

## 农林牧渔

2021年09月14日

## USDA 上调全球玉米、小麦产量，库存量调增

——行业点评报告

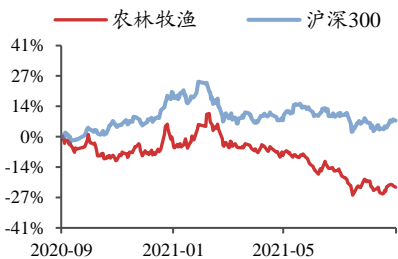
投资评级：看好（维持）

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-8月猪价环比回落，商品猪出栏量环比小幅下降》-2021.9.13

《行业周报-8月猪企出栏均价环比回落，出栏均重环比下降》-2021.9.12

《行业周报-2021H1 养殖业务利润下滑，养殖后周期业绩高增》-2021.9.5

### ● 9月报告上调 2021/2022 小麦、玉米期末库存，大豆期初、期末库存

9月10日美国农业部发布9月全球农产品供需预测报告，较8月预测报告，主要调整包括：上调全球玉米、水稻、小麦、大豆的产量及期初期末库存；其中玉米产量上调幅度最大，水稻期初期末上调幅度最大。驱动上述调整的主要原因包括：（1）中国玉米的产量同比增加；（2）大豆价格回落，但对大豆压榨需求提振效果欠佳，期初期末库存维持高位；（3）小麦产量预计增加，推高期初期末库存量；（4）水稻需求弱于供给，进而较8月预测值上调期初、期末库存。

### ● 玉米、小麦：产量预增、期初、期末库存量环比调增

**玉米：**2021/2022 年全球玉米产量 11.97 亿吨（同比+7.22%），进口量 1.86 亿吨（同比+0.46%），出口量 2.01 亿吨（同比+12.07%），消费量 11.86 亿吨（同比+4.39%），期末库存 2.97 亿吨（同比+3.89%）。库存消费比 25.08%（同比-0.12pct）。全球玉米供需有所改善，玉米价格预计将有所回落。

**小麦：**2021/2022 年全球小麦产量预测值 7.80 亿吨（同比+3.23%），消费量 7.89 亿吨（同比+1.12%），饲料消费量 1.59 亿吨（同比+1.04%），期末库存 2.83 亿吨（同比-3.19%）。库存消费比为 35.87%（同比+0.39pct）。小麦供给有所提升，消费需求旺盛。

### ● 大豆：油料压榨需求延续疲软态势，美豆期末库存增加

9月报告继续调增全球 2020/2021 年度大豆期初、期末库存，其中美国大豆期末库存上调幅度达 19.7%。2021/2022 年的大豆和豆粕价格低于此前的预测，美国大豆季平均价格预计为每蒲式耳 12.90 美元，下跌 80 美分。但 9 月预计的 2020/2021 年度全球大豆消费量仍较为疲软，全球压榨量较上月调减 22 万吨与 3.29 亿吨。产量来看，8 月预测值略微上调 0.21% 至 3.84 亿吨，美国 2020/2021 年度大豆产量预测值略有上升，较上月环比调整 0.81% 至 1.19 亿吨，阿根廷与巴西的大豆产量维持 8 月预测值不变。

### ● 稻谷：供应增加，需求下滑，期初期末库存升高

9月报告预计 2021/2022 年度全球稻米供给略有增加，较 8 月预测值上调 50 万吨至 5.08 亿吨。库存来看，2021/2022 年全球期末库存相比 8 月预测值有较大幅度提升，环比上升 5.10%，调增 902 万吨至 1.86 亿吨，主要因为印度库存上调。消费来看，2021/2022 年度的消费量较上月调减 218 万吨至 5.12 亿吨，主要是印度的国内消费减少所致。贸易来看，2021/2022 年度全球贸易出口量仍然保持旺盛，2021/2022 年度出口量较上月调增 86 万吨至 4885 万吨。

● **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、 9月报告上调 2021/2022 玉米、小麦、大豆、水稻产量 .....	3
2、 玉米：全球产量预增，期初、期末库存量增加 .....	3
3、 大豆：油料压榨需求延续疲软态势，美豆期末库存增加 .....	4
4、 小麦：全球产量调增，期初、期末库存继续上修 .....	6
5、 稻谷：供应增加，需求下滑，期初期末库存升高 .....	8
6、 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1： 2021/2022 年中国玉米收获面积同比增长 2.43% .....	3
图 2： 归一化植被指数反映中国玉米带气候条件的改善 .....	3
图 3： 8.11-9.10CBOT 玉米收盘价下跌 7.5% .....	3
图 4： 8.11-9.10 国内玉米期货收盘价下跌 4.9% .....	3
图 5： 2021/2022 年全球玉米期末库存较 8 月预测值上升 .....	4
图 6： 2021/2022 年全球玉米库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值上升 .....	4
图 7： 8.11-9.10CBOT 大豆收盘价下跌 3.8% .....	5
图 8： 8.11-9.10 国内豆一、豆二收盘价分别变动 1.9%与 0.6% .....	5
图 9： 9 月预测调高 2021/2022 年度大豆期末库存 .....	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： 澳大利亚小麦种植产量呈上升趋势 .....	6
图 12： 干旱对加拿大西部的影响较以往更加严重 .....	6
图 13： 8.11-9.10CBOT 小麦价格下降 5.36% .....	7
图 14： 8.11-9.9 国内小麦价格上升 3.0% .....	7
图 15： 2021/2022 年全球小麦期末库存较前预测值上升 1.5% .....	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： 8.11-9.10CBOT 稻谷收盘价下降 0.2% .....	8
图 18： 8.11-9.10 国内粳稻期货收盘价稳定 .....	8
图 19： 2021/2022 年全球稻谷期末库存 9 月预测值上升 8.9% .....	8
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 .....	8
表 1： 2021 年 9 月预测全球玉米期末库存量为 2.98 亿吨 .....	4
表 2： 2021 年 9 月预测中国玉米期末库存量为 2.07 亿吨 .....	4
表 3： 2021 年 9 月预测全球大豆期末库存量为 9889 万吨 .....	5
表 4： 2021 年 9 月预测中国大豆期末库存量为 3500 万吨 .....	6
表 5： 2021 年 9 月预测全球小麦期末库存量为 2.83 亿吨 .....	7
表 6： 2021 年 9 月预测中国小麦期末库存量为 1.41 亿吨 .....	7
表 7： 2021 年 9 月预测全球稻谷期末库存为 1.82 亿吨 .....	9
表 8： 2021 年 9 月预测中国稻谷期末库存为 1.11 亿吨 .....	9

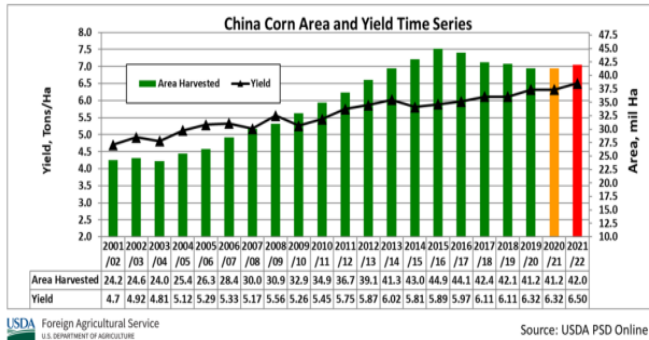
## 1、9月报告上调 2021/2022 玉米、小麦、大豆、水稻产量

9月10日美国农业部发布9月全球农产品供需预测报告，较8月预测报告，主要调整包括：上调全球玉米、水稻、小麦、大豆的产量及期初期末库存；其中玉米产量上调幅度最大，水稻期初期末上调幅度最大。驱动上述调整的主要原因包括：(1) 中国玉米的产量同比增加；(2) 大豆价格回落，但对大豆压榨需求提振效果欠佳，期初期末库存维持高位；(3) 小麦产量预计增加，推高期初期末库存量；(4) 水稻需求弱于供给，进而较8月预测值上调期初、期末库存。

## 2、玉米：全球产量预增，期初、期末库存量增加

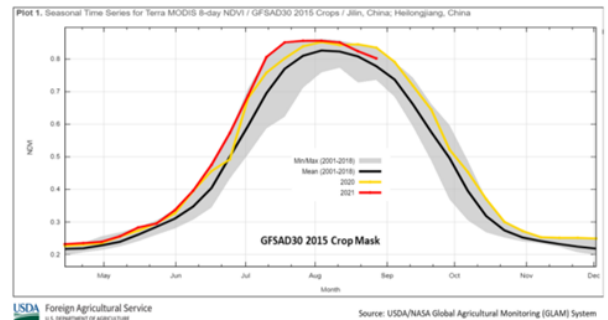
9月报告较8月报告对玉米多项指标上进行上调。**产量方面**，报告对2021/2022年度全球玉米产量上调1165万吨至11.97亿吨，其中美国产量较8月预测上调625万吨至3.81亿吨，中国产量较8月预测上调500万吨至2.73亿吨，主要系东北玉米主产区降雨量充足，阿根廷玉米产量亦同比有较大幅度的增加。**消费方面**，2020/2021年全球饲用玉米的消费量上调0.72%至7.49亿吨，中国饲用玉米消费量上修幅度较上月预测值增加1.42%至2.12亿吨。**库存方面**，美国和中国的期末库存较上月均有较大幅度上修，较上月分别调增421万吨与901万吨至3577万吨与2.07亿吨，环比增长13.34%与4.55%。

图1：2021/2022年中国玉米收获面积同比增长2.43%



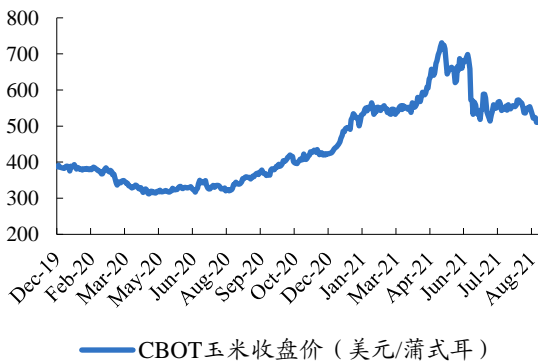
资料来源：USDA

图2：归一化植被指数反映中国玉米带气候条件的改善



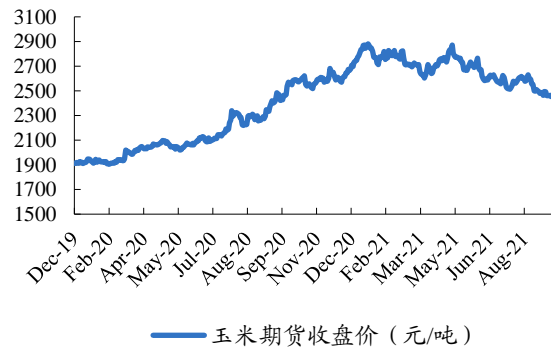
资料来源：USDA

图3：8.11-9.10CBOT 玉米收盘价下跌7.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

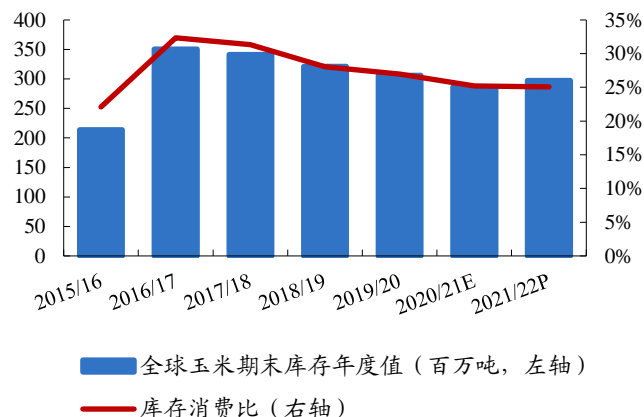
图4：8.11-9.10国内玉米期货收盘价下跌4.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5: 2021/2022 年全球玉米期末库存较 8 月预测值上升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图6: 2021/2022 年全球玉米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1: 2021 年 9 月预测全球玉米期末库存量为 2.98 亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
期初库存	209.73	311.48	351.96	340.97	322.56	306.09	280.75	286.48	2.04%
产量	972.21	1123.41	1080.90	1124.92	1118.66	1117.11	1186.12	1197.77	0.98%
进口	139.23	135.59	149.93	164.42	167.61	185.10	184.61	185.95	0.73%
饲料消费	601.58	656.07	672.36	703.88	715.92	725.41	743.89	749.24	0.72%
消费总额	968.01	1084.14	1090.45	1144.82	1135.17	1136.72	1182.24	1186.62	0.37%
出口	119.74	160.06	148.24	181.71	172.40	179.59	197.85	201.27	1.73%
期末库存	213.93	350.75	341.60	321.07	306.09	286.48	284.63	297.63	4.57%
库存消费比	22.10%	32.35%	31.33%	28.05%	26.96%	25.20%	24.08%	25.08%	1.01%

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 9 月预测中国玉米期末库存量为 2.07 亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
期初库存	100.47	212.02	223.02	222.53	210.18	200.53	198.18	202.19	2.02%
产量	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	268.00	273.00	1.87%
进口	3.17	2.46	3.46	4.48	7.58	26.00	26.00	26.00	0.00%
饲料消费	153.50	185.00	187.00	191.00	193.00	203.00	211.00	214.00	1.42%
消费总额	217.50	255.00	263.00	274.00	278.00	285.00	294.00	294.00	0.00%
出口	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02	0.02	0.00%
期末库存	110.77	223.02	222.53	210.16	200.53	202.19	198.16	207.17	4.55%
库存消费比	50.93%	87.46%	84.61%	76.70%	72.13%	70.94%	67.40%	70.47%	4.55%

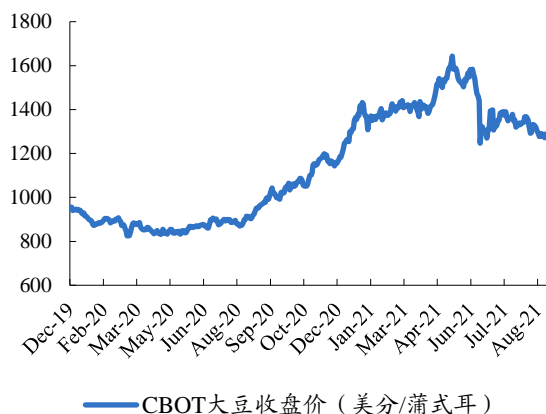
数据来源: USDA、开源证券研究所

### 3、大豆: 油料压榨需求延续疲软态势, 美豆期末库存增加

9 月报告继续调增全球 2020/2021 年度大豆期初、期末库存, 其中美国大豆期末

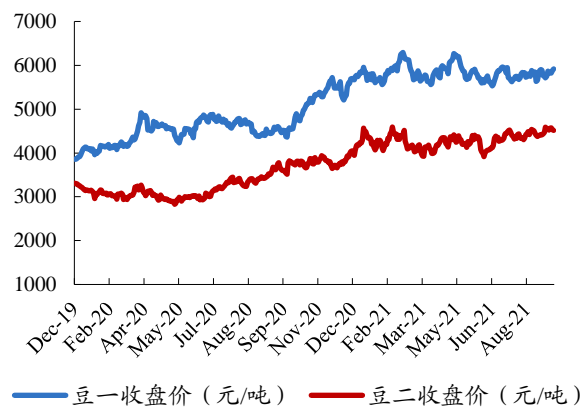
库存上修幅度达 19.7%。2021/2022 年的大豆和豆粕价格低于此前的预测，美国大豆季平均价格预计为每蒲式耳 12.90 美元，下跌 80 美分。但 9 月预计的 2020/2021 年度全球大豆消费量仍较为疲软，全球压榨量较上月调减 22 万吨与 3.29 亿吨。产量来看，8 月预测值略微上调 0.21% 至 3.84 亿吨，美国 2020/2021 年度大豆产量预测值略有上升，较上月环比调整 0.81% 至 1.19 亿吨，阿根廷与巴西的大豆产量维持 8 月预测值不变。

图7: 8.11-9.10CBOT 大豆收盘价下跌 3.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 8.11-9.10 国内豆一、豆二收盘价分别变动 1.9%与 0.6%



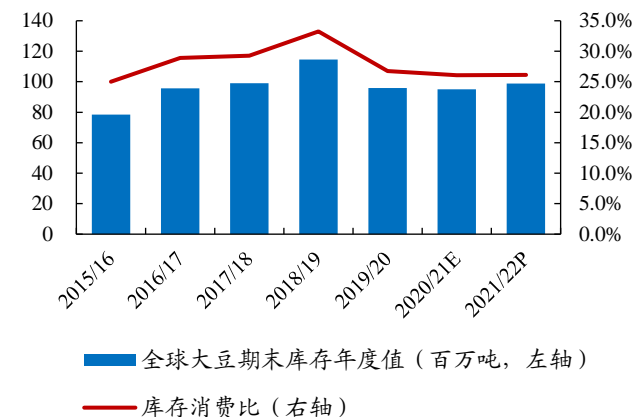
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 9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 9 月预测全球大豆期末库存量为 9889 万吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
期初库存	77.90	80.41	94.80	100.66	114.71	95.90	92.82	95.08	2.43%
产量	313.77	349.31	342.09	361.04	339.70	363.27	383.63	384.42	0.21%
进口	133.33	144.22	153.23	145.88	164.97	166.71	170.61	170.94	0.19%
饲料消费	275.15	287.28	294.61	298.53	312.43	317.99	329.57	329.35	-0.07%
消费总额	313.94	330.78	338.03	344.28	358.44	365.06	378.59	378.37	-0.06%

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
出口	132.56	147.50	153.08	148.83	165.06	165.74	172.75	173.17	0.24%
期末库存	78.50	95.65	99.02	114.48	95.90	95.08	96.15	98.89	2.85%
库存消费比	25.00%	28.92%	29.29%	33.25%	26.75%	26.05%	25.40%	26.14%	0.74%

数据来源: USDA、开源证券研究所

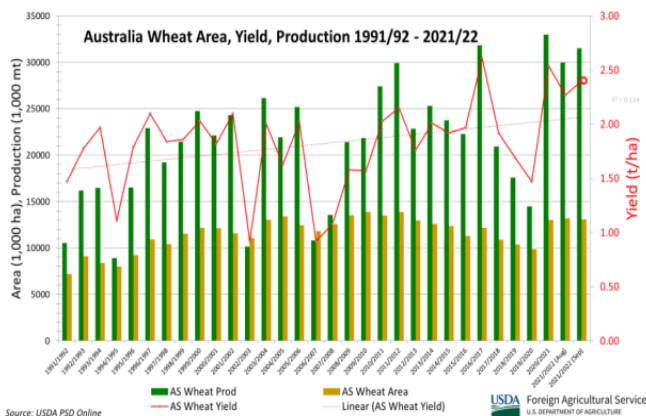
**表4: 2021年9月预测中国大豆期末库存量为3500万吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
期初库存	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	26.80	30.80	32.80	6.49%
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	101.00	101.00	0.00%
饲料消费	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	94.00	98.00	98.00	0.00%
消费总额	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	112.50	117.70	117.70	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	30.80	33.00	35.00	6.06%
库存消费比	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	27.38%	28.04%	29.74%	1.70%

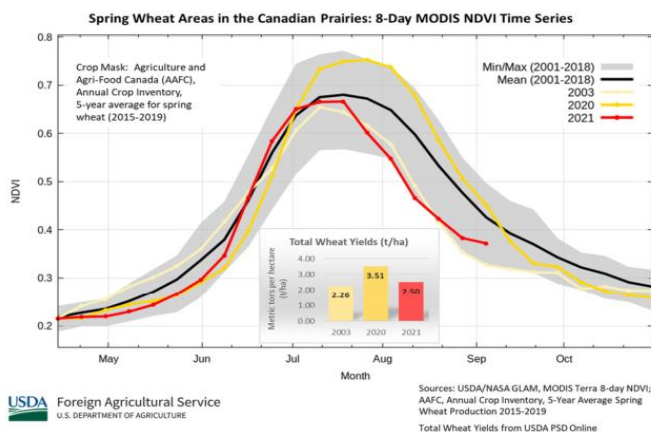
数据来源: USDA、开源证券研究所

#### 4、小麦: 全球产量调增, 期初、期末库存继续上修

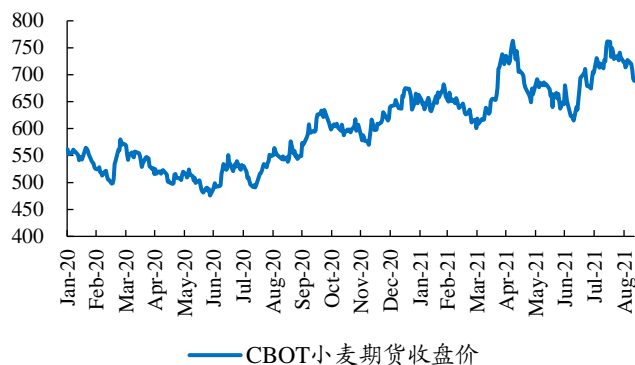
9月报告预计2021/2022年的全球小麦产量及期初期末库存较8月预测值均有较大幅度增加。**产量来看**, 9月预测全球产量较8月预测将增加337万吨, 从7.76亿吨升至7.80亿吨, 较2020/2021年全年产量预测值高出2445万吨。在地区产量差异上, 澳大利亚、印度和中国的产量有所增加, 受益于持续有利的气候条件, 澳大利亚的产量增加了150万吨至3150万吨, 这将是澳大利亚有史以来第三大小麦产量。而加拿大的小麦产量较上月仍有下修, 预计2021/2022年加拿大小麦产量为2300万吨, 较上月预测和2020/2021年分别减少100万吨、1220万吨, 比5年平均水平低29%。**库存量来看**, 8月预测的全球小麦期初、期末库存较上月分别环比调增1.29%和1.49%至2.92亿吨和2.83亿吨。**消费量来看**, 2021/2022年全年饲用消费量预计将上升185万吨至1.59亿吨, 国内消费亦将同步上升296万吨至7.90亿吨。

**图11: 澳大利亚小麦种植产量呈上升趋势**


资料来源: USDA

**图12: 干旱对加拿大西部的影响较以往更加严重**


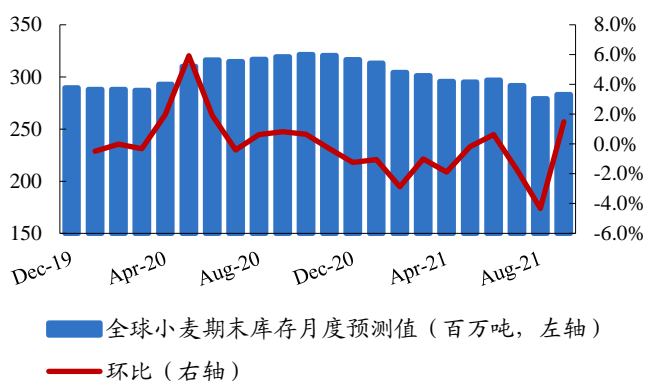
资料来源: USDA

**图13: 8.11-9.10CBOT 小麦价格下降 5.36%**


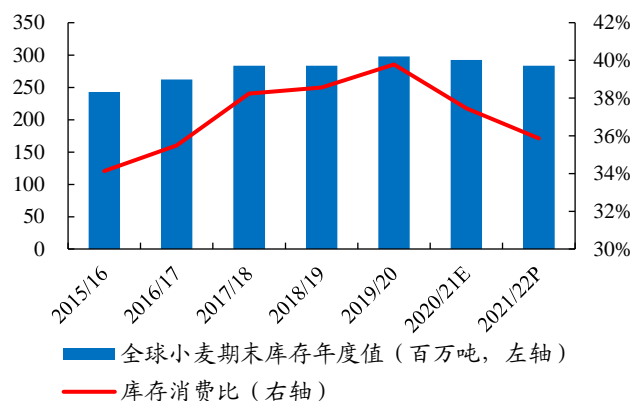
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图14: 8.11-9.9 国内小麦价格上升 3.0%**


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较前预测值上升 1.5%**


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 9 月预测全球小麦期末库存量为 2.83 亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
期初库存	218.69	245.00	262.79	287.18	282.67	297.61	288.83	292.56	1.29%
产量	735.21	756.40	762.88	731.00	763.6	755.83	776.91	780.28	0.43%
进口	170.19	179.17	181.04	171.27	187.4	194.51	196.42	197.05	0.32%
饲料消费	136.55	147.04	146.63	139.25	138.99	157.58	157.37	159.22	1.18%
消费总额	711.16	739.09	741.98	734.81	748.03	780.87	786.67	789.63	0.38%
出口	172.84	183.36	182.47	173.67	194.33	199.59	198.23	198.23	0.00%
期末库存	242.74	262.31	283.69	283.37	297.61	292.56	279.06	283.22	1.49%
库存消费比	34.13%	35.49%	38.23%	38.56%	39.79%	37.47%	35.47%	35.87%	0.39%

数据来源: USDA、开源证券研究所

**表6: 2021 年 9 月预测中国小麦期末库存量为 1.41 亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
期初库存	76.11	97.00	114.93	131.20	138.59	150.02	144.62	144.62	0.00%

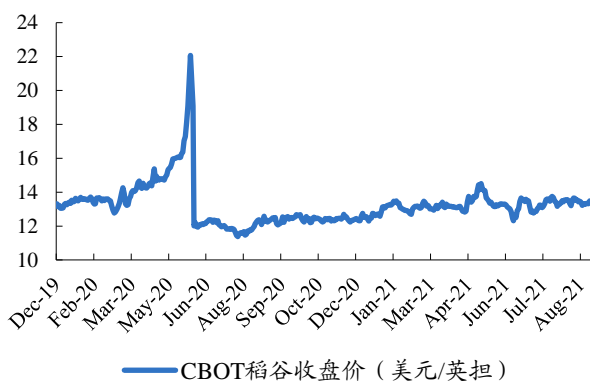
单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
产量	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.00	136.00	0.00%
进口	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.62	10.00	10.00	0.00%
饲料消费	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	40.00	35.00	36.00	2.86%
消费总额	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	150.00	148.00	149.00	0.68%
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	144.12	141.62	141.02	-0.42%
库存消费比	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	119.46%	96.08%	95.69%	94.64%	-1.04%

数据来源: USDA、开源证券研究所

## 5、稻谷：供应增加，需求下滑，期初期末库存升高

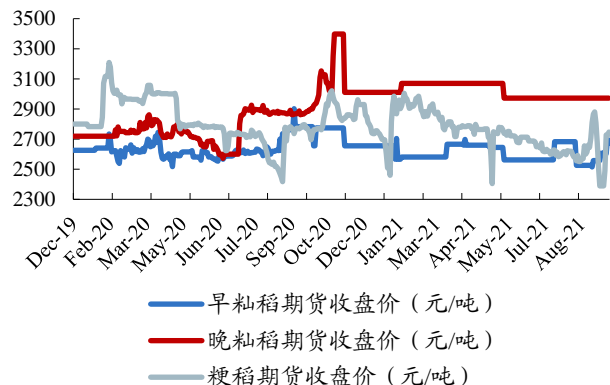
总供应来看，9月报告预计2021/2022年度全球稻米供给略有增加，较8月预测值上调50万吨至5.08亿吨。库存来看，2021/2022年全球期末库存相比8月预测值有较大幅度提升，环比上升5.10%，调增902万吨至1.86亿吨，主要因为印度库存上调。消费来看，2021/2022年度的消费量较上月调减218万吨至5.12亿吨，主要是印度的国内消费减少所致。贸易来看，2021/2022年度全球贸易出口量仍然保持旺盛，2021/2022年度出口量较上月调增86万吨至4885万吨。

图17: 8.11-9.10CBOT 稻谷收盘价下降 0.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 8.11-9.10 国内粳稻期货收盘价稳定



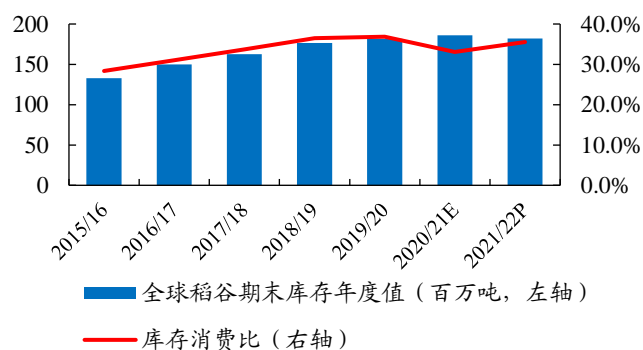
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2021/2022 年全球稻谷期末库存 9 月预测值上升 8.9%



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9月预测全球稻谷期末库存为1.82亿吨**

单位： 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
期初库存	127.89	142.64	149.89	163.74	176.61	181.75	176.95	185.97	5.10%
产量	472.94	490.95	494.92	497.34	498.29	506.23	507.45	507.95	0.10%
进口	38.33	41.08	46.98	43.97	42.32	45.85	45.65	45.86	0.46%
消费总额	468.09	483.69	482.28	484.59	493.15	502.02	514.25	512.07	-0.42%
出口	40.34	47.25	47.25	43.90	43.38	48.50	47.67	48.53	1.80%
期末库存	132.74	149.89	162.53	176.49	181.75	185.97	170.14	181.85	6.88%
库存消费比	28.36%	30.99%	33.70%	36.42%	36.85%	37.04%	33.09%	35.51%	2.43%

数据来源：USDA、开源证券研究所

**表8：2021年9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 (9月估计)	2021/22 (8月预测)	2021/22 (9月预测)	环比 (%)
期初库存	69.00	88.00	98.50	109.00	115.00	116.50	116.50	116.50	0.00%
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	4.20	3.60	3.60	0.00%
消费总额	140.80	141.76	142.51	142.92	145.23	150.28	155.70	155.70	0.00%
出口	0.27	0.81	1.36	2.77	2.60	2.22	2.40	2.40	0.00%
期末库存	78.50	98.50	109.00	115.00	116.50	116.50	111.00	111.00	0.00%
库存消费比	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.22%	77.52%	71.29%	71.29%	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