 年 4 月预测全球小麦期末库存量为 295.52 百万吨

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 (4月估计)	2020/21 (3月预测)	2020/21 (4月预测)	环比
期初库存	194.89	218.69	245.00	262.79	287.18	283.37	300.29	300.04	-0.08%
产量	728.07	735.21	756.40	762.88	731.00	763.86	776.78	776.49	-0.04%
进口	159.07	170.19	179.17	181.04	171.27	185.42	191.59	191.84	0.13%
饲料消费	131.60	136.55	147.04	146.63	139.25	139.22	152.98	156.66	2.41%
消费总额	705.38	711.16	739.09	741.98	734.81	747.18	775.89	781.01	0.66%
出口	164.45	172.84	183.36	182.47	173.67	191.52	197.69	198.91	0.62%
期末库存	217.58	242.74	262.31	283.69	283.37	300.04	301.19	295.52	-1.88%
库存消费比	30.85%	34.13%	35.49%	38.23%	38.56%	40.16%	38.82%	37.84%	-2.53%

数据来源: USDA、开源证券研究所

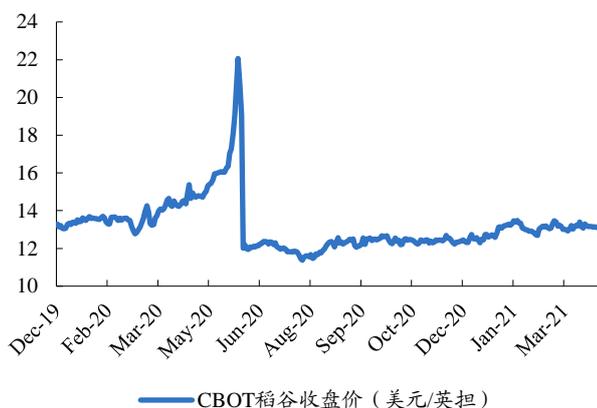
表6: 2021年4月预测中国小麦期末库存量为145.43百万吨

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 (4月估计)	2020/21 (3月预测)	2020/21 (4月预测)	环比
期初库存	65.27	76.11	97.00	114.93	131.20	139.77	151.68	151.68	0.00%
产量	126.21	130.19	133.27	134.33	131.43	133.59	134.25	134.25	0.00%
进口	1.93	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.50	10.5	0.00%
饲料消费	16.00	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	35.00	40	14.29%
消费总额	116.50	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	145.00	150	3.45%
出口	0.80	0.73	0.75	1.00	1.01	1.05	1.00	1	0.00%
期末库存	76.11	97.04	114.93	131.20	139.77	151.68	150.43	145.43	-3.32%
库存消费比	65.33%	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	120.38%	103.74%	96.95%	-6.55%

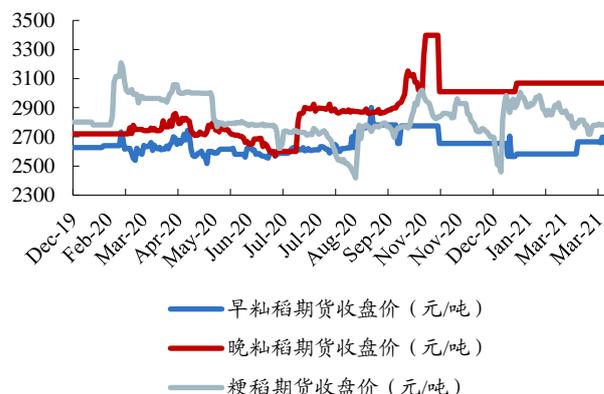
数据来源: USDA、开源证券研究所

5、稻谷: 缅甸动荡导致稻谷贸易量小幅调低, 国内供需稳定

缅甸因素驱动贸易量小幅调低, 稻谷价格维持稳定。相比3月, 4月USDA报告同时下调2020/21年全球稻谷进口量及出口量的预测值, 期末库存预测值小幅调低。**产量方面**, 4月全球稻谷产量预测值为5.042亿吨, 环比3月减少0.05%, 主要受到中国台湾、缅甸、印尼稻米减产影响, 中国大陆产量预测值与前值保持不变, 较2019/20年度增加1.07%至1.483亿吨。**消费量方面**, 4月全球国内消费总额环比上月小幅调低0.08%至5.043亿吨。主要由于缅甸、阿联酋、沙特阿拉伯消费量减少。**贸易方面**, 受缅甸政变干扰, 本月全球稻米出口及进口量相应出现缩减。**中国市场**看, 本月预测值环比上月未发生调整, 预计2021年国内稻谷期末库存预测值为1.164亿吨, 与2020/21年度库存规模相当, 库存消费比为78.12%。我们预计2021年全球稻谷供需相对稳定, 国内稻米供应安全边际高, 价格表现相对稳定。

图13: 3.12-4.12CBOT 稻谷收盘价小幅上涨


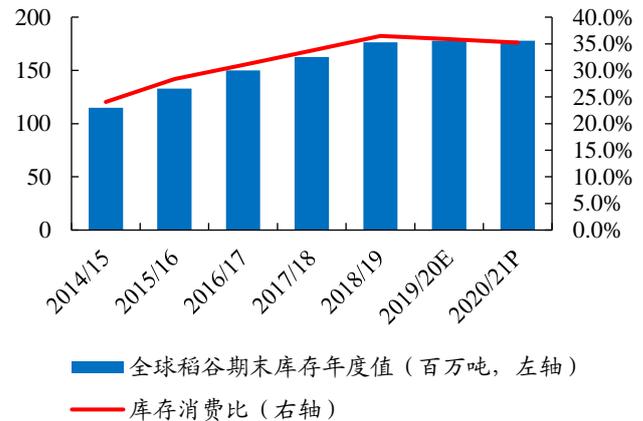
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 3.12-4.12国内早籼稻、粳稻期货收盘价小幅下跌, 晚籼稻价格稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2020/21 年全球稻谷期末库存 4 月预测值稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2020/21 年全球稻谷库存消费比预测值较 2019/20 年估计值小幅下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

表7: 2021 年 4 月预测全球稻谷期末库存为 177.74 百万吨

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 (4月估计)	2020/21 (3月预测)	2020/21 (4月预测)	环比
期初库存	113.87	127.89	142.64	149.89	163.74	176.49	178.12	177.88	-0.13%
产量	478.55	472.94	490.95	494.92	497.34	497.69	504.41	504.17	-0.05%
进口	41.12	38.33	41.08	46.98	43.97	42.32	43.97	43.65	-0.73%
消费总额	477.49	468.09	483.69	482.28	484.59	496.30	504.69	504.31	-0.08%
出口	43.58	40.34	47.25	47.25	43.90	43.00	46.25	45.98	-0.58%
期末库存	114.93	132.74	149.89	162.53	176.49	177.88	177.83	177.74	-0.05%
库存消费比	24.07%	28.36%	30.99%	33.70%	36.42%	35.84%	35.24%	35.24%	0.02%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表8: 2021 年 4 月预测中国稻谷期末库存为 116.40 百万吨

	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 (4月估计)	2020/21 (3月预测)	2020/21 (4月预测)	环比
期初库存	53.10	69.00	88.00	98.50	109.00	115.00	116.50	116.50	0.00%
产量	144.56	145.77	147.77	148.87	148.49	146.73	148.30	148.30	0.00%
进口	4.70	4.80	5.30	5.50	3.20	2.60	3.00	3.00	0.00%
消费总额	144.50	140.80	141.76	142.51	142.92	145.23	149.00	149.00	0.00%
出口	0.43	0.27	0.81	1.36	2.77	2.60	2.40	2.40	0.00%
期末库存	57.44	78.50	98.50	109.00	115.00	116.50	116.40	116.40	0.00%
库存消费比	39.75%	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.22%	78.12%	78.12%	0.00%

数据来源: USDA、开源证券研究所

6、风险提示

自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

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