

农林牧渔

2021年06月12日

USDA 下调玉米库存，上调大豆库存

——行业点评报告

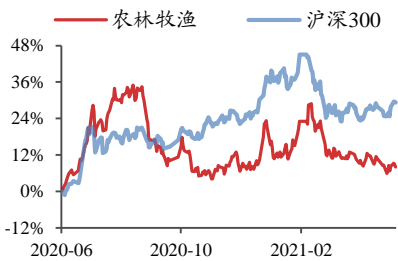
投资评级：看好（维持）

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-5月鸡苗销量环比增加，白羽鸡肉价格稳定》-2021.6.10

《行业点评报告-5月猪价加速下跌，出栏环比增长提速》-2021.6.10

《行业周报-圣农发展的竞争战略与发展战略》-2021.6.6

● 6月报告下调2021/2022预测期玉米库存、上调大豆库存

6月11日美国农业部发布6月全球农产品供需预测报告，较5月预测报告，主要调整包括：调低全球玉米期初、期末库存；调高全球大豆库存；调高全球小麦产量及消费量；调高全球水稻产量、消费量及贸易量。驱动上述调整的主要原因包括：（1）5月美国玉米生产乙醇需求增加，巴西干旱天气致使二茬玉米亩产下降；（2）大豆价格高位竞争力下降，抑制大豆压榨需求，其他油料作物替代性提升；（3）欧洲5月降水量增加助力欧洲小麦产量达到创纪录水平，玉米价格高位竞争力下降，小麦替代需求景气；（4）水稻供需双增，平衡稳态维持。

● 玉米、小麦：玉米消费量增加，库存下调，小麦产量增加

玉米：2021/2022年全球玉米期初库存2.81亿吨（同比-8.14%），产量11.90亿吨（同比+5.76%），消费量11.81亿吨（同比+2.71%），期末库存2.89亿吨（同比+8.14%）。库存消费比24.50%（同比+0.10pct）。预计2021/2022年我国玉米产量2.68亿吨（同比+2.81%），消费量2.94亿吨（同比+1.73%）。全球玉米供需偏紧，玉米价格预计将维持高位波动。

小麦：2021/2022年全球小麦产量预测值7.94亿吨（同比+2.40%），消费量7.91亿吨（同比+1.22%），饲料消费量1.61亿吨（同比+1.48%），期末库存2.97亿吨（同比+1.13%）。库存消费比为37.52%（同比-0.03pct）。预计2021/22年我国小麦产量1.36亿吨（同比+1.30%），消费量1.48亿吨（同比-1.33%）。短期来看，小麦饲用替代效应明显，产量增加，需求景气度维持。

● 大豆：高价抑制大豆压榨，美国及巴西期初库存调高

6月报告预期2021/2022年全球大豆期初库存8800万吨（同比-8.83%），产量3.86亿吨（同比+5.89%），消费量3.81亿吨（同比+3.20%），期末库存9255万吨（同比+5.17%）。库存消费比24.31%（同比-0.46pct）。预计2021/2022年我国大豆产量1900万吨（同比-3.06%），消费量1.20亿吨（同比+4.54%），期末库存3400万吨（同比+6.92%），库存消费比28.40%（同比+0.63pct），后续关注2020/2021年全球实际种植面积及北半球土壤墒情数据对全年产量及期末库存做出的调整。

● 稻谷：供需两旺，全球供需稳态不变

6月报告预期2021/2022年全球稻谷期初库存1.76亿吨（同比-0.87%），产量5.07亿吨（同比+0.32%），消费量5.15亿吨（同比+1.58%），期末库存1.68亿吨（同比-4.49%）。库存消费比32.73%（同比-2.08pct）。预计2021/2022年中国库存消费比69.94%（同比-7.03pct），国内稻米供应安全边际较高。

● **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、 6月报告下调 2021/2022 预测期玉米库存、上调大豆库存	3
2、 玉米：美国乙醇玉米消费量增加，巴西二茬玉米减产	3
3、 大豆：美国及巴西期初库存调高，高价抑制压榨需求	4
4、 小麦：产销量双增，小麦消费景气度再升	6
5、 稻谷：供需两旺，全球供需稳态不变	8
6、 风险提示	10

图表目录

图 1： 2020/2021 年度巴西 Goiás 及 Paraná 州二茬玉米产量预计低于过去两季	3
图 2： 5.10-6.10CBOT 玉米收盘价下跌 2.0%	3
图 3： 5.10-6.10 国内玉米期货收盘价下跌 3.6%	3
图 4： 2021/2022 年全球玉米期末库存 6 月预测值下降	4
图 5： 2021/2022 年全球玉米库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值下降	4
图 6： 2020/2021 年度巴西大豆产量预计达创纪录的 1.37 亿吨，亩产达 3.56 t/ha	5
图 7： 5.10-6.10CBOT 大豆收盘价下跌 2.8%	5
图 8： 5.10-6.10 国内豆一、豆二收盘价分别变动-6.4%、0.4%	5
图 9： 2021/2022 年全球大豆期末库存 6 月预测值调高	5
图 10： 2021/2022 年全球大豆库存消费比预测值较 2021/2022 年估计值增加	5
图 11： 2021/2022 欧盟小麦产量估值达 1.4 亿吨	7
图 12： 德国受降水优势影响带来最大增量	7
图 13： 5.10-6.10CBOT 小麦价格下跌 6.3%	7
图 14： 5.10-6.10 国内小麦价格下跌 1.4%	7
图 15： 2021/2022 年全球小麦期末库存 6 月预测值增加	7
图 16： 2021/2022 年全球小麦库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值下降	7
图 17： 5.10-6.10CBOT 稻谷收盘价下跌 8.3%	9
图 18： 5.10-6.10 国内早籼稻、晚籼稻、粳稻期货收盘价均下跌	9
图 19： 2021/2022 年全球稻谷期末库存 6 月预测值增加	9
图 20： 2021/2022 年全球稻谷库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值下降	9
表 1： 2021 年 6 月预测全球玉米期末库存量为 289.41 百万吨	4
表 2： 2021 年 6 月预测中国玉米期末库存量为 198.16 百万吨	4
表 3： 2021 年 6 月预测全球大豆期末库存量为 92.55 百万吨	6
表 4： 2021 年 6 月预测中国大豆期末库存量为 34.00 百万吨	6
表 5： 2021 年 6 月预测全球小麦期末库存量为 296.80 百万吨	8
表 6： 2021 年 6 月预测中国小麦期末库存量为 142.63 百万吨	8
表 7： 2021 年 6 月预测全球稻谷期末库存为 168.41 百万吨	9
表 8： 2021 年 6 月预测中国稻谷期末库存为 109.10 百万吨	10

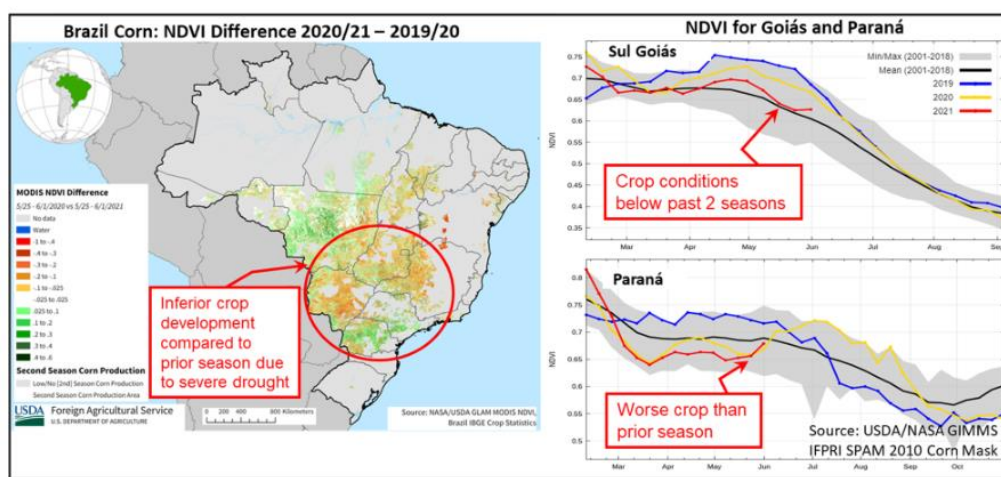
1、6月报告下调2021/2022预测期玉米库存、上调大豆库存

6月11日美国农业部发布6月全球农产品供需预测报告，较5月预测报告，主要调整包括：调低全球玉米期初、期末库存；调高全球大豆库存；调高全球小麦产量及消费量；调高全球水稻产量、消费量及贸易量。驱动上述调整的主要原因包括：(1) 5月美国玉米生产乙醇需求增加，巴西干旱天气致使二茬玉米亩产下降；(2) 大豆价格高位，大豆压榨需求受到抑制及其他油料作物替代；(3) 玉米价格高位，小麦替代消费景气度再度提升，欧洲5月降水量增加助力欧洲小麦产量达到创纪录水平；(4) 水稻供需双增，平衡稳态维持。

2、玉米：美国乙醇玉米消费量增加，巴西二茬玉米减产

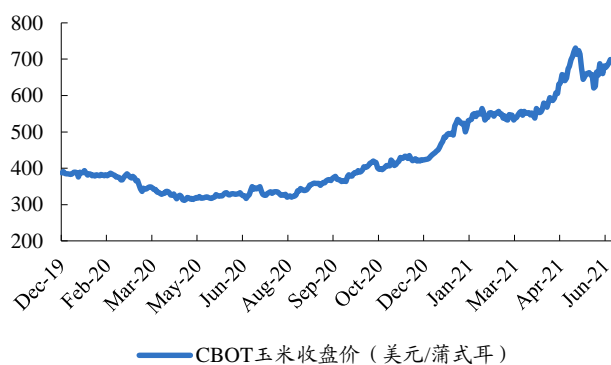
6月报告对全球玉米消费量预测值较5月调整较小。主要调整是对美国期初及期末库存量进行调整。期初库存下降1.5亿蒲式耳，主要受美国5月份乙醇生产导致玉米需求量增加7500万蒲式耳；以及出口量增加7500万蒲式耳，显现出全球对美国玉米需求强劲。最新报告产量、需求量及饲料消费量等项目维持5月预测不变。此外，由于5月巴西中西部及南部降水量低于正常水平，巴西二茬玉米产量预期下修，致使2020/2021年度巴西玉米产量下降，抵消种植面积增加带来的产量增加预期。

图1：2020/2021年度巴西Goiás及Paraná州二茬玉米产量预计低于过去两季



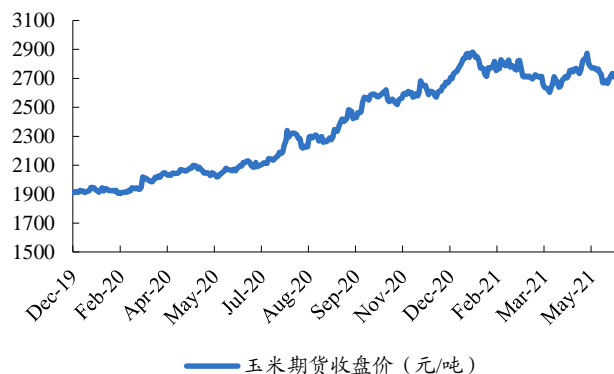
资料来源：USDA

图2：5.10-6.10CBOT玉米收盘价下跌2.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

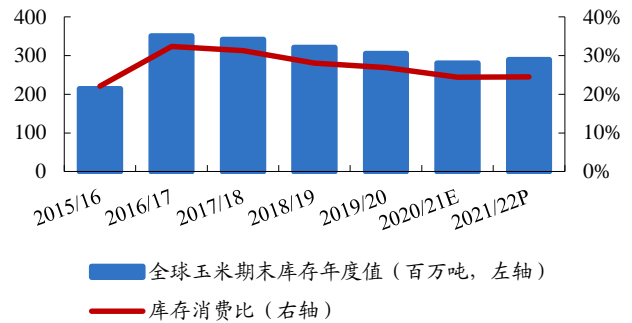
图3：5.10-6.10国内玉米期货收盘价下跌3.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021/2022 年全球玉米期末库存 6 月预测值下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2021/2022 年全球玉米库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2021 年 6 月预测全球玉米期末库存量为 289.41 百万吨

单位： 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (6月估计)	2021/22 (5月预测)	2021/22 (6月预测)	环比 (%)
期初库存	209.73	311.48	351.96	340.97	322.56	305.45	283.53	280.60	-1.03%
产量	972.21	1123.41	1080.90	1124.92	1117.50	1125.03	1189.85	1189.85	0.00%
进口	139.23	135.59	149.93	164.42	167.59	184.01	189.51	189.51	0.00%
饲料消费	601.58	656.07	672.36	703.88	715.68	728.77	748.32	748.27	-0.01%
消费总额	968.01	1084.14	1090.45	1144.82	1134.61	1149.88	1181.08	1181.04	0.00%
出口	119.74	160.06	148.24	181.71	172.46	187.04	197.47	197.47	0.00%
期末库存	213.93	350.75	341.60	321.07	305.45	280.60	292.30	289.41	-0.99%
库存消费比	22.10%	32.35%	31.33%	28.05%	26.92%	24.40%	24.75%	24.50%	-0.24%

数据来源：USDA、开源证券研究所

注：表格年度采用简写，2021/22 表示 2021/2022 年度，后续列表表述一致。

表2：2021 年 6 月预测中国玉米期末库存量为 198.16 百万吨

单位： 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (6月估计)	2021/22 (5月预测)	2021/22 (6月预测)	环比 (%)
期初库存	100.47	212.02	223.02	222.53	210.16	200.53	198.18	198.16	0.00%
产量	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	268.00	268.00	0.00%
进口	3.17	2.46	3.46	4.48	7.60	26.00	26.00	26.00	0.00%
饲料消费	153.50	185.00	187.00	191.00	193.00	206.00	211.00	211.00	0.00%
消费总额	217.50	255.00	263.00	274.00	278.00	289.00	294.00	294.00	0.00%
出口	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.00%
期末库存	110.77	223.02	222.53	210.16	200.53	198.18	198.16	198.16	0.00%
库存消费比	50.93%	87.46%	84.61%	76.70%	72.13%	68.57%	67.40%	67.40%	0.00%

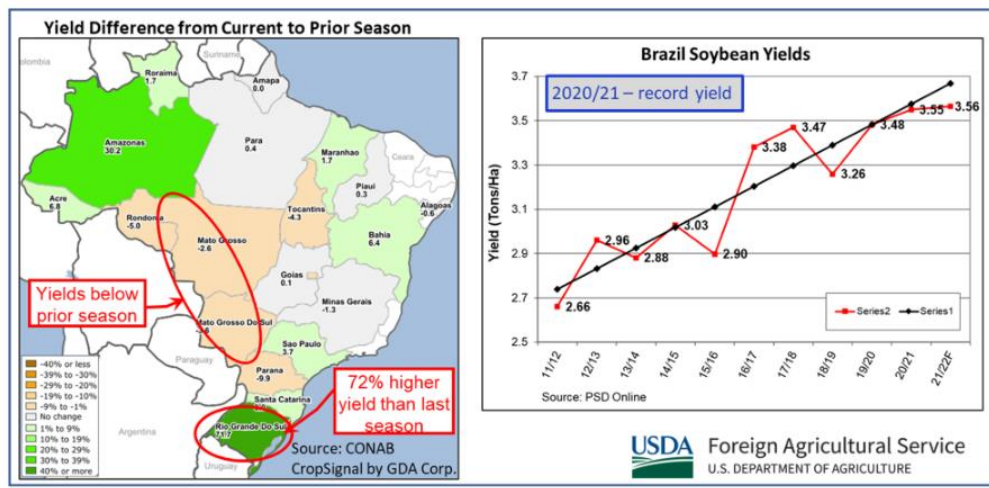
数据来源：USDA、开源证券研究所

3、大豆：美国及巴西期初库存调高，高价抑制压榨需求

6月报告全球大豆期末库存增加150万吨至9255万吨，产量、消费量等中间变化量维持5月预测不变。期初库存调高主要受到大豆价格上涨，大豆压榨需求受到一定抑制及替代，2020/2021年估计压榨量下修致使2021/2022年期初库存调高。美国2020/2021年大豆压榨量减少1500万蒲式耳至21.75亿蒲式耳，豆油出口量下降

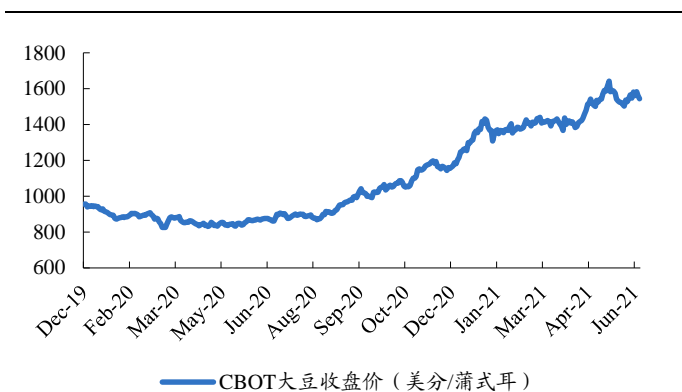
4 亿磅至 19 亿磅,美国国内豆油消费量相对强劲,增加 2.25 亿磅。巴西大豆 2020/2021 年度产量增加 100 万吨至 1.37 亿吨,主要原因为南马托格罗索州产量增加;2021/2022 年度期末库存增加 150 万吨至 9260 万吨。

图6: 2020/2021 年度巴西大豆产量预计达创纪录的 1.37 亿吨, 亩产达 3.56 t/ha



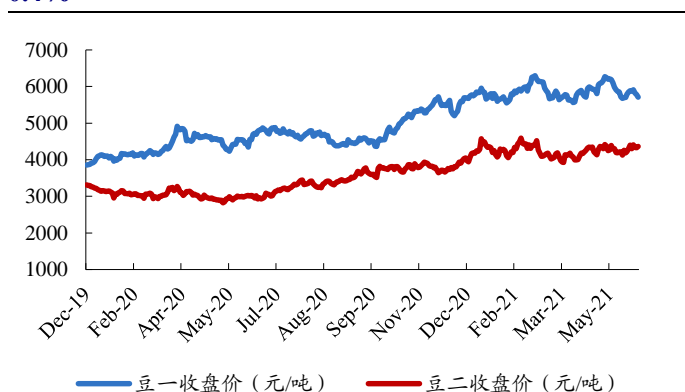
资料来源: USDA

图7: 5.10-6.10CBOT 大豆收盘价下跌 2.8%



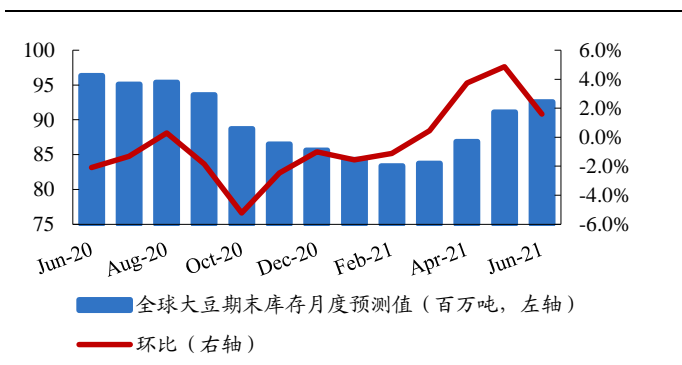
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 5.10-6.10 国内豆一、豆二收盘价分别变动-6.4%、0.4%



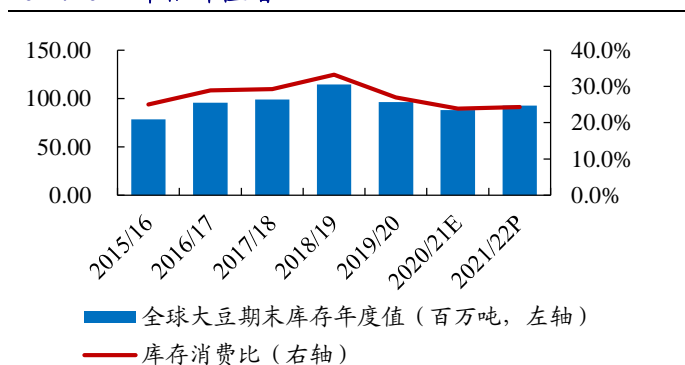
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2021/2022 年全球大豆期末库存 6 月预测值调高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2021/2022 年全球大豆库存消费比预测值较 2021/2022 年估计值增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 2021年6月预测全球大豆期末库存量为92.55百万吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (6月估计)	2021/22 (5月预测)	2021/22 (6月预测)	环比 (%)
期初库存	77.90	80.41	94.80	100.66	114.58	96.52	86.55	88.00	1.68%
产量	313.77	349.31	342.09	361.04	339.42	364.07	385.53	385.52	0.00%
进口	133.33	144.22	153.23	145.88	165.02	167.81	172.71	172.71	0.00%
饲料消费	275.15	287.28	294.61	298.53	311.50	322.06	331.69	331.69	0.00%
消费总额	313.94	330.78	338.03	344.28	357.36	368.99	380.78	380.78	0.00%
出口	132.56	147.50	153.08	148.83	165.14	171.41	172.90	172.90	0.00%
期末库存	78.50	95.65	99.02	114.48	96.52	88.00	91.10	92.55	1.59%
库存消费比	25.00%	28.92%	29.29%	33.25%	27.01%	23.85%	23.92%	24.31%	0.38pct

数据来源: USDA、开源证券研究所

表4: 2021年6月预测中国大豆期末库存量为34.00百万吨

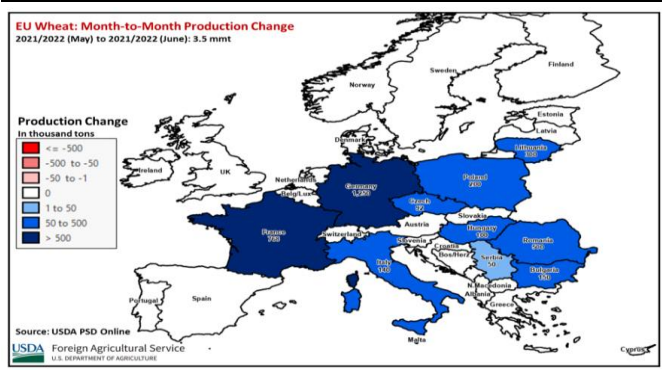
单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (6月估计)	2021/22 (5月预测)	2021/22 (6月预测)	环比 (%)
期初库存	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	26.80	31.80	31.80	0.00%
产量	11.79	13.64	15.28	15.97	18.10	19.60	19.00	19.00	0.00%
进口	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	100.00	103.00	103.00	0.00%
饲料消费	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	96.00	100.00	100.00	0.00%
消费总额	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	114.50	119.70	119.70	0.00%
出口	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.10	0.10	0.10	0.00%
期末库存	16.91	20.66	23.06	19.46	26.80	31.80	34.00	34.00	0.00%
库存消费比	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	27.77%	28.40%	28.40%	0.00pct

数据来源: USDA、开源证券研究所

4、小麦: 产销量双增, 小麦消费景气度再升

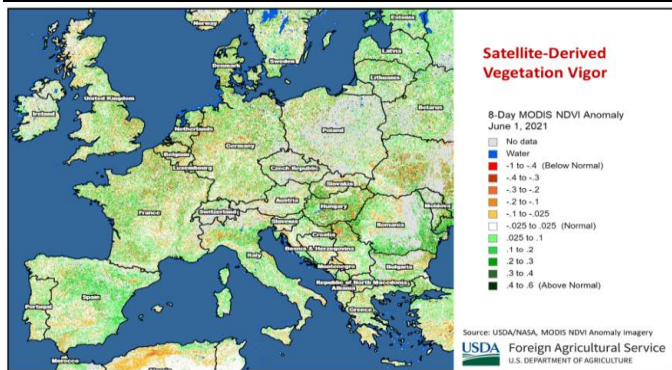
6月报告预计2021/2022年的全球小麦消费景气度将达到更高水平。**产量来看**, 全球小麦产量预计将达到创纪录的7.9亿吨, 预计欧盟、俄罗斯和乌克兰的产量增加430万吨至10.9亿吨。欧洲北部和中部产量增加350万吨至1.4亿吨。俄罗斯的产量增加100万吨至创纪录的8600万吨。乌克兰增加50万吨至创纪录的2950万吨。**消费量来看**, 预计2021/2022年全球消费量增加240万吨至创纪录的7.9亿吨, 主要由于欧盟及俄罗斯供应量增加后, 饲料消费需求增加。**贸易量来看**, 乌克兰及印度的出口增加, 预计2021/2022年全球贸易将增加80万吨至创纪录的2.0亿吨。**库存来看**, 预计2021/2022年度全球库存将增加180万吨至3.0亿吨, 中国库存量将占比48%。

图11: 2021/2022 欧盟小麦产量估值达 1.4 亿吨



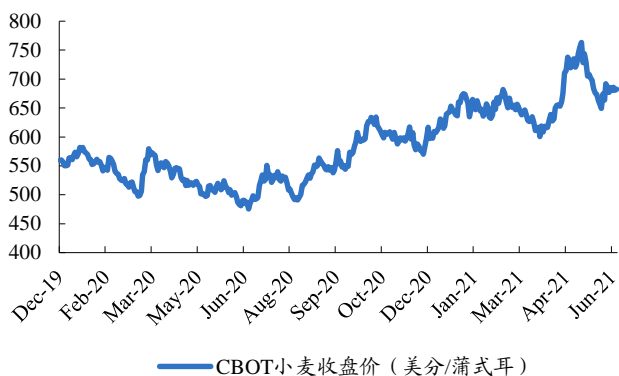
资料来源: USDA

图12: 德国受降水优势影响带来最大增量



资料来源: USDA

图13: 5.10-6.10CBOT 小麦价格下跌 6.3%



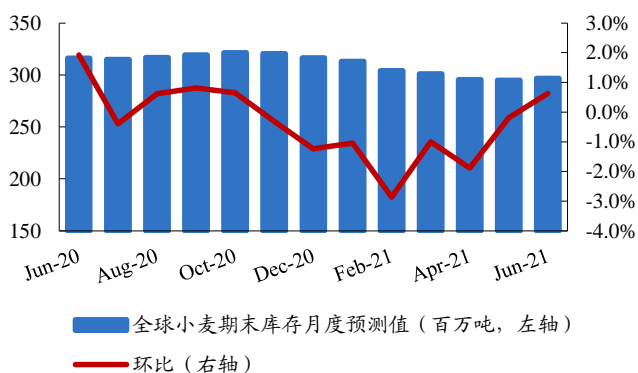
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 5.10-6.10 国内小麦价格下跌 1.4%



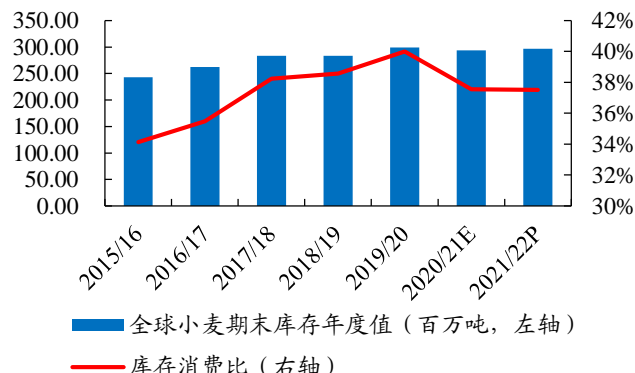
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2021/2022 年全球小麦期末库存 6 月预测值增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2021/2022 年全球小麦库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 2021年6月预测全球小麦期末库存量为296.80百万吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (6月估计)	2021/22 (5月预测)	2021/22 (6月预测)	环比 (%)
期初库存	218.69	245.00	262.79	287.18	284.07	299.22	294.67	293.48	-0.40%
产量	735.21	756.40	762.88	731.00	763.49	775.82	788.98	794.44	0.69%
进口	170.19	179.17	181.04	171.27	187.86	192.79	199.04	199.46	0.21%
饲料消费	136.55	147.04	146.63	139.25	139.27	158.38	158.68	160.73	1.29%
消费总额	711.16	739.09	741.98	734.81	748.33	781.55	788.68	791.12	0.31%
出口	172.84	183.36	182.47	173.67	194.88	199.10	202.42	203.22	0.40%
期末库存	242.74	262.31	283.69	283.37	299.22	293.48	294.96	296.80	0.62%
库存消费比	34.13%	35.49%	38.23%	38.56%	39.99%	37.55%	37.40%	37.52%	0.12pct

数据来源: USDA、开源证券研究所

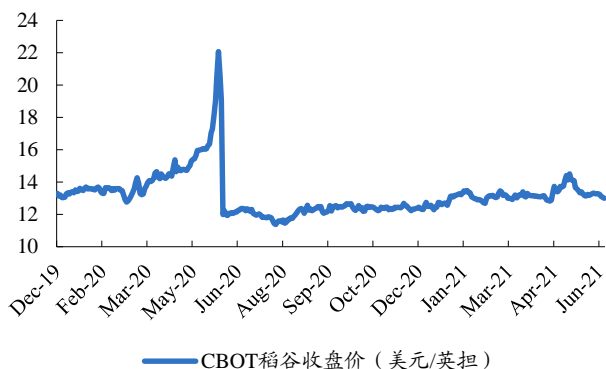
表6: 2021年6月预测中国小麦期末库存量为142.63百万吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (6月估计)	2021/22 (5月预测)	2021/22 (6月预测)	环比 (%)
期初库存	76.11	97.00	114.93	131.20	139.77	151.68	145.43	145.63	0.14%
产量	130.19	133.27	134.33	131.43	133.59	134.25	136.00	136.00	0.00%
进口	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.50	10.00	10.00	0.00%
饲料消费	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	40.00	35.00	35.00	0.00%
消费总额	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	150.00	148.00	148.00	0.00%
出口	0.73	0.75	1.00	1.01	1.05	0.80	1.00	1.00	0.00%
期末库存	97.04	114.93	131.20	139.77	151.68	145.63	142.43	142.63	0.14%
库存消费比	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	120.38%	97.09%	96.24%	96.37%	0.14pct

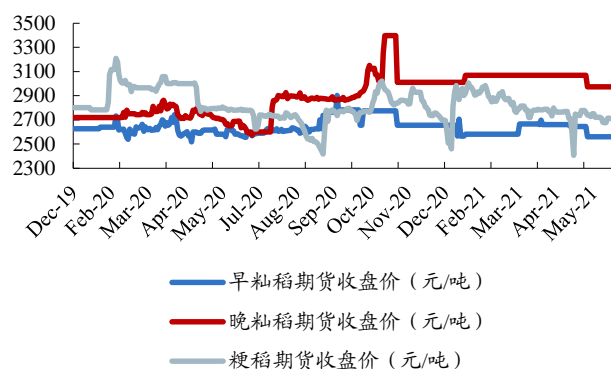
数据来源: USDA、开源证券研究所

5、稻谷: 供需两旺, 全球供需稳态不变

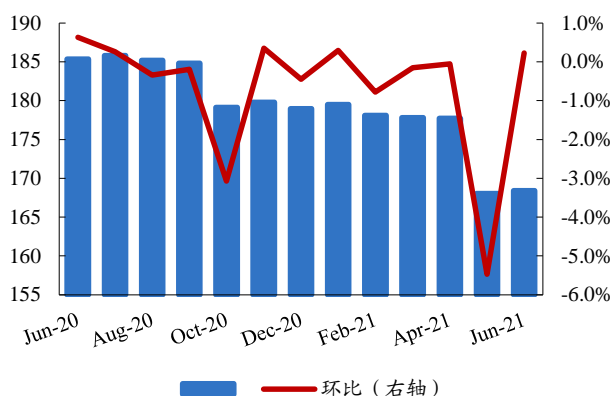
产量来看, 6月报告预计2021/2022年度全球稻米供应量增加160万吨至6.8亿吨, 主要由于中国及孟加拉国2020/2021期末库存增加, 及印度产量增加。世界稻米产量将提升至创纪录的5.1亿吨。**消费来看**, 世界2021/2022年度的消费量增加了120万吨, 达到创纪录的5.1亿吨, 主要是印度增加的供应。全球全年产销维持平衡稳态。**贸易来看**, 全球2021/2022年度贸易将增加50万吨至4700万吨, 主要由于印度的出口增加。**库存来看**, 预计2021/2022年度全球库存将增加40万吨至1.7亿吨, 中国库存将占65%。

图17: 5.10-6.10CBOT 稻谷收盘价下跌 8.3%


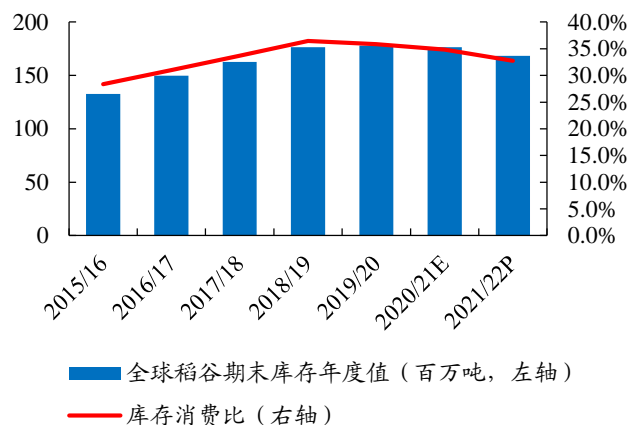
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 5.10-6.10 国内早籼稻、晚籼稻、粳稻期货收盘价均下跌


数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2021/2022 年全球稻谷期末库存 6 月预测值增加


数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2021/2022 年全球稻谷库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

表7: 2021 年 6 月预测全球稻谷期末库存为 168.41 百万吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (6月估计)	2021/22 (5月预测)	2021/22 (6月预测)	环比 (%)
期初库存	127.89	142.64	149.89	163.74	176.59	177.88	175.92	176.33	0.23%
产量	472.94	490.95	494.92	497.34	497.78	504.99	505.45	506.62	0.23%
进口	38.33	41.08	46.98	43.97	42.3	44.22	44.24	44.69	1.02%
消费总额	468.09	483.69	482.28	484.59	496.49	506.55	513.35	514.54	0.23%
出口	40.34	47.25	47.25	43.90	43.38	47.13	46.47	46.97	1.08%
期末库存	132.74	149.89	162.53	176.49	177.88	176.33	168.02	168.41	0.23%
库存消费比	28.36%	30.99%	33.70%	36.42%	35.83%	34.81%	32.73%	32.73%	0.00pct

数据来源: USDA、开源证券研究所

表8: 2021年6月预测中国稻谷期末库存为109.10百万吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (6月估计)	2021/22 (5月预测)	2021/22 (6月预测)	环比 (%)
期初库存	69.00	88.00	98.50	109.00	115.00	116.50	115.40	115.60	0.17%
产量	145.77	147.77	148.87	148.49	146.73	148.30	149.00	149.00	0.00%
进口	4.80	5.30	5.50	3.20	2.60	3.40	2.70	2.90	7.41%
消费总额	140.80	141.76	142.51	142.92	145.23	150.20	156.00	156.00	0.00%
出口	0.27	0.81	1.36	2.77	2.60	2.40	2.40	2.40	0.00%
期末库存	78.50	98.50	109.00	115.00	116.50	115.60	108.70	109.10	0.37%
库存消费比	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.22%	76.96%	69.68%	69.94%	0.26pct

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