

农林牧渔

2021年05月30日

成本抬升或加速白羽鸡产业下游企业生转熟进程

——行业周报

投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

陈昕晖（联系人）

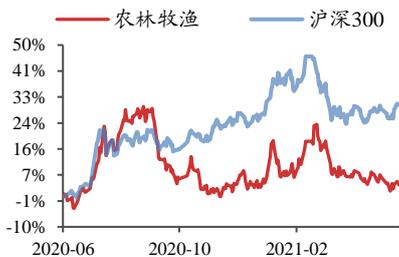
chenxueli@kysec.cn

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

《行业周报-聚焦畜博会猪业论坛，探寻我国生猪产业变革方向》-2021.5.23

《行业点评报告-出栏兑现程度不一，4月上半月猪企收入分化》-2021.5.17

《行业周报-大周期向下，关注短期反弹及龙头α机会》-2021.5.16

● 周观察：成本抬升或加速白羽鸡产业下游企业生转熟进程

2021年1月以来，白羽肉鸡鸡苗价格持续回暖，商品代鸡苗价格于年后一度上破5.0元/只，4月中旬开始价格虽有所回落但主产区价格仍维持在4.5-4.7元/只区间；父母代鸡苗价格涨幅相对更高，参考主产区苗期调研情况看，父母代鸡苗5月报价至70.0元/套。下游来看，近期毛鸡价格约为9.2元/公斤，虽较年初有所上涨，但涨幅相对有限，加之饲料原料价格及鸡苗价格上行因素影响，商品鸡养殖环节利润整体较薄。

短期看，上游鸡苗企业盈利水平大幅提升，获利较厚，利好益生股份、民和股份。中长期看，上游成本提升对下游利润挤压明显，或加速下游养殖屠宰企业向食品端延伸，以解决上游对下游的利润挤压。推荐关注圣农发展。

● 周观点：重点关注猪企α机会，景气优选饲料龙头海大集团

2021年猪价下行，关注头部猪企α机会。2021年初开始猪价进入持续下行期，我们判断猪价反弹有望于6月到来。2019年至今猪企间养殖成本离散度大幅提升，非瘟疫情大幅抬升养殖门槛。建议重点关注符合行业转型趋势、管理效率突出企业牧原股份。

生猪补栏积极性高，动保产品需求加速释放。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。

水产价格景气度高，饲料销售增速有望提升。建议关注具有产品力及服务力优势的饲料龙头企业海大集团。

2021年种植链利好因素较多，建议关注种植链机会。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，以及粮价上涨相关标的苏垦农发。

● 本周市场表现（5.24-5.28）：农业跑输大盘4.51个百分点

本周上证指数上涨3.28%，农业指数下跌1.23%，跑输大盘4.51个百分点。子板块看，渔业、宠物食品、农产品加工及林业板块涨幅明显，涨幅分别为5.81%、3.51%、3.45%；畜养殖、饲料板块跌幅居前，跌幅分别为4.88%、3.07%。个股来看，佳沃股份(+78.92%)、*ST中基(+18.18%)、金河生物(+17.69%)领涨。

● 本周价格跟踪（5.24-5.28）：草鱼、鲈鱼、美糖价格上涨

生猪养殖：据博亚和讯监测，2021年5月28日全国外三元生猪均价为17.45元/公斤，环比上周五下跌1.11元/公斤；仔猪均价为50.41元/公斤，环比上周五下跌8.35元/公斤；白条肉均价22.66元/公斤，环比上周五下跌1.14元/公斤。

白羽肉鸡：据Wind数据，本周鸡苗均价4.48元/羽，环比下跌0.88%；毛鸡均价9.19元/公斤，环比稳定；毛鸡养殖利润1.07元/羽，环比增加0.23元/羽。

● 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、周观察：成本抬升或加速白羽鸡产业下游企业生转熟进程.....	3
2、周观点：重点关注猪企 α 机会，景气优选饲料龙头海大集团.....	4
3、本周市场表现（5.24-5.28）：农业跑输大盘 4.51 个百分点.....	4
4、本周重点新闻（5.24-5.28）：中国玉米进口超配额，创纪录.....	6
5、本周价格跟踪（5.24-5.28）：草鱼、鲈鱼、美糖价格上涨.....	6
6、主要肉类进口量.....	9
7、主要饲料产量.....	10
8、风险提示.....	11

图表目录

图 1：2021 年以来鸡苗价格上涨，苗企利润较厚，下游利润受挤压明显.....	3
图 2：我国白羽鸡市场规模不断提升（CAGR=7.5%）.....	3
图 3：我国白羽鸡肉制品市场快速增长（CAGR=14.9%）.....	3
图 4：农业板块本周下跌 1.23%.....	5
图 5：本周农业股跑输大盘 4.51 个百分点.....	5
图 6：本周渔业板块涨幅领先.....	5
图 7：本周生猪价格环比下跌（元/公斤）.....	7
图 8：本周自繁自养利润环比减少（元/头）.....	7
图 9：本周鸡苗均价环比下跌.....	7
图 10：本周毛鸡主产区均价环比稳定.....	7
图 11：本周中速鸡价格环比下跌.....	8
图 12：5.14-5.21 草鱼价格环比上涨.....	8
图 13：本周鲈鱼价格环比上涨.....	8
图 14：本周对虾价格环比下跌.....	8
图 15：本周玉米期货结算价环比下跌.....	9
图 16：本周豆粕期货结算价环比下跌.....	9
图 17：本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）.....	9
图 18：本周郑商所白糖收盘价环比下跌（元/吨）.....	9
图 19：2021 年 4 月猪肉进口量 43.0 万吨.....	10
图 20：2021 年 4 月鸡肉进口量 12.3 万吨.....	10
图 21：2021 年 4 月猪料产量 1090 万吨.....	10
图 22：2021 年 4 月水产料产量 155 万吨.....	10
图 23：2021 年 4 月蛋禽料产量 268 万吨.....	11
图 24：2021 年 4 月肉禽料产量 789 万吨.....	11
表 1：农业个股涨跌幅排名：佳沃股份、*ST 中基、金河生物领涨.....	5
表 2：草鱼、鲈鱼、美糖价格上涨.....	6

1、周观察：成本抬升或加速白羽鸡产业下游企业生转熟进程

2021年1月以来，白羽肉鸡鸡苗价格持续回暖，商品代鸡苗价格于年后一度上破5.0元/只，4月中旬开始价格虽有所回落但主产区价格仍维持在4.5元/只左右；父母代鸡苗价格涨幅相对更高，参考主产区苗期调研情况看，父母代鸡苗5月报价至70.0元/套，上半年鸡苗企业利润相对较厚。下游来看，近期毛鸡价格约为9.2元/公斤，虽较年初有所上涨，但涨幅相对有限，加之饲料原料价格及鸡苗价格上行因素影响，商品鸡养殖环节利润相对较薄。

图1：2021年以来鸡苗价格上涨，苗企利润较厚，下游利润受挤压明显



资料来源：中国畜牧业协会、开源证券研究所

白羽肉鸡产业链上游为饲料加工及曾祖代种鸡育种，目前我国白羽肉鸡主要以海外引进祖代鸡为主，曾祖代种鸡育种环节利润由海外企业拿走。近年来国内亦不断加快自有育种品种的育种及审批。圣农发展原种鸡的育成标志着我国白羽肉鸡实现上游环节突破，但距离商业化仍需一段时间。中游主要为国内引种选育企业，主要向下游养殖环节销售商品代鸡苗及少量父母代种鸡苗。过去，我国白羽鸡企主要集中在下游养殖环节，但随着国内白羽肉鸡消费市场的培养及消费体量的提升，养殖屠宰企业能力逐渐实现生鸡肉出口转内销，及现阶段生肉转熟食制品尝试。

图2：我国白羽鸡市场规模不断提升 (CAGR=7.5%)



数据来源：华商情报网、开源证券研究所

图3：我国白羽鸡肉制品市场快速增长 (CAGR=14.9%)



数据来源：华商情报网、开源证券研究所

短期看，受产业链下游屠宰产能扩增及3月以来新西兰种鸡白血病爆发导致安伟杰(新西兰)种鸡引种受限等因素的催化，上游鸡苗企业盈利水平大幅提升，短期

获利较厚，利好益生股份、民和股份。**中长期看**，上游成本提升对下游利润挤压明显，或加速下游养殖屠宰企业向食品端延申，以解决上游对下游的利润挤压。推荐关注圣农发展，公司已率先实现白羽鸡产业链全环节覆盖，2020年公司深加工鸡肉制品销售收入近企业营收总规模的40%。预计随着公司自育种白羽鸡的商业化养殖，企业全产业链成本控制能力、终端产品溢价能力及整体利润提升能力将得到显著提升。

2、周观点：重点关注猪企α机会，景气优选饲料龙头海大集团

2021年猪价下行，关注头部猪企α机会。2021年初开始猪价进入持续下行期，我们判断猪价反弹有望于6月到来，主要由于：（1）受冬季非洲猪瘟及仔猪腹泻等疫病影响，2020年11月-2021年2月仔猪成活率指标出现不同程度下滑，2021年6月起肥猪供应预计偏紧；（2）市场对于猪价反弹形成较强一致预期，4月初开始养殖户进行二次育肥的行为增加，对应出栏将延迟至6月左右，且出栏体重较高，弥补出栏量不足；（3）不确定因素在于南方雨季，历年6-7月南方强降雨频繁，考验养殖户防疫能力，若疫情加剧则当期抛售将打压猪价，与此同时也将透支未来出栏。非瘟疫情大幅抬升了养殖门槛，可以看到2019年至今猪企间养殖成本离散度大幅提升。当前行业正处于工业化转型的初期，在技术和管理方面领先的猪企超额盈利明显，建议重点关注符合行业转型趋势、管理效率突出企业牧原股份。

生猪补栏积极性高，动保产品需求加速释放。随着生猪存栏恢复，养殖后周期动保板块持续回暖，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。

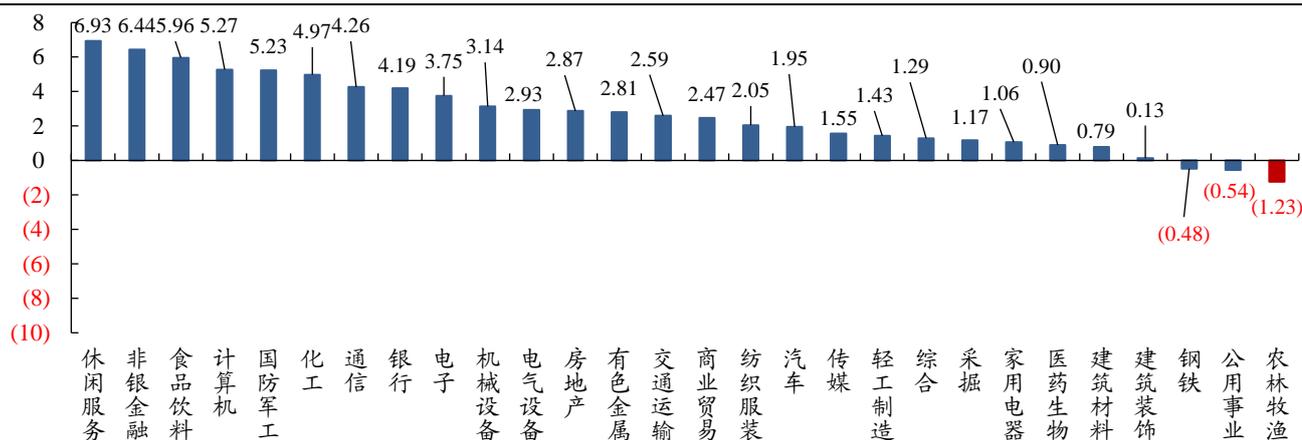
水产价格景气度高，饲料销售增速有望提升。随着下游餐饮逐步恢复，叠加进口水产进口受阻等影响，国内水产价格景气度较高，我们预计行业景气度提升将带来饲料销量增速加快。建议关注具有产品力及服务力优势的饲料龙头企业海大集团。

2021年种植链利好因素较多，建议关注种植链机会。随着转基因商业化提速，我们预计2021年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，以及粮价上涨相关标的苏垦农发。

3、本周市场表现（5.24-5.28）：农业跑输大盘4.51个百分点

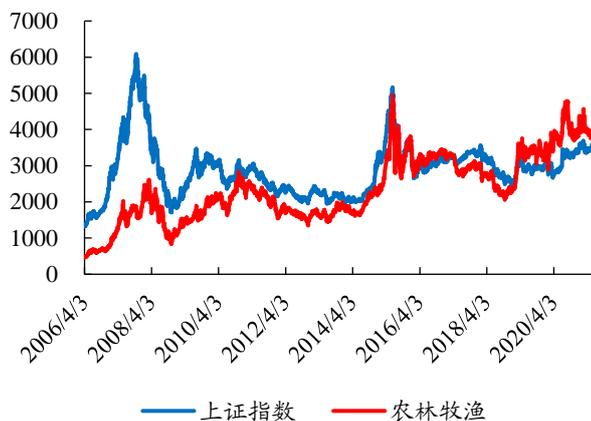
本周上证指数上涨3.28%，农业指数下跌1.23%，跑输大盘4.51个百分点。子板块看，渔业、宠物食品、农产品加工及林业板块涨幅明显，涨幅分别为5.81%、3.51%、3.45%；畜养殖、饲料、种植板块跌幅居前，跌幅分别为4.88%、3.07%、2.45%。个股来看，佳沃股份（+78.92%）、*ST中基（+18.18%）、金河生物（+17.69%）领涨。

图4: 农业板块本周下跌 1.23%



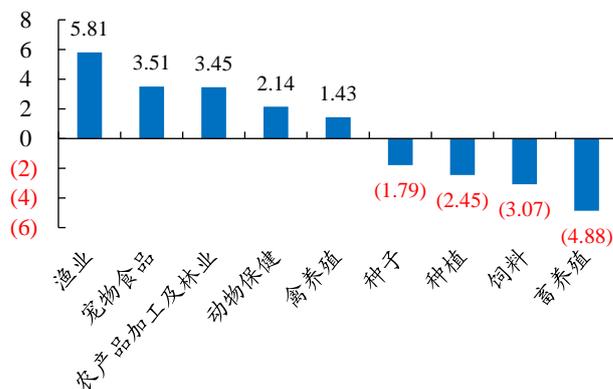
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 本周农业股跑输大盘 4.51 个百分点



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 本周渔业板块涨幅领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 农业个股涨跌幅排名: 佳沃股份、*ST 中基、金河生物领涨

前 15 名			后 15 名		
300268.SZ	佳沃股份	78.92%	600438.SH	通威股份	-2.37%
000972.SZ	*ST 中基	18.18%	603363.SH	傲农生物	-2.67%
002688.SZ	金河生物	17.69%	000876.SZ	新希望	-3.31%
000663.SZ	*ST 永林	16.49%	300175.SZ	朗源股份	-3.56%
600257.SH	大湖股份	8.41%	002124.SZ	天邦股份	-3.72%
300094.SZ	国联水产	8.10%	600737.SH	中粮糖业	-3.81%
600265.SH	ST 景谷	7.61%	002157.SZ	正邦科技	-4.06%
000893.SZ	亚钾国际	6.70%	002041.SZ	登海种业	-4.62%
000798.SZ	中水渔业	6.52%	002311.SZ	海大集团	-4.86%
002069.SZ	獐子岛	6.21%	603739.SH	蔚蓝生物	-4.88%
603566.SH	普莱柯	6.06%	603336.SH	宏辉果蔬	-5.24%
002891.SZ	中宠股份	5.26%	600354.SH	*ST 敦种	-5.31%
600189.SH	泉阳泉	5.19%	601952.SH	苏垦农发	-5.67%

前 15 名			后 15 名		
000735.SZ	罗牛山	5.03%	000911.SZ	南宁糖业	-6.78%
600195.SH	中牧股份	4.54%	002714.SZ	牧原股份	-8.66%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截止至 2021 年 5 月 28 日

4、本周重点新闻（5.24-5.28）：中国玉米进口超配额，创纪录

【中国玉米进口超配额，创纪录】2021 年中国玉米进口大幅增加，仅 4 个月时间就超过了 720 万吨的年度配额，创下同期纪录高位。海关数据显示，中国 2021 年 4 月玉米进口量为 185 万吨，较 2020 年同期增逾一倍，成为当月中国进口量最大的农产品。其中，自美国进口玉米 130 万吨，占比达到 70%。1 至 4 月份进口量为 858 万吨，同比提高 301.2%。（饲料行业信息网）

【2021 年“三夏”收割机将超 60 万台】2021 年我国夏粮生产势头良好，冬小麦面积扭转连续 4 年下滑势头，增加了 300 多万亩。目前，西南地区小麦已收获过半，增产趋势明显；黄淮海即将开镰，长势好于 2020 年及常年水平，丰收在望。用 30 天左右时间，把 3.35 亿亩小麦收获到手，再把夏玉米适期播种下去，发挥农机主力军作用，抢农时、增效率、夺丰收。（农业农村部）

5、本周价格跟踪（5.24-5.28）：草鱼、鲈鱼、美糖价格上涨

表2：草鱼、鲈鱼、美糖价格上涨

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）	17.45	-5.98%	18.56	-1.07%	18.76	-9.37%
	仔猪价格（元/公斤）	50.41	-14.21%	58.76	-6.37%	62.76	-7.20%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	126.34	-27.49%	174.25	-31.69%	255.08	-46.56%
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	-952.60	-7.56%	-885.67	-11.51%	-794.25	-39.29%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	4.48	-0.88%	4.52	1.12%	4.47	0.45%
	毛鸡价格（元/公斤）	9.19	0.00%	9.19	2.57%	8.96	2.05%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	1.07	-17.69%	1.30	4233.33%	0.03	108.57%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	1.83	-2.14%	1.87	2.75%	1.82	1.11%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	13.26	-2.64%	13.62	-1.45%	13.82	-3.09%
水产品	草鱼价格（元/公斤）	20.60	0.93%	20.41	1.24%	20.16	5.33%
	鲈鱼价格（元/公斤）	40.00	17.65%	34.00	6.25%	32.00	0.00%
	对虾价格（元/公斤）	65.36	-1.80%	66.56	-0.60%	66.96	13.18%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2686.00	-3.00%	2769.00	-0.36%	2779.00	-0.79%
	豆粕期货价格（元/吨）	3527.00	-0.25%	3536.00	-2.19%	3615.00	-2.80%
	ICE11 号糖期货价格（美分/磅）	17.37	3.89%	16.72	-1.42%	16.96	-2.92%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	5529.00	-1.95%	5639.00	-0.46%	5665.00	0.98%

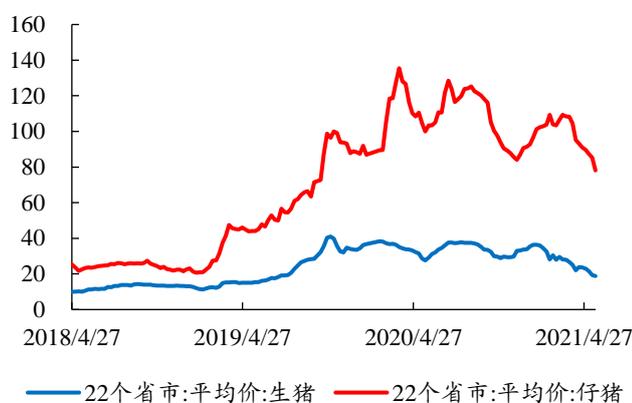
数据来源：Wind、开源证券研究所

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：据博亚和讯监测，2021年5月28日全国外三元生猪均价为17.45元/公斤，环比上周五下跌1.11元/公斤；仔猪均价为50.41元/公斤，环比上周五下跌8.35元/公斤；白条肉均价22.66元/公斤，环比上周五下跌1.14元/公斤。今日猪料比价为5.12:1。根据Wind数据，5月28日，自繁自养头均利润126.34元，环比减少47.91元；外购仔猪头均利润-952.60元，环比减少66.93元。

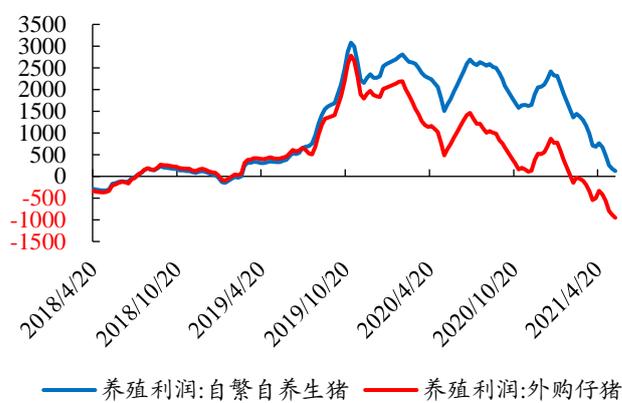
月底规模场出栏进度加快，即将进入6月份，月初规模场出栏节奏或减慢，加上进入夏季农忙时节，端午临近，猪肉消费或有增加，但市场大猪供应猪肉量增加。因此短期来看，市场猪肉供应仍不短缺，市场利好利空博弈，猪价或易跌难涨；若后市屠宰企业想提高白条猪肉出场价，猪价反弹或指日可待。6月份南方开始进入梅雨季节，持续关注疫情对市场的影响。

图7：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8：本周自繁自养利润环比减少（元/头）

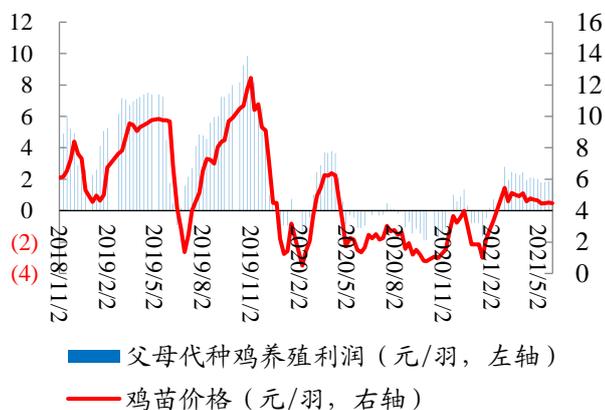


数据来源：Wind、开源证券研究所

白羽肉鸡：据Wind数据，本周鸡苗均价4.48元/羽，环比下跌0.88%；毛鸡均价9.19元/公斤，环比稳定；毛鸡养殖利润1.07元/羽，环比增加0.23元/羽。

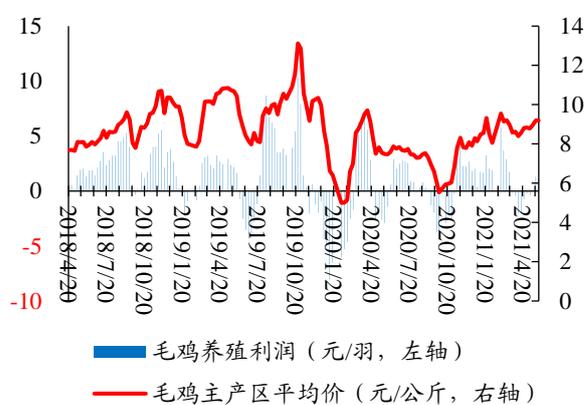
近期肉毛鸡供应相对扩张屠宰产能略显紧张，尤其独立屠宰企业采购困难，而终端鸡肉产品需求较弱，屠宰企业走货慢，同时市场库存增加，近期肉毛鸡价格震荡调整，涨跌空间有限。目前养殖成本高位运行，后市养殖信心不乐观，养殖户鸡苗补栏情绪一般，市场对高质量鸡苗市场关注度提升，鸡苗基差拉大。

图9：本周鸡苗均价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：本周毛鸡主产区均价环比稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡:据新牧网数据,5月28日中速鸡均价13.26元/公斤,环比下跌2.64%;

图11: 本周中速鸡价格环比下跌



数据来源: 新牧网、开源证券研究所

水产品: 据 Wind 数据, 上周草鱼价格 20.60 元/公斤, 环比上涨 0.93%; 据布瑞克数据, 5月28日鲈鱼价格 40 元/公斤, 环比上涨 17.65%; 对虾价格 65.36 元/斤, 环比下跌 1.80%。

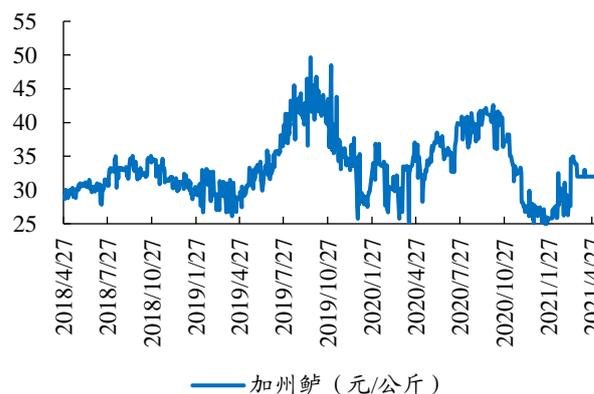
图12: 5.14-5.21 草鱼价格环比上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

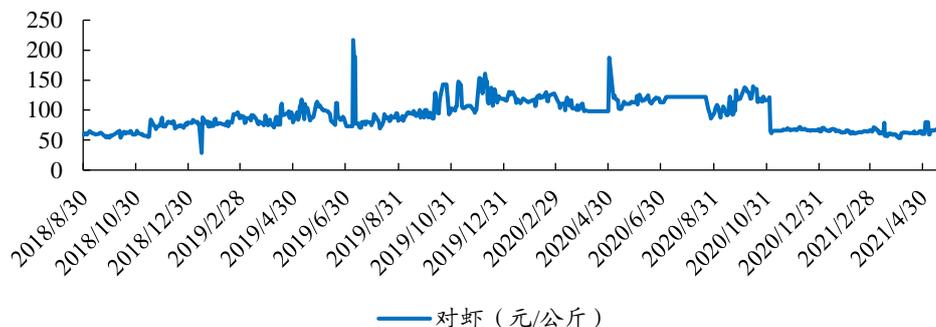
注: 草鱼价格滞后一周

图13: 本周鲈鱼价格环比上涨



数据来源: 布瑞克、开源证券研究所

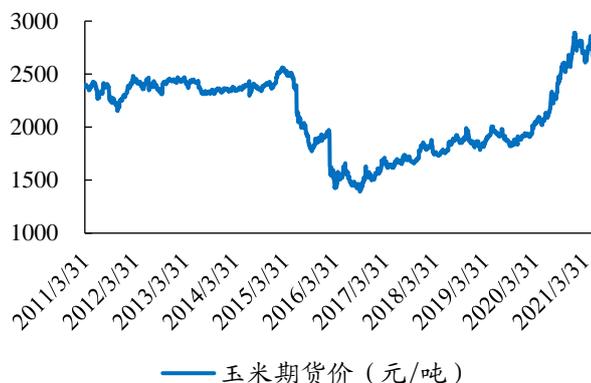
图14: 本周对虾价格环比下跌



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 2686 元/吨，环比下跌 3.00%；豆粕期货活跃合约结算价为 3527 元/吨，环比下跌 0.25%。

图15：本周玉米期货结算价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：本周豆粕期货结算价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

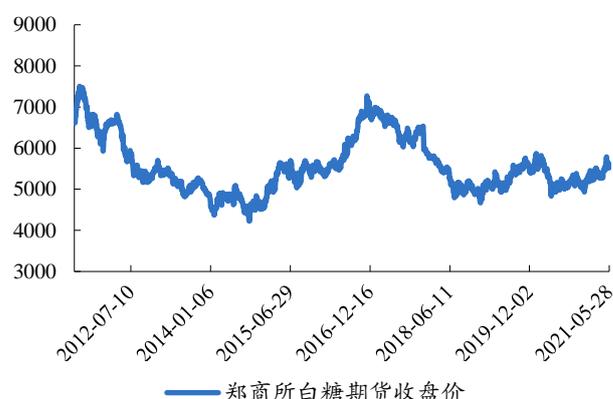
糖：据 Wind 数据，国外糖价，NYBOT11 号糖 5 月 28 日收盘价 17.37 美分/磅，环比上涨 3.89%。国内糖价，郑商所白砂糖期货 5 月 28 日收盘价 5529 元/吨，环比下跌 1.95%。

图17：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18：本周郑商所白糖收盘价环比下跌 (元/吨)



数据来源：Wind、开源证券研究所

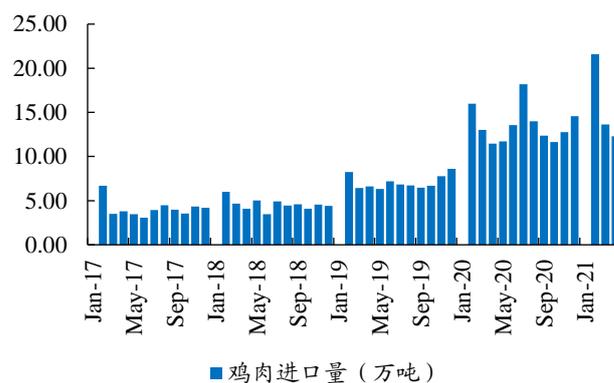
6、主要肉类进口量

猪肉进口：据海关总署数据，2021 年 4 月猪肉进口 43.0 万吨，同比增长 7.5%。

禽肉进口：据海关总署数据，2021 年 4 月鸡肉进口 12.3 万吨，同比增加 7.4%。

图19: 2021年4月猪肉进口量43.0万吨


数据来源: Wind、开源证券研究所

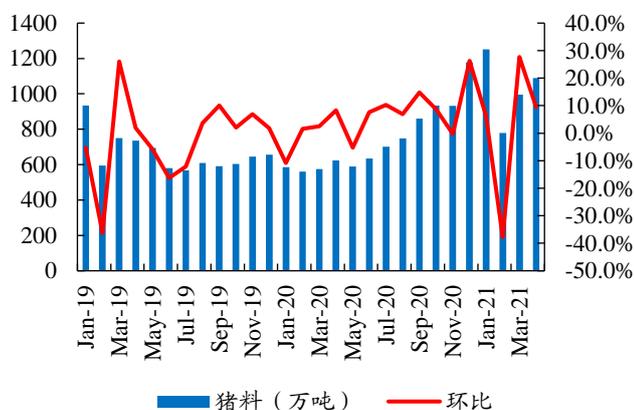
图20: 2021年4月鸡肉进口量12.3万吨


数据来源: 海关总署、农业农村部、开源证券研究所

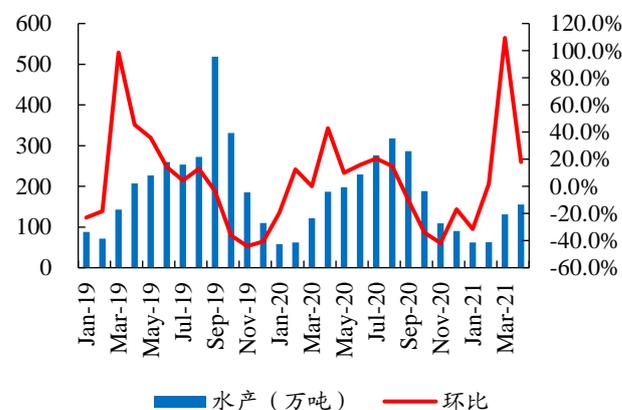
7、主要饲料产量

猪料: 据中国饲料工业协会数据, 2021年4月猪料产量1090万吨, 环比及同比分别变动9.5%、69.8%。

水产料: 据中国饲料工业协会数据, 2021年4月水产料产量155万吨, 环比及同比分别变动18.0%、-11.6%。

图21: 2021年4月猪料产量1090万吨


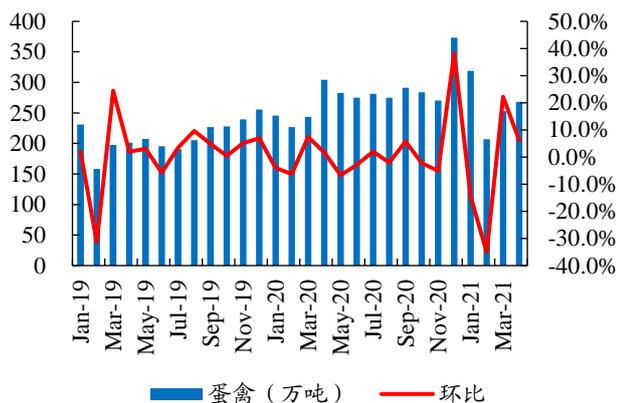
数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

图22: 2021年4月水产料产量155万吨


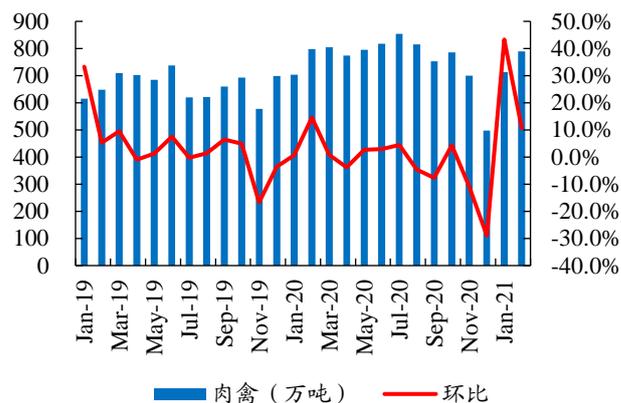
数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

蛋禽料: 据中国饲料工业协会数据, 2021年4月蛋禽料产量268万吨, 环比及同比分别变动6.1%、-13.2%。

肉禽料: 据中国饲料工业协会数据, 2021年4月肉禽料产量789万吨, 环比及同比分别变动10.7%、-2.1%。

图23: 2021年4月蛋禽料产量268万吨


数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

图24: 2021年4月肉禽料产量789万吨


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