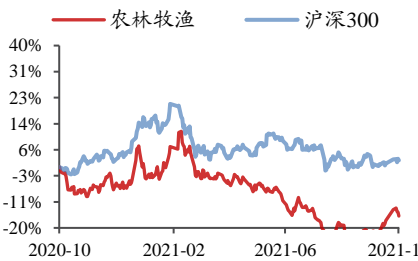


## 农林牧渔

2021年10月14日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《行业周报-回归供需-价格,推演当前猪市走势及投资逻辑》-2021.10.10

《行业周报-《生猪产能调控方案(暂行)》长效助力规模化提升》-2021.9.26

《行业周报-规模与非规模化养殖利差缩小或释放猪价见底信号》-2021.9.22

## USDA 上调玉米、大豆、水稻期初库存及产量

——行业点评报告

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

### ● 10月报告上调2021/2022玉米、大豆、水稻产量及期初库存

10月13日美国农业部发布10月全球农产品供需预测报告,较9月预测报告,主要调整包括:上调全球玉米、水稻、大豆期初库存及产量,下调小麦期初库存及产量。驱动上述调整的主要原因包括:(1)欧盟、加拿大、委内瑞拉和塞尔维亚玉米产量增长抵消乌克兰、俄罗斯、危地马拉产量下降,全球玉米产量小幅增长;(2)美国大豆期末库存大幅上调,全球需求疲软,大豆期初库存上修;(3)加拿大干旱严重导致收获面积下降,小麦产量预计减少,带动2020/2021种植季期末库存下调;(4)印度水稻产量预增加,上调期末库存。

### ● 玉米、小麦:玉米产量、期初库存上调,小麦期初库存及产量下修

**玉米:**2021/2022年全球玉米产量11.98亿吨(同比+7.42%),进口量1.84亿吨(同比-1.38%),出口量2.02亿吨(同比+13.45%),消费量11.86亿吨(同比+4.85%),期末库存3.02亿吨(同比+4.05%)。库存消费比25.43%(同比-0.19pct)。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7.76亿吨(同比+0.15%),消费量7.87亿吨(同比+0.75%),饲料消费量1.59亿吨(同比+1.16%),期末库存2.77亿吨(同比-3.88%)。库存消费比为35.22%(同比-1.70pct)。加拿大干旱严重,小麦供给减少。

### ● 大豆:全球压榨需求仍较疲软,大幅度上修美豆期初库存

10月报告预期2021/2022年全球大豆期初库存9916万吨(同比+3.85%),产量3.85亿吨(同比+5.44%),消费量3.77亿吨(同比+4.06%),期末库存1.05亿吨(同比+5.46%)。库存消费比27.72%(同比-0.37pct)。预计2021/2022年美国大豆期初697万吨(同比-51.19%),但较9月预测值上修46.43%。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:全球产量调增,需求稳定,期末库存调增

10月报告预计2021/2022年全球稻谷期初库存1.85亿吨(同比+1.92%),产量5.11亿吨(同比+0.84%),消费量5.12亿吨(同比+1.86%),期末库存1.84亿吨(同比-0.87%)。库存消费比35.84%(同比-0.99pct)。预计2021/2022年中国库存消费比72.21%(同比-5.16pct),国内稻米供应水平相对稳定,进口提高。

● **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、 10月报告上调 2021/2022 玉米、大豆、水稻产量及期初库存，下调小麦期初库存及产量 .....	3
2、 玉米：全球产量预增，期初库存继续上调 .....	3
3、 大豆：全球压榨需求仍较疲软，美豆大幅度上修期初库存 .....	5
4、 小麦：全球产量预减，并下调期初库存 .....	7
5、 稻谷：全球产量调增，需求稳定，期末库存调增 .....	9
6、 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1： 干旱和过量降水导致危地马拉玉米产量减少 .....	3
图 2： 乌克兰早期收获结果显示玉米产量下降 .....	3
图 3： 9.13-10.12CBOT 玉米收盘价上涨 2.0% .....	4
图 4： 9.13-10.12 国内玉米期货收盘价上涨 2.4% .....	4
图 5： 2021/2022 年全球玉米期末库存较 9 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 年估计值下降 .....	4
图 7： 9.13-10.12CBOT 大豆收盘价下跌 6.75% .....	5
图 8： 9.13-10.12 国内豆一、豆二收盘价分别变动 5.56%与-3.75% .....	5
图 9： 10 月预测调高 2021/2022 年度大豆期末库存 .....	6
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 .....	6
图 11： 干旱使得加拿大春季小麦和硬质小麦产量下降 .....	7
图 12： 2021 年加拿大的小麦弃耕面积大幅增加 .....	7
图 13： 9.13-10.12CBOT 小麦价格上升 7.02% .....	7
图 14： 9.13-10.12 国内小麦价格上升 7.04% .....	7
图 15： 2021/2022 年全球小麦期末库存较前预测值下降 2.1% .....	8
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 .....	8
图 17： 9.13-10.12CBOT 稻谷收盘价上升 1.18% .....	9
图 18： 9.13-10.12 国内粳稻期货收盘价下降 0.98% .....	9
图 19： 2021/2022 年全球稻谷期末库存 10 月预测值上升 1.0% .....	9
图 20： 2021/2022 年全球稻谷库存消费比预测值较 2020/2021 年估计值上升 .....	9
表 1： 2021 年 10 月预测全球玉米期末库存量为 3.02 亿吨 .....	4
表 2： 2021 年 10 月预测中国玉米期末库存量为 2.09 亿吨 .....	5
表 3： 2021 年 10 月预测全球大豆期末库存量为 1.05 亿吨 .....	6
表 4： 2021 年 10 月预测中国大豆期末库存量为 3592 万吨 .....	6
表 5： 2021 年 10 月预测全球小麦期末库存量为 2.77 亿吨 .....	8
表 6： 2021 年 10 月预测中国小麦期末库存量为 1.41 亿吨 .....	8
表 7： 2021 年 10 月预测全球稻谷期末库存为 1.84 亿吨 .....	10
表 8： 2021 年 10 月预测中国稻谷期末库存为 1.12 亿吨 .....	10

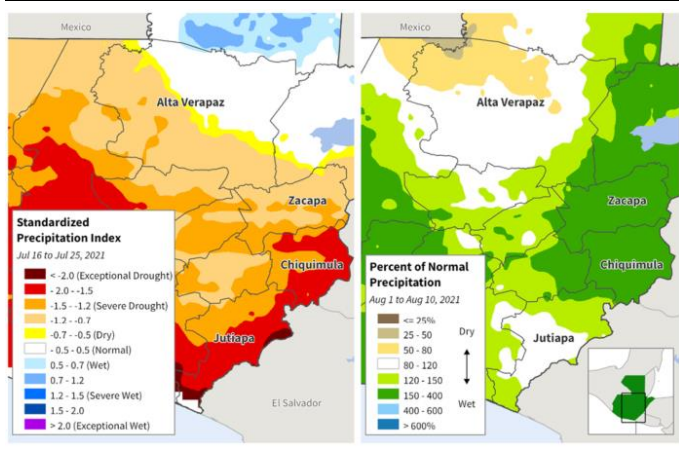
## 1、10月报告上调2021/2022玉米、大豆、水稻产量及期初库存，下调小麦期初库存及产量

10月13日美国农业部发布10月全球农产品供需预测报告，较9月预测报告，主要调整包括：上调全球玉米、水稻、大豆期初库存及产量，下调小麦期初库存及产量。驱动上述调整的主要原因包括：（1）欧盟、加拿大、委内瑞拉和塞尔维亚玉米产量增长抵消乌克兰、俄罗斯、危地马拉产量下降，全球玉米产量小幅增长；（2）美国大豆期末库存大幅上调，全球需求疲软，大豆期初库存上调；（3）加拿大干旱严重导致收获面积下降，小麦产量预计减少，带动2020/2021种植季期末库存下调；（4）印度水稻产量预增加，上调期末库存。

## 2、玉米：全球产量预增，期初库存继续上调

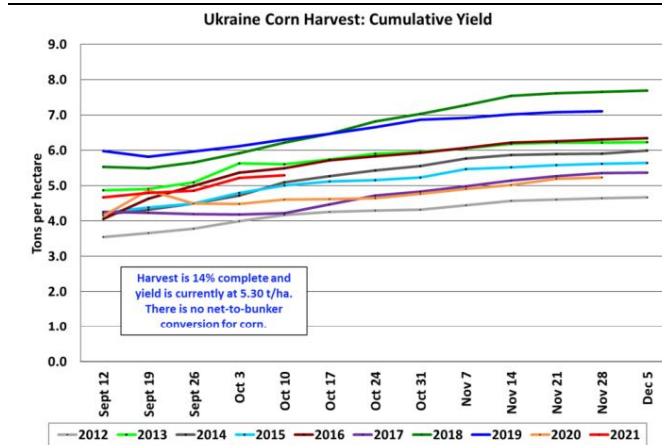
10月报告较9月报告继续上调玉米期初库存、产量、出口及期末库存。产量方面，报告对2021/2022年度全球玉米产量上调45万吨至11.97亿吨，欧盟、加拿大、委内瑞拉和塞尔维亚玉米产量增长被乌克兰、俄罗斯和危地马拉的下降很大程度上抵消了，全球玉米产量环比小幅上调。贸易方面，印度、美国和欧盟的玉米出口增加，部分抵消了乌克兰、俄罗斯和越南玉米出口减少。2021/2022年度全球玉米出口上调64万吨至2.02亿吨，其中，美国出口量上调63万吨至6350万吨。库存方面，2021/2022年度全球期末库存继续上调411万吨至3.02亿吨，美国和中国的期末库存较上月分别调增233万吨与200万吨至3810万吨与2.09亿吨，环比增长6.51%与0.97%。

图1：干旱和过量降水导致危地马拉玉米产量减少



资料来源：USDA

图2：乌克兰早期收获结果显示玉米产量下降



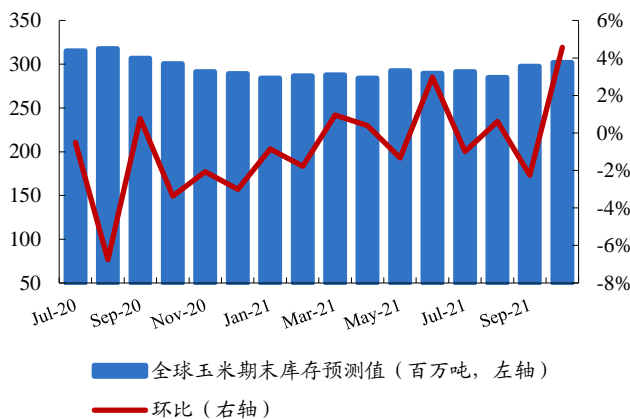
资料来源：USDA

**图3: 9.13-10.12CBOT 玉米收盘价上涨 2.0%**

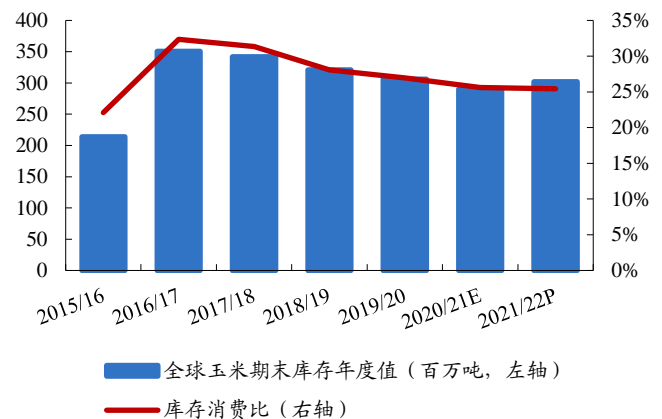

数据来源: Wind、开源证券研究所

**图4: 9.13-10.12 国内玉米期货收盘价上涨 2.4%**


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 9 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 年估计值下降**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**表1: 2021 年 10 月预测全球玉米期末库存量为 3.02 亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (10月估计)	2021/22 (9月预测)	2021/22 (10月预测)	环比 (%)
期初库存	209.73	311.48	351.96	340.97	322.56	306.09	286.48	289.99	1.23%
产量	972.21	1123.41	1080.90	1124.92	1118.62	1115.50	1197.77	1198.22	0.04%
进口	139.23	135.59	149.93	164.42	167.61	186.42	185.95	183.85	-1.13%
饲料消费	601.58	656.07	672.36	703.88	715.86	723.28	749.24	746.16	-0.41%
消费总额	968.01	1084.14	1090.45	1144.82	1135.09	1131.61	1186.62	1186.46	-0.01%
出口	119.74	160.06	148.24	181.71	172.40	177.97	201.27	201.91	0.32%
期末库存	213.93	350.75	341.60	321.07	306.09	289.99	297.63	301.74	1.38%
库存消费比	22.10%	32.35%	31.33%	28.05%	26.97%	25.63%	25.08%	25.43%	0.35%

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。

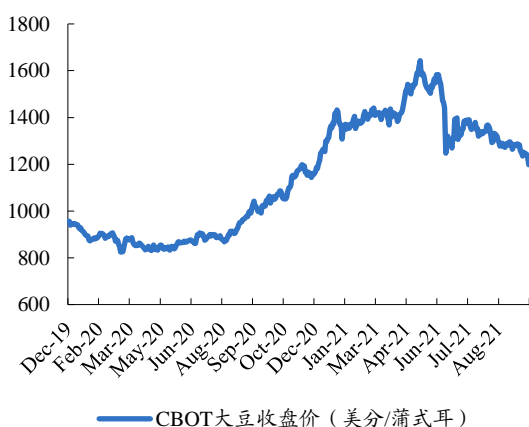
**表2: 2021年10月预测中国玉米期末库存量为2.09亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (10月估计)	2021/22 (9月预测)	2021/22 (10月预测)	环比 (%)
期初库存	100.47	212.02	223.02	222.53	210.18	200.53	202.19	204.19	0.99%
产量	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	273.00	273.00	0.00%
进口	3.17	2.46	3.46	4.48	7.58	28.00	26.00	26.00	0.00%
饲料消费	153.50	185.00	187.00	191.00	193.00	203.00	214.00	214.00	0.00%
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	204.19	207.17	209.17	0.97%
库存消费比	50.93%	87.46%	84.61%	76.70%	72.13%	71.65%	70.47%	71.15%	0.97%

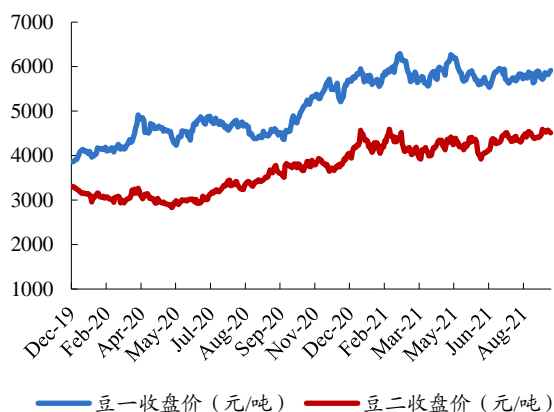
数据来源: USDA、开源证券研究所

### 3、大豆: 全球压榨需求仍较疲软, 美豆大幅度上修期初库存

10月报告继续调增全球2021/2022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72.82%。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12.35美元, 豆粕价格预计为每吨325美元, 下跌35美元。10月预计的2021/2022年度全球大豆消费量仍较为疲软, 全球压榨量较上月调减96万吨至3.28亿吨。产量来看, 9月预测值略微上调0.19%至3.85亿吨, 美国2021/2022年度大豆产量预测值略有上升, 较上月环比调整1.70%至1.21亿吨, 巴西的大豆产量维持9月预测值不变, 阿根廷大豆产量下调, 较9月预测值环比下降1.92%至5100万吨。

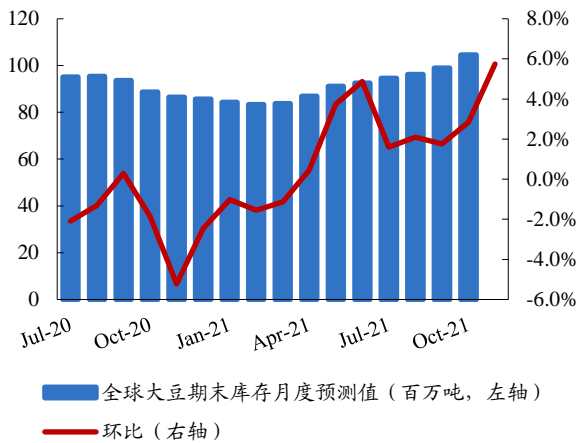
**图7: 9.13-10.12CBOT大豆收盘价下跌6.75%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

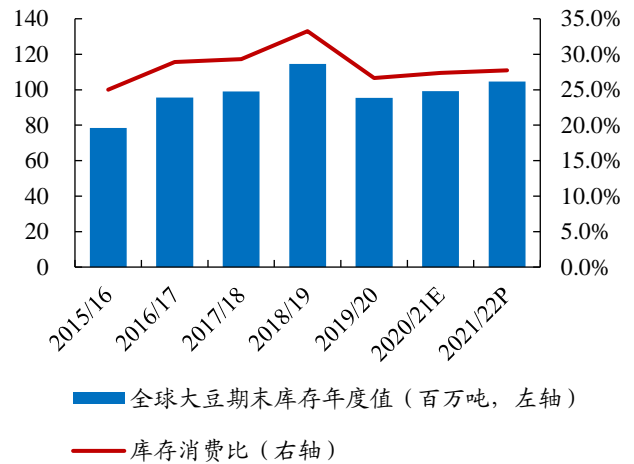
**图8: 9.13-10.12国内豆一、豆二收盘价分别变动5.56%与-3.75%**


数据来源: Wind、开源证券研究所



**图9: 10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10月预测全球大豆期末库存量为1.05亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (10月估计)	2021/22 (9月预测)	2021/22 (10月预测)	环比 (%)
期初库存	77.90	80.41	94.80	100.66	114.10	95.48	95.08	99.16	4.29%
产量	313.77	349.31	342.09	361.04	339.89	365.26	384.42	385.14	0.19%
进口	133.33	144.22	153.23	145.88	164.97	165.85	170.94	170.62	-0.19%
饲料消费	275.15	287.28	294.61	298.53	312.48	315.61	329.35	328.39	-0.29%
消费总额	313.94	330.78	338.03	344.28	358.40	362.56	378.37	377.27	-0.29%
出口	132.56	147.50	153.08	148.83	165.06	164.87	173.17	173.08	-0.05%
期末库存	78.50	95.65	99.02	114.48	95.48	99.16	98.89	104.57	5.74%
库存消费比	25.00%	28.92%	29.29%	33.25%	26.64%	27.35%	26.14%	27.72%	1.58%

数据来源: USDA、开源证券研究所

**表4: 2021年10月预测中国大豆期末库存量为3592万吨**

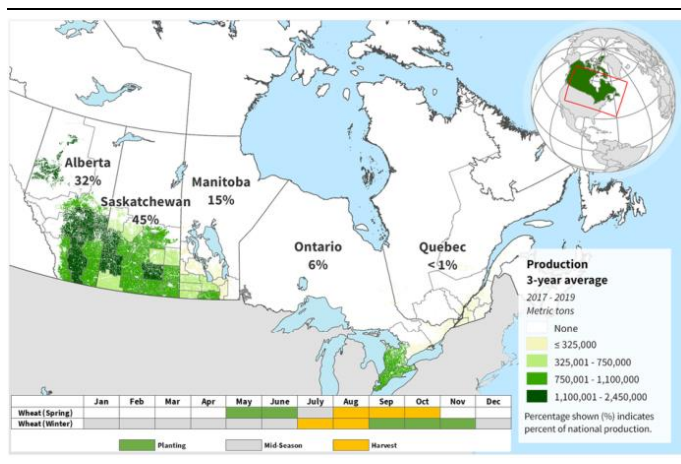
单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (10月估计)	2021/22 (9月预测)	2021/22 (10月预测)	环比 (%)
期初库存	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	26.80	32.80	33.72	2.80%
产量	11.79	13.64	15.28	15.97	18.10	19.60	19.00	19.00	0.00%
进口	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	99.00	101.00	101.00	0.00%
饲料消费	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	93.00	98.00	98.00	0.00%
消费总额	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	111.60	117.70	117.70	0.00%
出口	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.08	0.10	0.10	0.00%
期末库存	16.91	20.66	23.06	19.46	26.80	33.72	35.00	35.92	2.63%
库存消费比	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	30.22%	29.74%	30.52%	0.78%

数据来源: USDA、开源证券研究所

## 4、小麦：全球产量预减，并下调期初库存

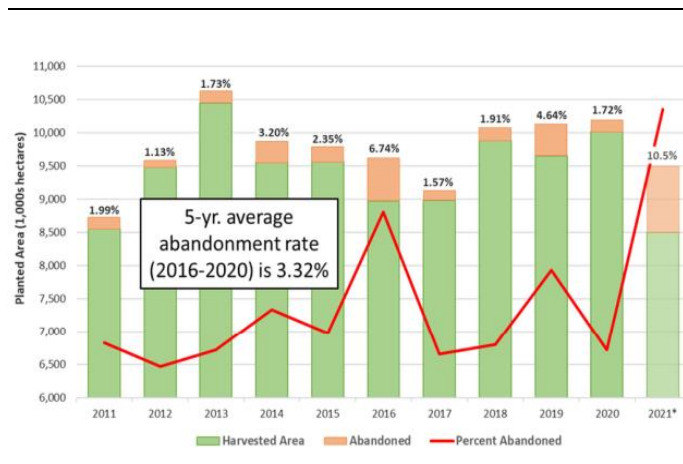
10月报告较9月报告下调小麦多项指标。**产量来看**，10月预测全球产量较9月预测调减441万吨至7.76亿吨，主要是加拿大、伊朗和美国的产量减少。过去一年加拿大干旱严重，预计弃耕面积增加，因此收获面积减少，2021/2022年度加拿大的小麦产量预计为2100万吨，较9月及2020/2021种植季分别减少200万吨及1420万吨，比近五年平均水平低35%。**库存量来看**，10月预测的全球小麦期初、期末库存较上月分别环比调减1.44%和2.13%至2.88亿吨和2.77亿吨。**消费量来看**，2021/2022全年饲用消费量预计将下降53万吨至1.57亿吨，国内消费亦将同步下降258万吨至7.87亿吨。

图11：干旱使得加拿大春季小麦和硬质小麦产量下降



资料来源：USDA

图12：2021年加拿大的小麦弃耕面积大幅增加



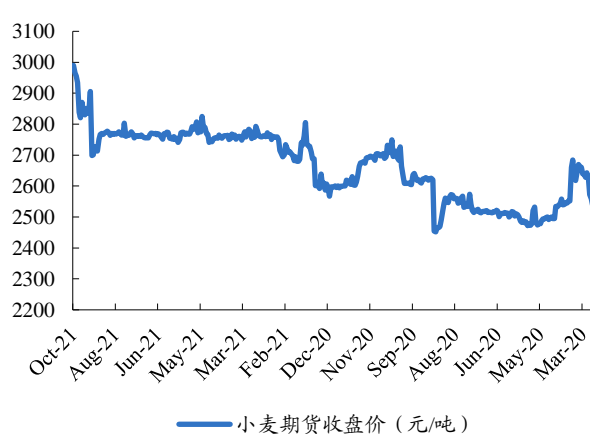
资料来源：USDA

图13：9.13-10.12CBOT小麦价格上升7.02%

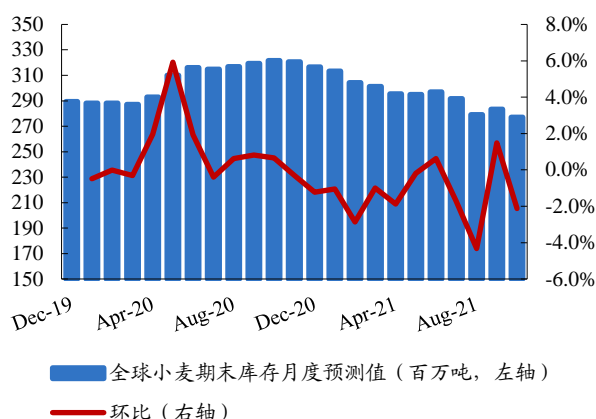


数据来源：Wind、开源证券研究所

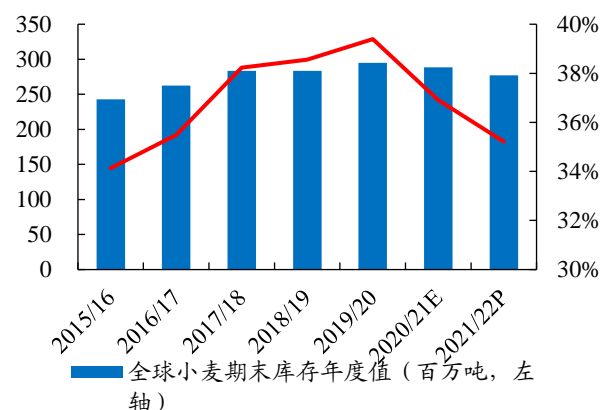
图14：9.13-10.12国内小麦价格上升7.04%



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下降 2.1%**


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 10 月预测全球小麦期末库存量为 2.77 亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (10月估计)	2021/22 (9月预测)	2021/22 (10月预测)	环比 (%)
期初库存	218.69	245.00	262.79	287.18	280.77	294.79	292.56	288.36	-1.44%
产量	735.21	756.40	762.88	731.00	762.33	774.74	780.28	775.87	-0.57%
进口	170.19	179.17	181.04	171.27	187.39	194.08	197.05	198.05	0.51%
饲料消费	136.55	147.04	146.63	139.25	139.22	156.87	159.22	158.69	-0.33%
消费总额	711.16	739.09	741.98	734.81	748.31	781.17	789.63	787.05	-0.33%
出口	172.84	183.36	182.47	173.67	194.33	201.31	199.74	199.63	-0.06%
期末库存	242.74	262.31	283.69	283.37	294.79	288.36	283.22	277.18	-2.13%
库存消费比	34.13%	35.49%	38.23%	38.56%	39.39%	36.91%	35.87%	35.22%	-0.65%

数据来源: USDA、开源证券研究所

**表6: 2021 年 10 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 (10月估计)	2021/22 (9月预测)	2021/22 (10月预测)	环比 (%)
期初库存	76.11	97.00	114.93	131.20	138.09	150.02	144.12	144.12	0.00%
产量	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.90	136.90	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	36.00	36.00	0.00%
消费总额	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	150.00	149.00	149.00	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	150.02	144.12	141.02	141.02	0.00%
库存消费比	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	119.06%	96.08%	94.64%	94.64%	0.00%

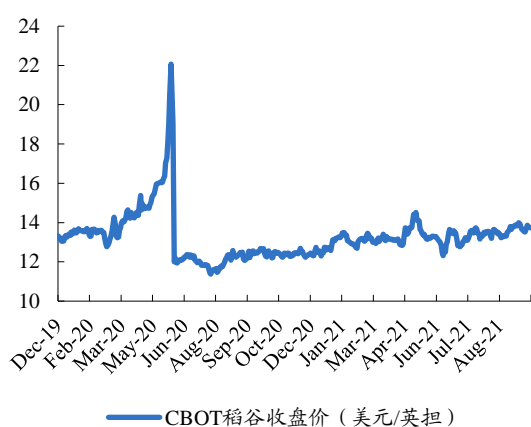
数据来源: USDA、开源证券研究所



## 5、稻谷：全球产量调增，需求稳定，期末库存调增

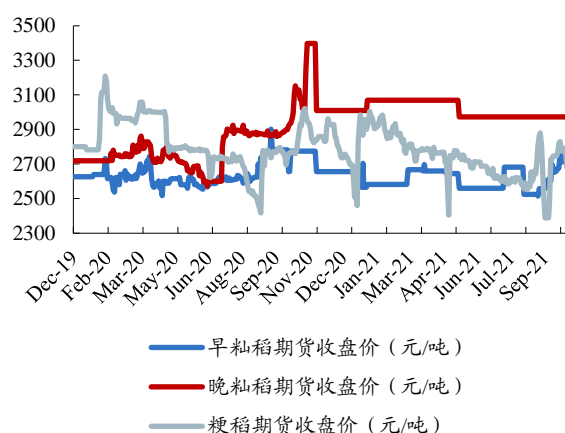
总供应来看，10月报告预计2021/2022年度全球稻米供给增加，较9月预测值上调275万吨至5.11亿吨，主要是印度作物产量增加。库存来看，2021/2022年全球期末库存相比9月预测值提升，环比上升0.98%，调增178万吨至1.84亿吨，主要因为中国和印度库存上调，中国和印度库存分别占全球库存的61%和19%。消费来看，2021/2022年度的消费量较上月调减24万吨至5.12亿吨，较上月增加0.05%。贸易来看，出口方面，2021/2022年度全球贸易出口量仍然保持旺盛，2021/2022年度出口量较上月调增119万吨至4972万吨，进口方面，2021/2022年度出口量较上月调增93万吨至4679万吨，其中中国10月进口预测值较上月上升11.11%，调增40万吨至400万吨。

图17: 9.13-10.12CBOT 稻谷收盘价上升 1.18%



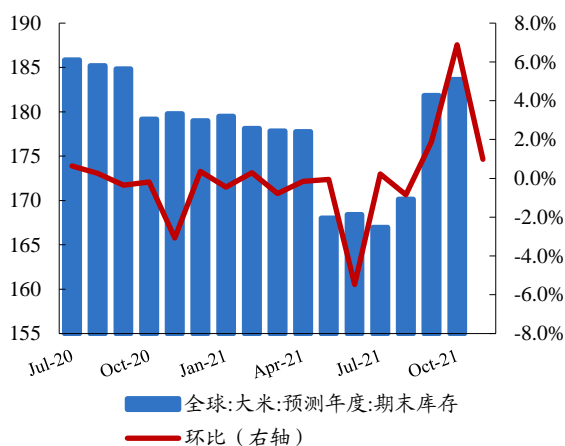
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 9.13-10.12 国内粳稻期货收盘价下降 0.98%



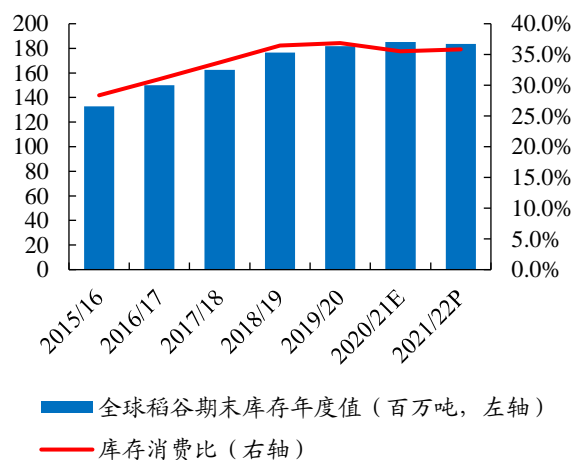
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2021/2022 年全球稻谷期末库存 10 月预测值上升 1.0%



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 年估计值上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

**表7: 2021年10月预测全球稻谷期末库存为1.84亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (10月估计)	2021/22 (9月预测)	2021/22 (10月预测)	环比 (%)
期初库存	127.89	142.64	149.89	163.74	176.61	181.75	185.97	185.24	-0.39%
产量	472.94	490.95	494.92	497.34	498.29	506.44	507.95	510.70	0.54%
进口	38.33	41.08	46.98	43.97	42.32	46.43	45.86	46.79	2.03%
消费总额	468.09	483.69	482.28	484.59	493.15	502.96	512.07	512.31	0.05%
出口	40.34	47.25	47.25	43.90	43.38	49.10	48.53	49.72	2.45%
期末库存	132.74	149.89	162.53	176.49	181.75	185.24	181.85	183.63	0.98%
库存消费比	28.36%	30.99%	33.70%	36.42%	36.85%	36.83%	35.51%	35.84%	0.33%

数据来源: USDA、开源证券研究所

**表8: 2021年10月预测中国稻谷期末库存为1.12亿吨**

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (10月估计)	2021/22 (9月预测)	2021/22 (10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	4.50	3.60	4.00	11.11%
消费总额	140.80	141.76	142.51	142.92	145.23	150.58	155.70	155.10	-0.39%
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	112.00	0.90%
库存消费比	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.22%	77.37%	71.29%	72.21%	0.92%

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