

农林牧渔

2021年08月15日

USDA 下调小麦、玉米产量，上调大豆库存量

——行业点评报告

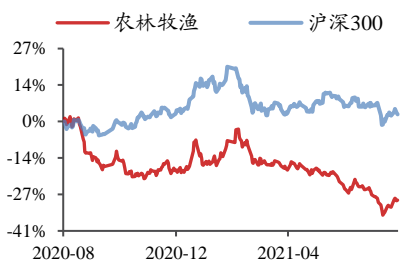
投资评级：看好（维持）

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业点评报告-7月猪价环比企稳，商品猪出栏均重大幅回落》-2021.8.12

《行业点评报告-7月白羽鸡苗补栏量高位不减，毛鸡均价环比稳定》-2021.8.11

《行业周报-7月猪企商品猪出栏量及出栏均重环比下降》-2021.8.8

● USDA 8月报告下调 2021/2022 小麦、玉米产量，上调大豆库存量

8月12日美国农业部发布8月全球农产品供需预测报告，较7月预测报告，主要调整包括：（1）USDA 下调 2021/2022 年度美国玉米的产量及饲用玉米消费量，继而下调美国及全球玉米产量及期末库存；（2）大豆价格持续高位导致大豆压榨需求受到抑制，USDA 再次上调大豆的期末库存；（3）小麦供给欠佳，导致期初期末库存均有下调；（4）水稻保持供需两旺，较7月预测值略有上调，预计全年贸易量将有较大幅度上升。

● 玉米、小麦：USDA 下调玉米、小麦产量预期、贸易量及期末库存跟随下调

玉米：2021/2022 年全球玉米产量 11.86 亿吨（同比+6.34%），进口量 1.85 亿吨（同比+0.22%），出口量 1.97 亿吨（同比+10.84%），消费量 11.82 亿吨（同比+3.26%），期末库存 2.85 亿吨（同比+1.38%）。库存消费比 24.08%（同比-0.53pct）。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 7.67 亿吨（同比+1.46%），消费量 7.87 亿吨（同比+0.25%），饲料消费量 1.57 亿吨（同比-0.52%），期末库存 2.79 亿吨（同比-3.38%）。库存消费比为 35.47%（同比-1.41pct）。短期来看，小麦总体需求偏紧，贸易景气度活跃。

● 大豆：全球压榨需求仍受抑制，美国大豆期初库存大幅度上修

8月报告预期 2021/2022 年全球大豆期初库存 9282 万吨（同比-3.18%），产量 3.84 亿吨（同比+5.61%），消费量 3.79 亿吨（同比+3.41%），期末库存 9615 万吨（同比+3.59%）。库存消费比 25.40%（同比+0.60pct）。预计 2021/2022 年美国大豆期初 434 万吨（同比-69.61%），但较 7 月预测值上修 18.57%。后续继续关注 2020/2021 年北半球土壤墒情数据对全年亩产及产量带来的影响。

● 稻谷：供需规模较前月略有下调，贸易量小幅上升

8月报告预计 2021/2022 年全球稻谷期初库存 1.77 亿吨（同比-0.45%），产量 5.07 亿吨（同比+0.32%），消费量 5.14 亿吨（同比+1.51%），期末库存 1.70 亿吨（同比-3.85%）。库存消费比 33.09%（同比-5.28pct）。预计 2021/2022 年中国库存消费比 71.29%（同比-8.04pct），国内稻米供应水平相对稳定，供需两旺格局不变。

● **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、 8月报告下调 2021/2022 小麦、玉米期末库存，调高大豆期初期末库存.....	3
2、 玉米：全球消费与贸易需求减弱，期末库存下调	3
3、 大豆：全球压榨需求仍受抑制，美豆期初库存大幅度上修.....	5
4、 小麦：供给欠佳，期初与期末库存均环比下调预期.....	7
5、 稻谷：供需规模仍有上调，贸易规模扩大	9
6、 风险提示	10

图表目录

图 1： NDVI（归一化植被指数）表明乌克兰玉米带气候条件较 2020 年更佳.....	3
图 2： 7.12-8.13CBOT 玉米收盘价上涨 7.8%.....	4
图 3： 7.12-8.13 国内玉米期货收盘价上涨 2.9%.....	4
图 4： 2021/2022 年全球玉米期末库存 8 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： 7.12-8.13CBOT 大豆收盘价上涨 1.1%.....	5
图 7： 7.12-8.13 国内豆一、豆二收盘价分别变动-3.6%与 4.6%	5
图 8： 8 月预测调高 2021/2022 年度大豆期末库存	6
图 9： 2021/2022 年全球大豆库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值小幅提升.....	6
图 10： 俄罗斯冬小麦种植面积下修	7
图 11： 澳大利亚小麦增产，西澳大利亚贡献 36%的产量	7
图 12： 7.12-8.13CBOT 小麦价格上涨 19.0%.....	7
图 13： 7.12-8.13 国内小麦价格上升 0.4%.....	7
图 14： 2021/2022 年全球小麦期末库存较前预测值减少 4.3%.....	8
图 15： 2021/2022 年全球小麦库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值下降.....	8
图 16： 7.12-8.13CBOT 稻谷收盘价上升 5.2%.....	9
图 17： 7.12-8.13 国内粳稻期货收盘价下跌 1.2%.....	9
图 18： 2021/2022 年全球稻谷期末库存 7 月预测值上升 1.9%.....	9
图 19： 2021/2022 年全球稻谷库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值上升.....	9
表 1： 2021 年 8 月预测全球玉米期末库存量为 2.85 亿吨.....	4
表 2： 2021 年 8 月预测中国玉米期末库存量为 1.98 亿吨.....	5
表 3： 2021 年 8 月预测全球大豆期末库存量为 9615 万吨.....	6
表 4： 2021 年 8 月预测中国大豆期末库存量为 3300 万吨.....	6
表 5： 2021 年 8 月预测全球小麦期末库存量为 2.79 亿吨.....	8
表 6： 2021 年 8 月预测中国小麦期末库存量为 1.42 亿吨.....	8
表 7： 2021 年 8 月预测全球稻谷期末库存为 1.70 亿吨.....	10
表 8： 2021 年 8 月预测中国稻谷期末库存为 1.11 亿吨.....	10

1、8月报告下调2021/2022小麦、玉米期末库存，调高大豆期初期末库存

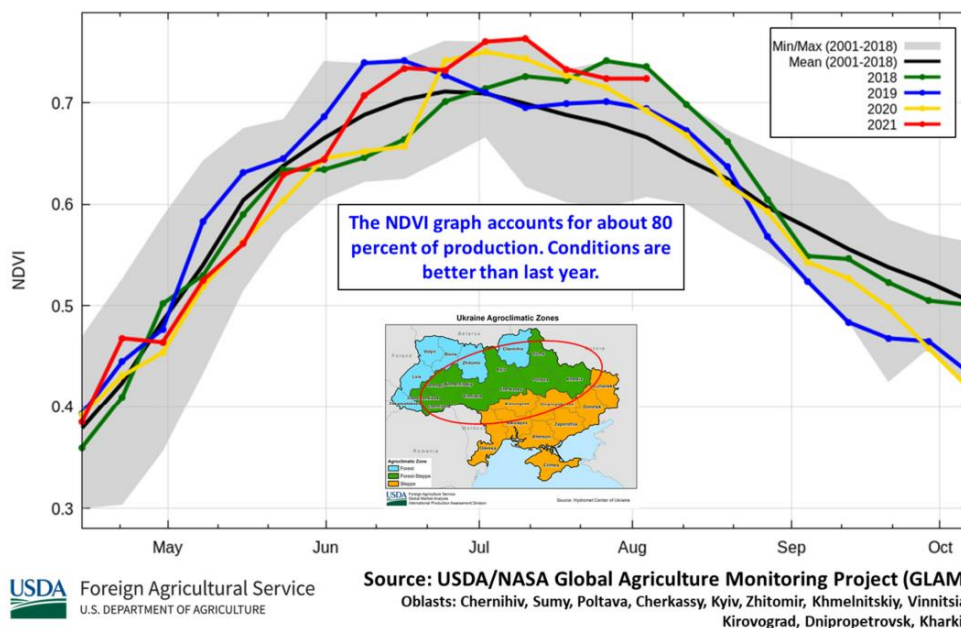
初期末库存

8月12日美国农业部发布8月全球农产品供需预测报告，较7月预测报告，主要调整包括：（1）下调2021/2022年度美国玉米的产量，美国饲用玉米消费量，继而下调美国及全球玉米产量及期末库存；（2）大豆价格持续高位导致大豆压榨需求受到抑制，USDA再次上调大豆的期末库存；（3）小麦供给欠佳，导致期初期末库存均有下调；（4）水稻保持供需两旺，较7月预测值略有上调，预计全年贸易量将有较大幅度上升。

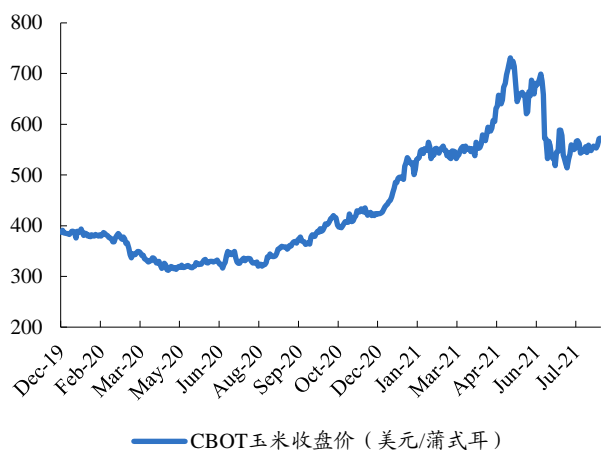
2、玉米：全球消费与贸易需求减弱，期末库存下调

8月报告较7月报告对玉米多项指标上进行下修。**产量方面**，报告对2021/2022年度全球玉米产量下调868万吨至11.86亿吨，其中美国产量较7月预测下修1053万吨至3.75亿吨，单产预测为每英亩174.6蒲式耳，比上月基于趋势的预测低4.9蒲式耳，明尼苏达州和南达科他州的产量预计低于一年前。而乌克兰较2020年玉米产量预增29%，其他显著的玉米产量变化包括印度、加拿大和摩尔多瓦的玉米产量预计将增加，塞尔维亚的玉米产量将减少。**在消费量方面**，2020/2021年全球饲用玉米的消费量下调0.49%至7.44亿吨，预计饲用美国玉米下修幅度更大，较上月预测值下调1.75%至1.43亿吨。**贸易方面**的变化主要体现在美国和俄罗斯玉米出口增加，墨西哥的玉米出口减少，而巴西玉米因预期产量下降拉低出口量。2020/2021年巴西和巴拉圭的减产幅度超过了阿根廷的增产幅度，体现在2020/2021年度阿根廷的玉米出口增加，但巴西的玉米出口下降。

图1：NDVI（归一化植被指数）表明乌克兰玉米带气候条件较2020年更佳



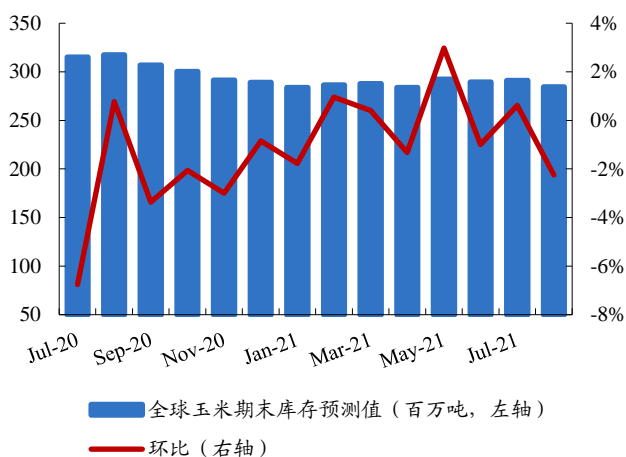
资料来源：USDA

图2: 7.12-8.13CBOT 玉米收盘价上涨 7.8%


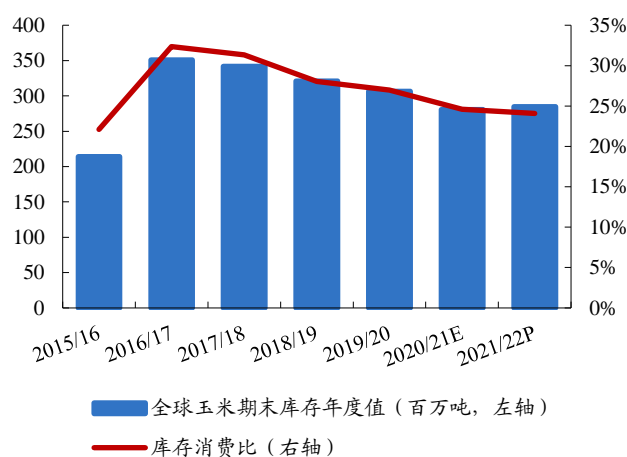
数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 7.12-8.13 国内玉米期货收盘价上涨 2.9%


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 8 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 8 月预测全球玉米期末库存量为 2.85 亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (8月估计)	2021/22 (7月预测)	2021/22 (8月预测)	环比 (%)
期初库存	209.73	311.48	351.96	340.97	322.56	306.26	279.86	280.75	0.32%
产量	972.21	1123.41	1080.90	1124.92	1118.56	1115.41	1194.80	1186.12	-0.73%
进口	139.23	135.59	149.93	164.42	167.59	184.21	187.66	184.61	-1.63%
饲料消费	601.58	656.07	672.36	703.88	715.89	727.71	747.59	743.89	-0.49%
消费总额	968.01	1084.14	1090.45	1144.82	1134.86	1140.92	1183.47	1182.24	-0.10%
出口	119.74	160.06	148.24	181.71	172.40	178.50	198.84	197.85	-0.50%
期末库存	213.93	350.75	341.60	321.07	306.26	280.75	291.18	284.63	-2.25%
库存消费比	22.10%	32.35%	31.33%	28.05%	26.99%	24.61%	24.60%	24.08%	-0.53%

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。

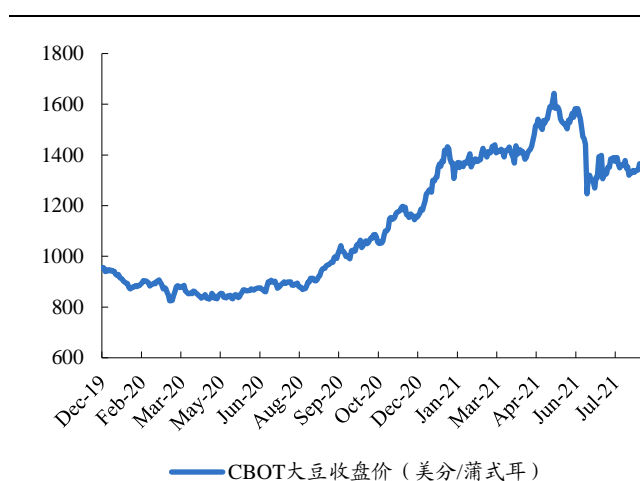
表2: 2021年8月预测中国玉米期末库存量为1.98亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (8月估计)	2021/22 (7月预测)	2021/22 (8月预测)	环比 (%)
期初库存	100.47	212.02	223.02	222.53	210.16	200.53	198.18	198.18	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%

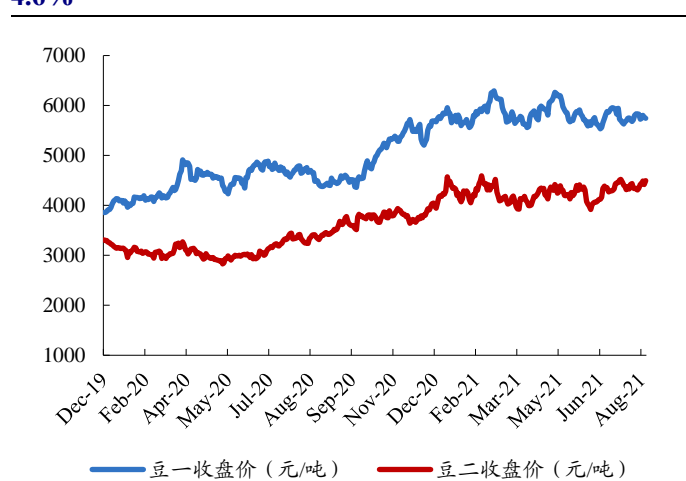
数据来源: USDA、开源证券研究所

3、大豆: 全球压榨需求仍受抑制, 美豆期初库存大幅度上修

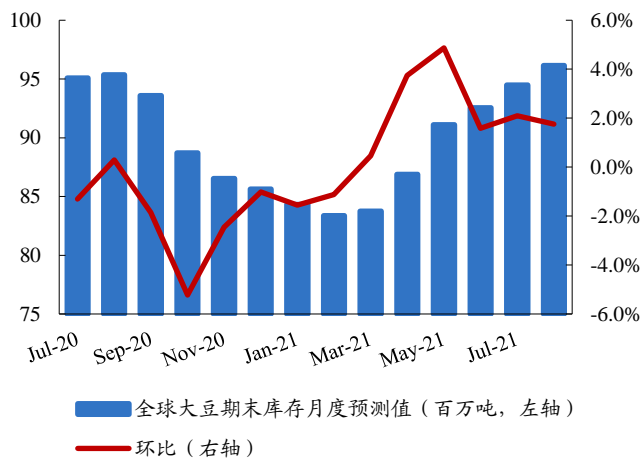
8月报告继续调增全球2020/2021年度大豆期初、期末库存, 主要由于大豆高价影响中国压榨需求, 8月预计全球期初、期末库存分别较7月预测值调高1.45%和1.76%, 达9282万吨与9615万吨, 其中美国大豆期初库存大幅度上修18.58%, 从366万吨增至434万吨, 中国涨幅次之, 期初、期末库存分别上调3.36%与6.45%至3080万吨与3300万吨。随着需求减少, 中国2021/22年度大豆进口将减少100万吨至1.01亿吨。全球油籽总体库存略高, 大豆库存增加抵消了油菜籽和葵花籽库存减少的影响。**产量来看**, 8月预测值亦下调0.41%至3.84亿吨, 收获面积预计为8670万英亩, 与7月份持平, 每英亩50.0蒲式耳的大豆产量预测比上个月减少0.8蒲式耳。阿根廷与巴西的产量维持7月预计不变。

图6: 7.12-8.13CBOT大豆收盘价上涨1.1%


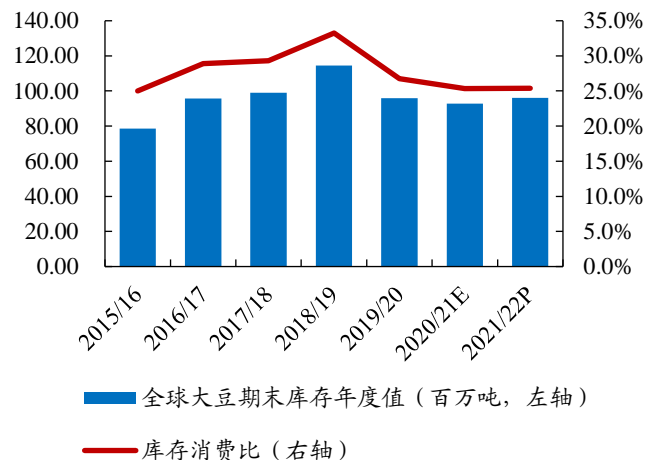
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 7.12-8.13国内豆一、豆二收盘价分别变动-3.6%与4.6%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 8月预测调高 2021/2022 年度大豆期末库存


数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2021/2022 年全球大豆库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值小幅提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 2021 年 8 月预测全球大豆期末库存量为 9615 万吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (8月估计)	2021/22 (7月预测)	2021/22 (8月预测)	环比 (%)
期初库存	77.90	80.41	94.80	100.66	114.71	95.87	91.49	92.82	1.45%
产量	313.77	349.31	342.09	361.04	339.70	363.26	385.22	383.63	-0.41%
进口	133.33	144.22	153.23	145.88	164.97	164.71	171.71	170.61	-0.64%
饲料消费	275.15	287.28	294.61	298.53	312.43	319.07	332.04	329.57	-0.74%
消费总额	313.94	330.78	338.03	344.28	358.44	366.10	381.09	378.59	-0.66%
出口	132.56	147.50	153.08	148.83	165.06	164.93	172.85	172.75	-0.06%
期末库存	78.50	95.65	99.02	114.48	95.87	92.82	94.49	96.15	1.76%
库存消费比	25.00%	28.92%	29.29%	33.25%	26.75%	25.35%	24.79%	25.40%	0.60%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表4: 2021 年 8 月预测中国大豆期末库存量为 3300 万吨

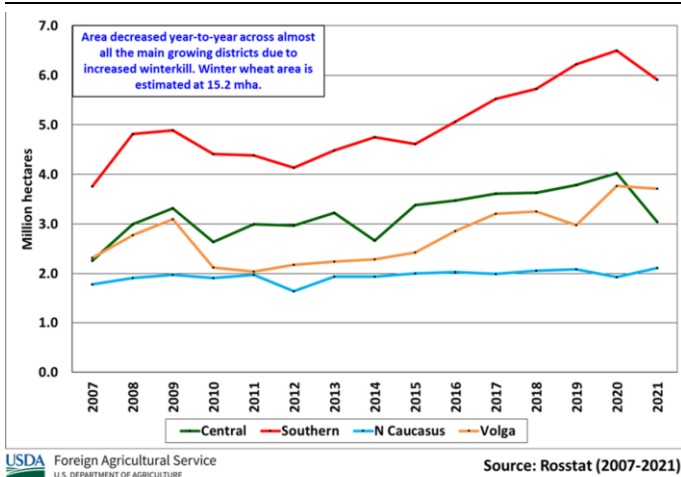
单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (8月估计)	2021/22 (7月预测)	2021/22 (8月预测)	环比 (%)
期初库存	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	26.80	29.80	30.80	3.36%
产量	11.79	13.64	15.28	15.97	18.10	19.60	19.00	19.00	0.00%
进口	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	97.00	102.00	101.00	-0.98%
饲料消费	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	94.00	100.00	98.00	-2.00%
消费总额	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	112.50	119.70	117.70	-1.67%
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	30.80	31.00	33.00	6.45%
库存消费比	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	27.38%	25.90%	28.04%	2.14%

数据来源: USDA、开源证券研究所

4、小麦：供给欠佳，期初与期末库存均环比下调预期

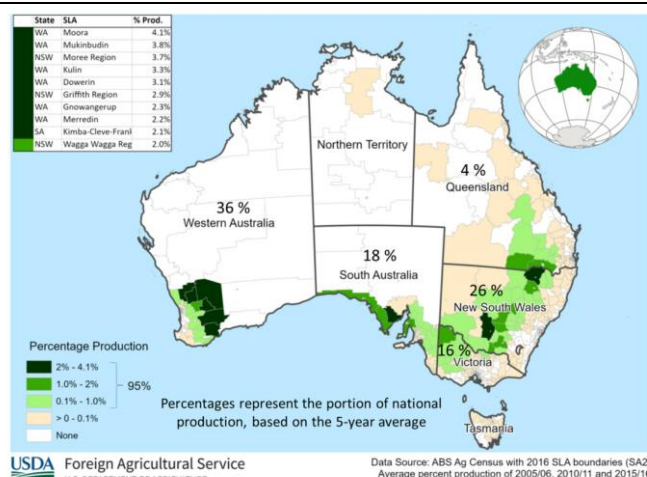
8月报告预计2021/2022年的全球小麦产量及期末库存较7月预测值有较大幅度减少。产量来看，8月预测全球产量较7月预测将减少2549万吨，从7.92亿吨降至7.67亿吨，但仍较2020/2021年全年产量预测值高出1107万吨。总产量减少的品种主要是硬红冬和软白冬，小麦单产预计为每英亩44.5蒲式耳，比上期预测的低1.3蒲式耳。在地区产量差异上，俄罗斯、加拿大和美国的产量有所下降，2月和3月发生的一系列解冻和再冻结事件，导致俄罗斯冬小麦收获面积和产量下降，春小麦产量的增加略微抵消了这一影响。由于7月份草原诸省干旱状况恶化，加拿大的产量减少了750万吨，降至2400万吨，这将是加拿大自2010/2011年以来最低的小麦产量规模。乌克兰和澳大利亚的产量增加部分抵消了减产的影响。消费量来看，在减少供应的情况下，2021/2022年饲用消费量预计将降低318万吨至1.58亿吨，国内消费亦将同步降低422万吨，预计。期末库存来看，8月预测的全球期末库存环比回落4.33%，较7月预测值减少1262万吨。

图10：俄罗斯冬小麦种植面积下修



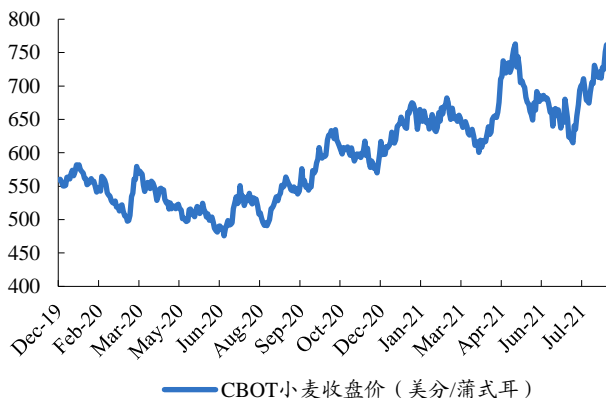
资料来源：USDA

图11：澳大利亚小麦增产，西澳大利亚贡献36%的产量



资料来源：USDA

图12：7.12-8.13CBOT小麦价格上涨19.0%

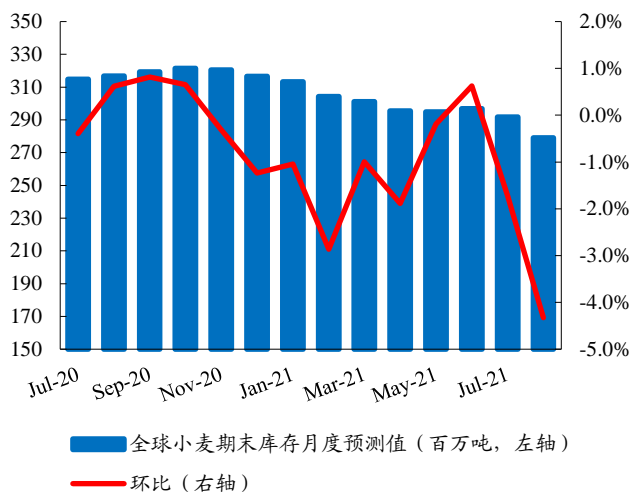


数据来源：Wind、开源证券研究所

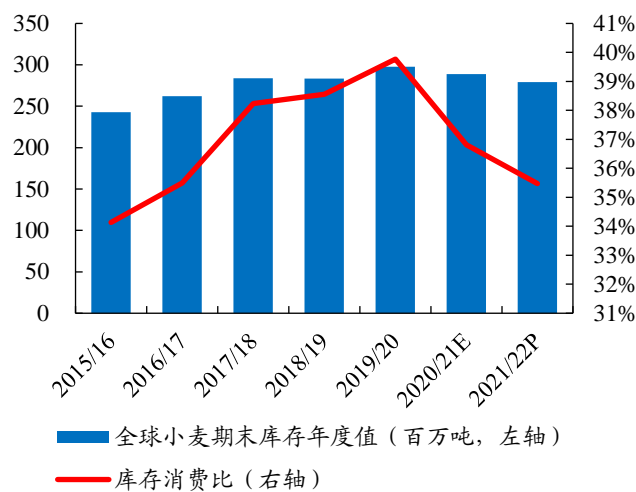
图13：7.12-8.13国内小麦价格上升0.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14: 2021/2022 年全球小麦期末库存较前预测值减少 4.3%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 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 8 月预测全球小麦期末库存量为 2.79 亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (8月估计)	2021/22 (7月预测)	2021/22 (8月预测)	环比 (%)
期初库存	218.69	245.00	262.79	287.18	282.67	297.69	290.18	288.83	-0.47%
产量	735.21	756.40	762.88	731.00	763.6	755.84	792.4	766.91	-3.22%
进口	170.19	179.17	181.04	171.27	187.59	194.25	201.99	196.42	-2.76%
饲料消费	136.55	147.04	146.63	139.25	139.03	158.2	160.55	157.37	-1.98%
消费总额	711.16	739.09	741.98	734.81	748.57	784.71	790.89	786.67	-0.53%
出口	172.84	183.36	182.47	173.67	195.03	201.63	203.99	198.23	-2.82%
期末库存	242.74	262.31	283.69	283.37	297.69	288.83	291.68	279.06	-4.33%
库存消费比	34.13%	35.49%	38.23%	38.56%	39.77%	36.81%	36.88%	35.47%	-1.41%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表6: 2021 年 8 月预测中国小麦期末库存量为 1.42 亿吨

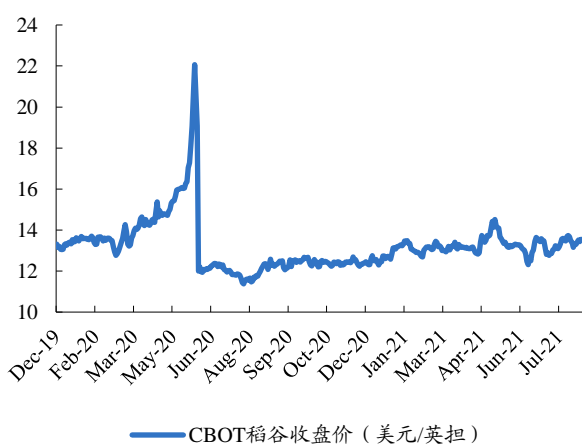
单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (8月估计)	2021/22 (7月预测)	2021/22 (8月预测)	环比 (%)
期初库存	76.11	97.00	114.93	131.20	138.59	150.52	145.63	144.62	-0.69%
产量	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.00	136.00	0.00%
进口	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.62	10.00	10.00	0.00%
饲料消费	10.50	17.00	17.50	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	0.76	1.00	1.00	0.00%
期末库存	97.04	114.93	131.20	139.77	150.52	144.62	142.63	141.62	-0.71%
库存消费比	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	119.46%	96.41%	96.37%	95.69%	-0.68%

数据来源: USDA、开源证券研究所

5、稻谷：供需规模仍有上调，贸易规模扩大

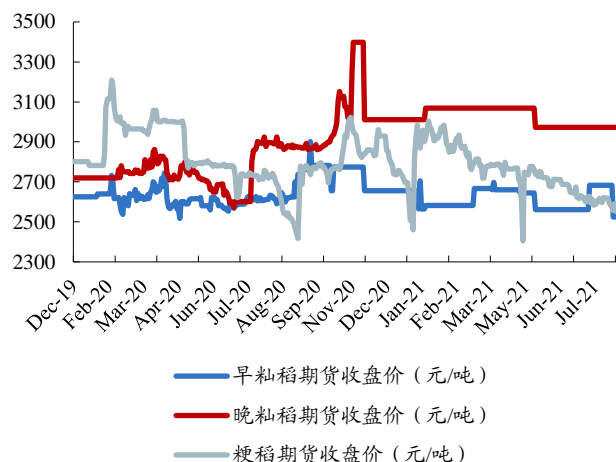
总供应来看，8月报告预计2021/2022年度全球稻米供给略有增加，较7月预测值上调141万吨至5.07亿吨，主要由于孟加拉国、斯里兰卡和越南的产量有所提升。孟加拉国收获面积增加，产量提高到创纪录的3630万吨。库存来看，2021/2022年全球期末库存相比7月预测值有较大幅度提升，环比上升1.89%，调增316万吨至1.70亿吨，期初库存亦上调1.16%至1.77亿吨，中国、越南和孟加拉国的库存增加。消费来看，世界2021/22年度的消费量增加了30万吨，达到创纪录的5.143亿吨，主要是因为孟加拉国消费量增加。贸易来看，2021/22年度全球贸易量将增加60万吨至4770万吨，主要由于印度出口的增加。

图16：7.12-8.13CBOT 稻谷收盘价上升 5.2%



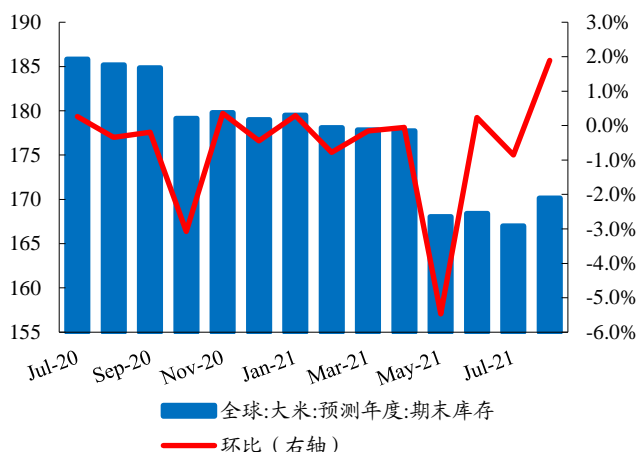
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：7.12-8.13 国内粳稻期货收盘价下跌 1.2%



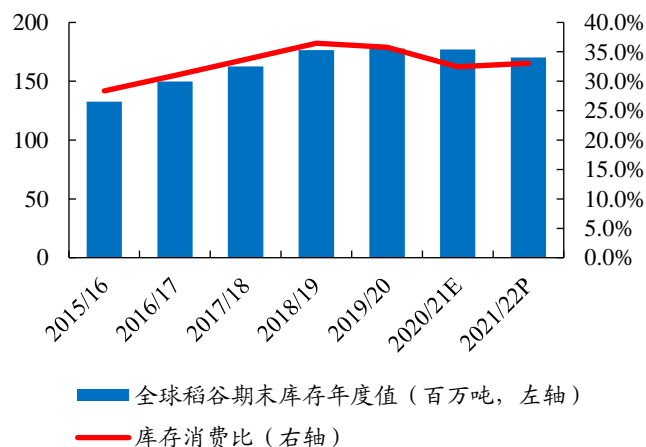
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2021/2022 年全球稻谷期末库存 7 月预测值上升 1.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2021/2022 年全球稻谷库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7: 2021年8月预测全球稻谷期末库存为1.70亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (8月估计)	2021/22 (7月预测)	2021/22 (8月预测)	环比 (%)
期初库存	127.89	142.64	149.89	163.74	176.61	177.75	174.92	176.95	1.16%
产量	472.94	490.95	494.92	497.34	497.83	505.81	506.04	507.45	0.28%
进口	38.33	41.08	46.98	43.97	42.31	45.89	45.39	45.65	0.57%
消费总额	468.09	483.69	482.28	484.59	496.69	506.62	513.99	514.25	0.05%
出口	40.34	47.25	47.25	43.90	43.38	48.82	47.12	47.67	1.17%
期末库存	132.74	149.89	162.53	176.49	177.75	176.95	166.98	170.14	1.89%
库存消费比	28.36%	30.99%	33.70%	36.42%	35.79%	34.93%	32.49%	33.09%	0.60%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表8: 2021年8月预测中国稻谷期末库存为1.11亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (8月估计)	2021/22 (7月预测)	2021/22 (8月预测)	环比 (%)
期初库存	69.00	88.00	98.50	109.00	115.00	116.5	115.6	116.5	0.78%
产量	145.77	147.77	148.87	148.49	146.73	148.3	149	149	0.00%
进口	4.80	5.30	5.50	3.20	2.60	4.2	3.2	3.6	12.50%
消费总额	140.80	141.76	142.51	142.92	145.23	150.28	156	155.7	-0.19%
出口	0.27	0.81	1.36	2.77	2.60	2.22	2.4	2.4	0.00%
期末库存	78.50	98.50	109.00	115.00	116.50	116.5	109.4	111	1.46%
库存消费比	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.22%	77.52%	70.13%	71.29%	1.16%

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