

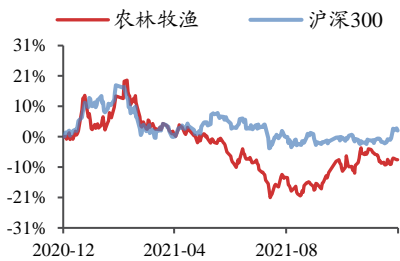
农林牧渔

2021年12月15日

投资评级：看好（维持）

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业点评报告-11月猪企销售均价环比提升，出栏量环比下降》-2021.12.13

《行业周报-布局猪周期“乍暖还寒”时》-2021.12.13

《行业周报-我国玉米品种换代改良趋势显现》-2021.12.5

USDA 调减大豆、水稻产量，上调玉米、小麦产量及期初期末库存

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

● 12月报告下调2021/2022大豆、水稻产量，调高玉米、小麦产量及期初期末库存

12月11日美国农业部发布12月全球农产品供需预测报告，较11月预测报告，主要调整包括：下调全球大豆、水稻的产量，调高小麦、玉米产量及期初期末库存，大豆期末库存下调幅度较大，驱动上述调整的主要原因包括：（1）欧盟地区玉米的产量有较11月有所上调；（2）中国大豆产量调减导致全球预计产量环比降低，期初期末库存环比下降；（3）澳大利亚地区小麦处于收获季，产量预计将再创新高，全球产量与期初期末同步调增；（4）水稻产量较11月预测值环比下调，期初期末库存亦有所下降。

● 玉米、小麦：产量及库存水平均有上调

玉米：2021/2022年全球玉米产量12.09亿吨（同比+7.65%），进口量1.85亿吨（同比-0.55%），出口量2.05亿吨（同比+15.45%），消费量11.96亿吨（同比+5.51%），期末库存3.06亿吨（同比+4.39%）。库存消费比25.55%（同比-0.27pct）。全球玉米供给有所改善，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7.78亿吨（同比+0.26%），消费量7.89亿吨（同比+0.91%），饲料消费量1.61亿吨（同比+1.84%），期末库存2.78亿吨（同比-3.96%）。库存消费比为35.24%（同比+0.22pct）。小麦供给量预计增加，库存水平预计同步提升。

● 大豆：全球产量环比调减，美豆期末库存环比持平

12月报告预期2021/2022年全球大豆期初库存1.00亿吨（同比+4.48%），产量3.82亿吨（同比+4.25%），消费量3.77亿吨（同比+3.85%），期末库存1.02亿吨（同比+2.19%）。库存消费比27.05%（同比-0.40pct）。预计2021/2022年美国大豆期末库存925万吨（同比+32.71%），较11月预测值持平。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：全球需求略有下调，期初期末库存环比调减

12月报告预计2021/2022年全球稻谷期初库存1.87亿吨（同比+2.84%），产量5.12亿吨（同比+0.71%），消费量5.11亿吨（同比+1.77%），期末库存1.88亿吨（同比-0.07%）。库存消费比36.56%（同比-0.67pct）。预计2021/2022年中国库存消费比72.95%（同比-4.42pct），国内稻米供应水平略有下调，需求格局稳定。

● **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、 12月报告下调 2021/2022 大豆、水稻产量，调高小麦、玉米产量及期初期末库存	3
2、 玉米：全球产量、期初期末库存均有上调	3
3、 大豆：全球产量环比调减，美豆期末库存环比持平	5
4、 小麦：全球产量及期初期末库存水平调增	7
5、 稻谷：全球产量略有下修，期初期末库存环比调减	9
6、 风险提示	10

图表目录

图 1： 2021/2022 年乌克兰玉米产量预计达 4000 万吨	3
图 2： 2021/2022 年度欧盟玉米产量将达到 7040 万吨	3
图 3： 11.10-12.10CBOT 玉米收盘价上涨 3.9%	4
图 4： 11.11-12.10 国内玉米期货收盘价下跌 0.8%	4
图 5： 2021/2022 年全球玉米期末库存 11 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： 11.11-12.10CBOT 大豆收盘价上升 4.06%	5
图 8： 11.11-12.10 国内豆一、豆二收盘价分别变动-9.2%与 5.3%	5
图 9： 12 月预测调低 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 2020/2021 年估计值下降	6
图 11： 西澳大利亚小麦产量潜力高于平均水平	7
图 12： 西澳大利亚小麦产量潜力高于平均水平	7
图 13： 11.11-12.10CBOT 小麦价格下跌 2.4%	7
图 14： 11.11-12.10 国内小麦价格下跌 2.3%	7
图 15： 2021/2022 年全球小麦期末库存较前预测值上升 0.9%	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： 11.11-12.10CBOT 稻谷收盘价下跌 0.6%	9
图 18： 11.11-12.10 国内粳稻期货收盘价稳定	9
图 19： 2021/2022 年全球稻谷期末库存 12 月预测值下跌 0.6%	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 12 月预测全球玉米期末库存量为 3.06 亿吨	4
表 2： 2021 年 12 月预测中国玉米期末库存量为 2.10 亿吨	5
表 3： 2021 年 12 月预测全球大豆期末库存量为 1.02 亿吨	6
表 4： 2021 年 12 月预测中国大豆期末库存量为 3408 万吨	6
表 5： 2021 年 12 月预测全球小麦期末库存量为 2.78 亿吨	8
表 6： 2021 年 12 月预测中国小麦期末库存量为 1.41 亿吨	8
表 7： 2021 年 12 月预测全球稻谷期末库存为 1.87 亿吨	10
表 8： 2021 年 12 月预测中国稻谷期末库存为 1.13 亿吨	10

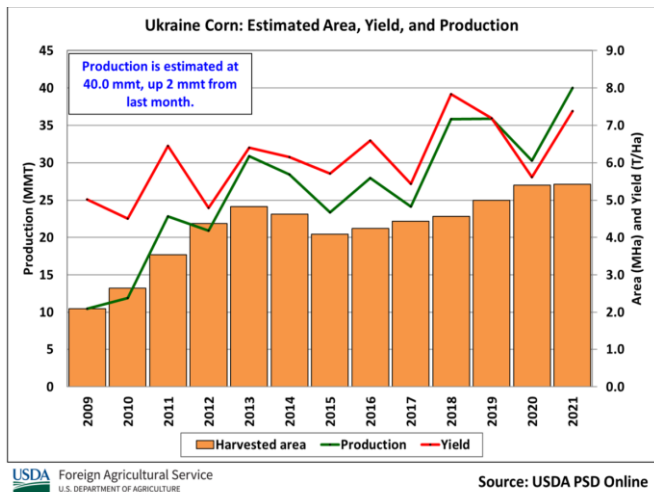
1、12月报告下调2021/2022大豆、水稻产量，调高小麦、玉米产量及期初期末库存

12月11日美国农业部发布12月全球农产品供需预测报告，较11月预测报告，主要调整包括：下调全球大豆、水稻的产量，调高小麦、玉米产量及期初期末库存，大豆期末库存下调幅度较大，驱动上述调整的主要原因包括：（1）欧盟地区玉米的产量有较11月有所上调；（2）中国大豆产量调减导致全球预计产量环比降低，期初期末库存环比下降；（3）澳大利亚地区小麦处于收获季，产量预计将再创新高，全球产量与期初期末同步调增；（4）水稻产量较11月预测值环比下调，期初期末库存亦有所下降。

2、玉米：全球产量、期初期末库存均有上调

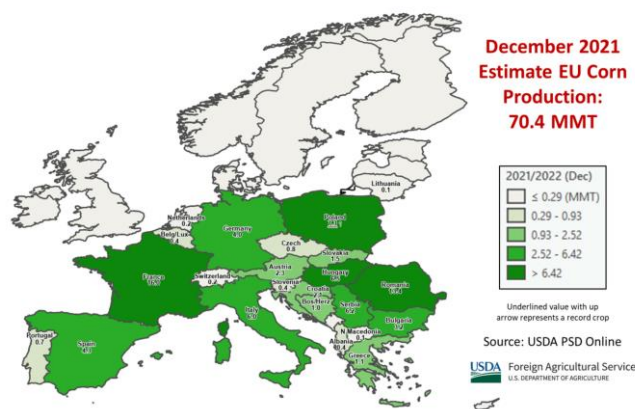
12月报告较11月报告对玉米多项指标上进行上调。**产量方面**，2021/22 欧盟玉米种植面积调增 8.7 万公顷，以乌克兰为代表的 2021/2022 年度欧盟玉米产量进一步调高，抵消了中国玉米产量的预计调减量，全球 2021/2022 年度玉米产量较 11 月预测值调增 411 万吨至 12.09 亿吨。**消费量方面**，2021/2022 年全球玉米饲用消费量总体上调 355 万吨至 7.50 亿吨，国内消费量小幅上调 0.32% 至 11.96 亿吨。**库存方面**，2021/2022 年度中国玉米的期末库存较 11 月预测值有明显下调，调减 44 万吨至 2.10 亿吨，环比降幅-0.21%。

图1：2021/2022年乌克兰玉米产量预计达4000万吨

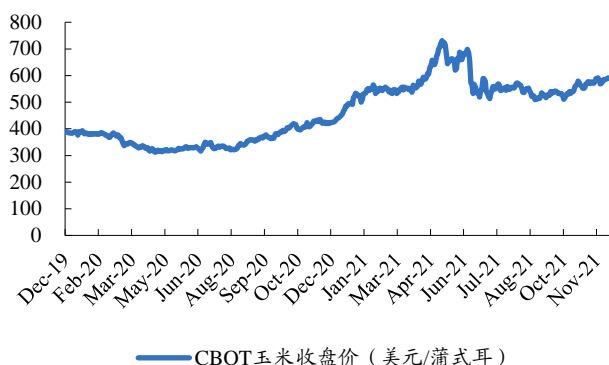


资料来源：USDA

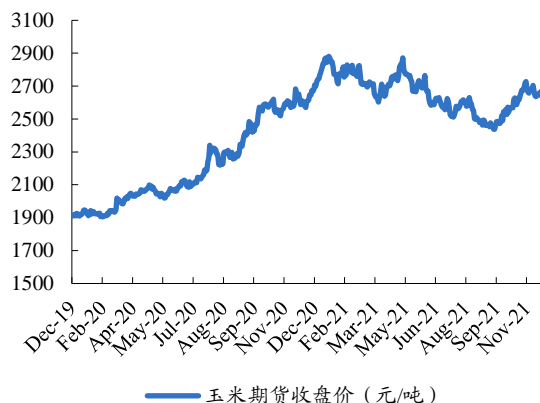
图2：2021/2022年度欧盟玉米产量将达到7040万吨



资料来源：USDA

图3: 11.10-12.10CBOT 玉米收盘价上涨 3.9%


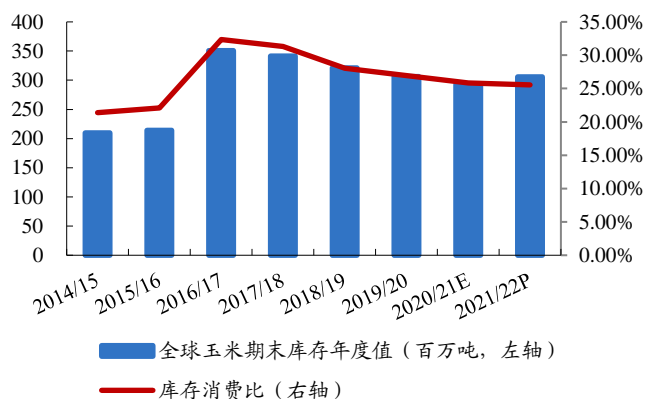
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 11.11-12.10 国内玉米期货收盘价下跌 0.8%


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 11 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 12 月预测全球玉米期末库存量为 3.06 亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (12月估计)	2021/22 (11月预测)	2021/22 (12月预测)	环比 (%)
期初库存	209.73	311.48	351.96	340.97	322.37	306.29	291.87	292.69	0.28%
产量	972.21	1123.41	1080.90	1124.92	1119.71	1122.80	1204.62	1208.73	0.34%
进口	139.23	135.59	149.93	164.42	167.76	186.48	183.42	185.45	1.11%
饲料消费	601.58	656.07	672.36	703.88	715.77	724.61	747.23	750.78	0.48%
消费总额	968.01	1084.14	1090.45	1144.82	1135.79	1133.40	1192.07	1195.88	0.32%
出口	119.74	160.06	148.24	181.71	172.33	177.45	203.47	204.86	0.68%
期末库存	213.93	350.75	341.60	321.07	306.29	292.69	304.42	305.54	0.37%
库存消费比	22.10%	32.35%	31.33%	28.05%	26.97%	25.82%	25.54%	25.55%	0.01%

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12月预测中国玉米期末库存量为2.10亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (12月估计)	2021/22 (11月预测)	2021/22 (12月预测)	环比 (%)
期初库存	100.47	212.02	223.02	222.53	210.18	200.53	205.70	205.70	0.00%
产量	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	273.00	272.55	-0.16%
进口	3.17	2.46	3.46	4.48	7.58	29.51	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	0.00	0.02	0.02	0.00%
期末库存	110.77	223.02	222.53	210.16	200.53	205.70	210.68	210.24	-0.21%
库存消费比	50.93%	87.46%	84.61%	76.70%	72.13%	72.18%	71.66%	71.51%	-0.21%

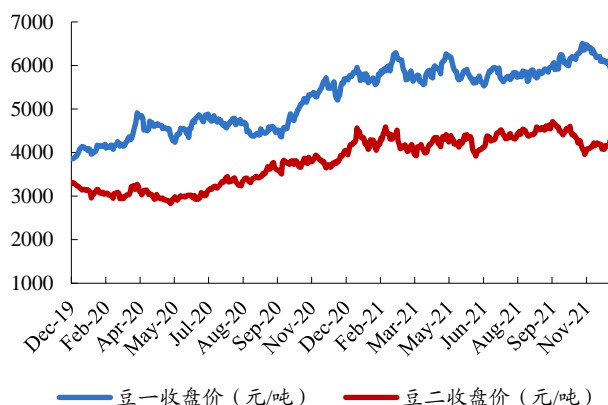
数据来源: USDA、开源证券研究所

3、大豆: 全球产量环比调减, 美豆期末库存环比持平

12月报告对全球2021/2022年度大豆产量及期末库存进行了调减, 其中中国大豆产量调减幅度为13.7%, 12月预测值较11月调减260万吨至1640万吨, 全球产量较11月调减223万吨至3.82亿吨。预计2021/2022年度全球大豆消费量将有所下降, 全球压榨量较11月调减107万吨至3.28亿吨, 由于中国预计大豆压榨量较低, 抵消了俄罗斯和乌克兰葵花籽压榨量的升高, 全球压榨量减少。贸易来看, 12月预计全球大豆出口量环比略有调增, 较11月上调0.15%至1.72亿吨。库存方面, 2021/2022年度全球大豆期末库存预测值有较大幅度下修, 较11月环比调减1.72%至1.02亿吨, 主要系预计产量下降同步拉低期初期末库存。

图7: 11.11-12.10CBOT大豆收盘价上升4.06%

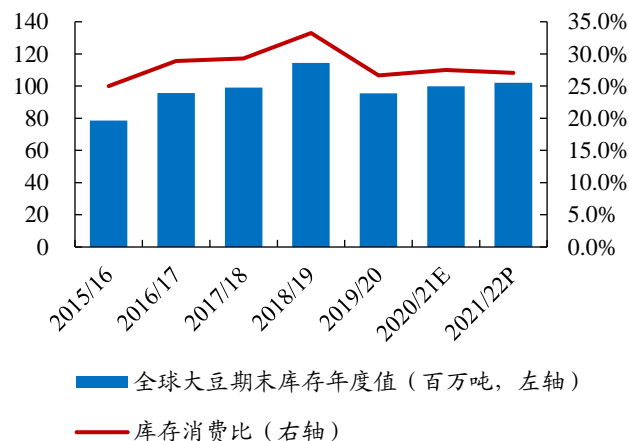

数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 11.11-12.10国内豆一、豆二收盘价分别变动-9.2%与5.3%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 12月预测调低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2020/2021年估计值下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

表3: 2021年12月预测全球大豆期末库存量为1.02亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (12月估计)	2021/22 (11月预测)	2021/22 (12月预测)	环比 (%)
期初库存	77.90	80.41	94.80	100.66	114.09	95.53	100.11	99.81	-0.30%
产量	313.77	349.31	342.09	361.04	339.89	366.23	384.01	381.78	-0.58%
进口	133.33	144.22	153.23	145.88	164.97	165.84	169.78	169.78	0.00%
饲料消费	275.15	287.28	294.61	298.53	312.48	315.77	328.82	327.75	-0.33%
消费总额	313.94	330.78	338.03	344.28	358.40	363.04	378.03	377.03	-0.26%
出口	132.56	147.50	153.08	148.83	165.06	164.75	172.09	172.34	0.15%
期末库存	78.50	95.65	99.02	114.48	95.53	99.81	103.78	102.00	-1.72%
库存消费比	25.00%	28.92%	29.29%	33.25%	26.65%	27.49%	27.45%	27.05%	-0.40%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表4: 2021年12月预测中国大豆期末库存量为3408万吨

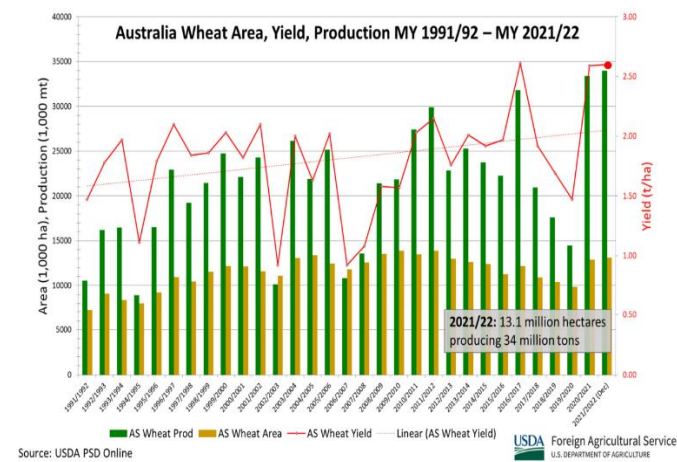
单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (12月估计)	2021/22 (11月预测)	2021/22 (12月预测)	环比 (%)
期初库存	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	26.79	34.49	34.48	-0.03%
产量	11.79	13.64	15.28	15.97	18.09	19.60	19.00	16.40	-13.68%
进口	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	99.76	100.00	100.00	0.00%
饲料消费	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	93.00	98.00	97.00	-1.02%
消费总额	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	111.60	117.70	116.70	-0.85%
出口	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.07	0.10	0.10	0.00%
期末库存	16.91	20.66	23.06	19.46	26.80	34.48	35.69	34.08	-4.51%
库存消费比	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	30.90%	30.32%	29.20%	-1.12%

数据来源: USDA、开源证券研究所

4、小麦：全球产量及期初期末库存水平调增

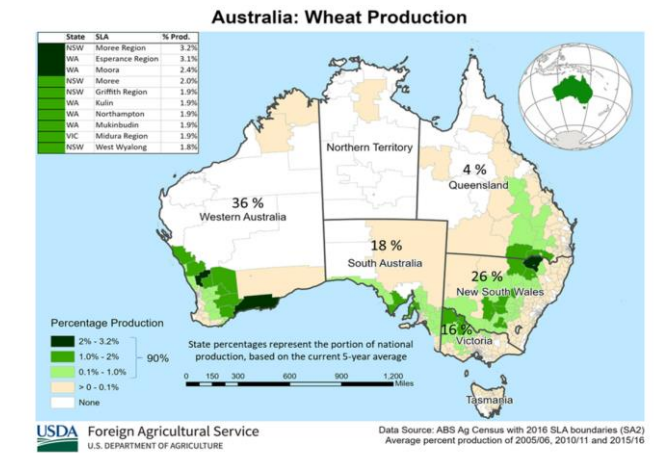
12月报告预计2021/2022年的全球小麦产量及期初期末库存较11月预测值有较上升。产量来看，全球小麦2021/2022年的产量略有上修，较11月预测值调增0.34%，澳大利亚2021/22年度小麦产量将达到创纪录的3400万吨，比11月预测值增加250万吨，环比+8%，较去年增加70万吨，同比+2%，其主要小麦产区在11月开始收获且将持续到明年1月。库存量来看，12月预测的全球小麦期初、期末库存较11月分别环比调增0.59%和0.86%至2.90亿吨和2.78亿吨。消费来看，2021/2022全年饲用小麦消费量上调幅度明显，较11月调增1.29%，上升290万吨至1.61亿吨。

图11：西澳大利亚小麦产量潜力高于平均水平



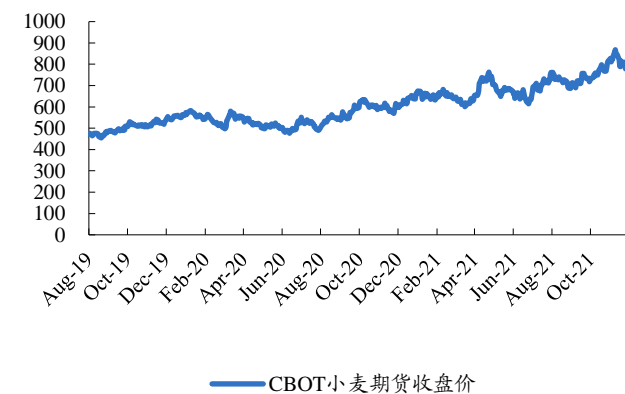
资料来源：USDA

图12：西澳大利亚小麦产量潜力高于平均水平



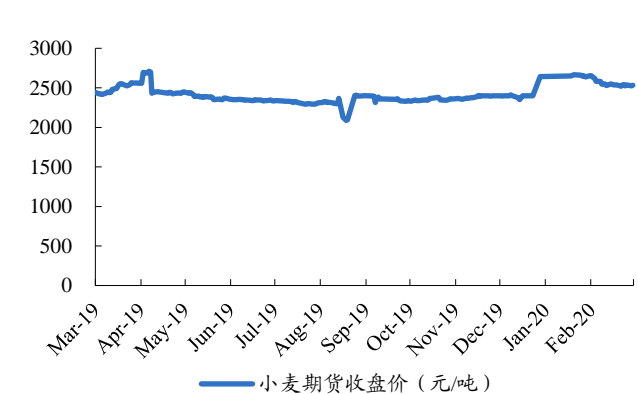
资料来源：USDA

图13：11.11-12.10CBOT小麦价格下跌2.4%

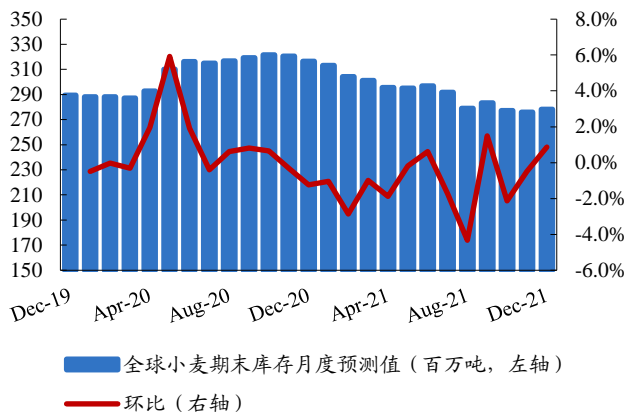


数据来源：Wind、开源证券研究所

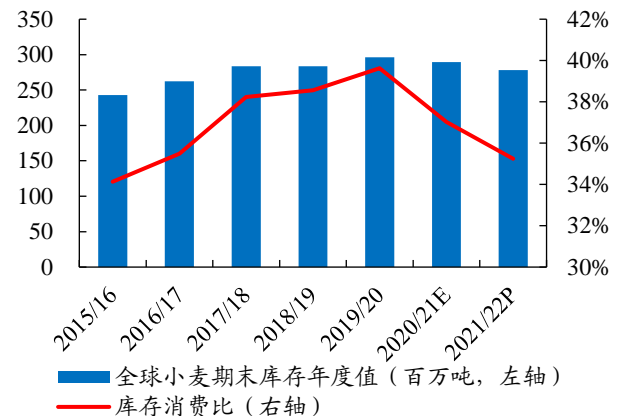
图14：11.11-12.10国内小麦价格下跌2.3%



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 0.9%


数据来源: 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: 开源证券研究所

表5: 2021 年 12 月预测全球小麦期末库存量为 2.78 亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (12月估计)	2021/22 (11月预测)	2021/22 (12月预测)	环比 (%)
期初库存	218.69	245.00	262.79	287.18	280.69	295.98	287.95	289.64	0.59%
产量	735.21	756.40	762.88	731.00	762.2	775.9	775.28	777.89	0.34%
进口	170.19	179.17	181.04	171.27	188.17	194.18	201.05	202.96	0.95%
饲料消费	136.55	147.04	146.63	139.25	139.2	157.7	158.56	160.6	1.29%
消费总额	711.16	739.09	741.98	734.81	746.93	782.21	787.42	789.35	0.25%
出口	172.84	183.36	182.47	173.67	194.35	201.8	203.16	205.47	1.14%
期末库存	242.74	262.31	283.69	283.37	295.98	289.64	275.8	278.18	0.86%
库存消费比	34.13%	35.49%	38.23%	38.56%	39.63%	37.03%	35.03%	35.24%	0.22%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表6: 2021 年 12 月预测中国小麦期末库存量为 1.41 亿吨

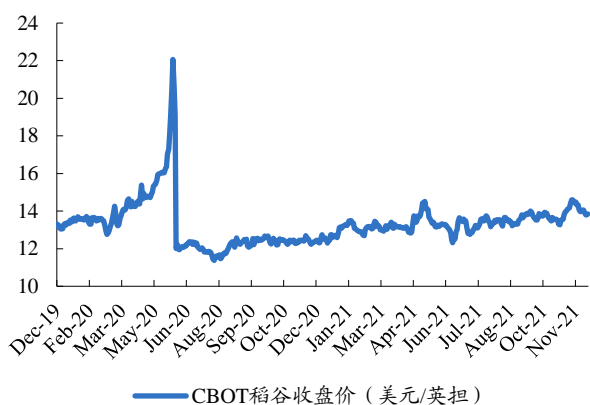
单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (12月估计)	2021/22 (11月预测)	2021/22 (12月预测)	环比 (%)
期初库存	76.11	97.00	114.93	131.20	138.09	150.02	144.12	144.12	0.00%
产量	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.90	136.95	0.04%
进口	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.62	10.00	10.00	0.00%
饲料消费	10.50	17.00	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	148.50	-0.34%
出口	0.73	0.75	1.00	1.01	1.05	0.76	1.00	0.90	-10.00%
期末库存	97.04	114.93	131.20	139.77	150.02	144.12	141.02	141.17	0.11%
库存消费比	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	119.06%	96.08%	94.64%	95.06%	0.42%

数据来源: USDA、开源证券研究所

5、稻谷：全球产量略有下修，期初期末库存环比调减

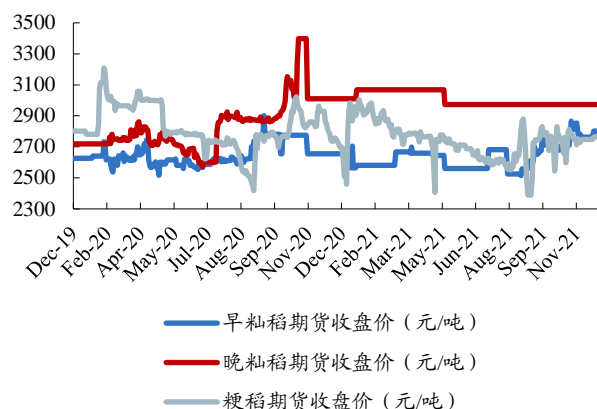
总供应来看，12月报告预计2021/2022年度全球稻米产量略有减少，较11月预测值下调94万吨至5.11亿吨。库存来看，2021/2022年全球库存水平相比11月预测值亦有下调，其中期末库存降幅较大，环比下调0.61%至1.87亿吨。消费来看，2021/2022年度全球稻米消费量较11月调略有下调，减少36万吨至5.11亿吨。贸易来看，2021/2022年度全球贸易进口量继续调增，进口量较11月上升0.95%，调增45万吨至4781万吨。

图17: 11.11-12.10CBOT 稻谷收盘价下跌0.6%



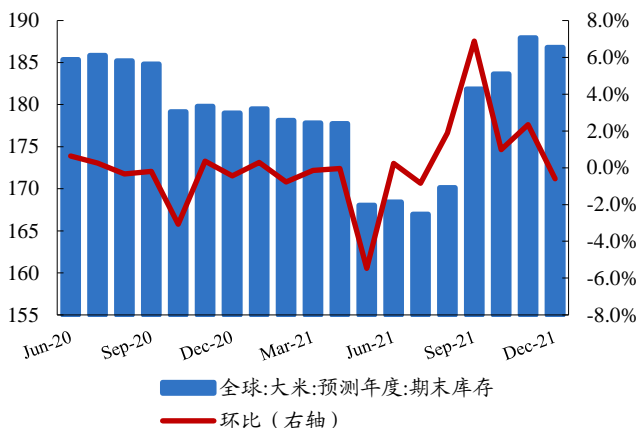
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 11.11-12.10 国内粳稻期货收盘价稳定



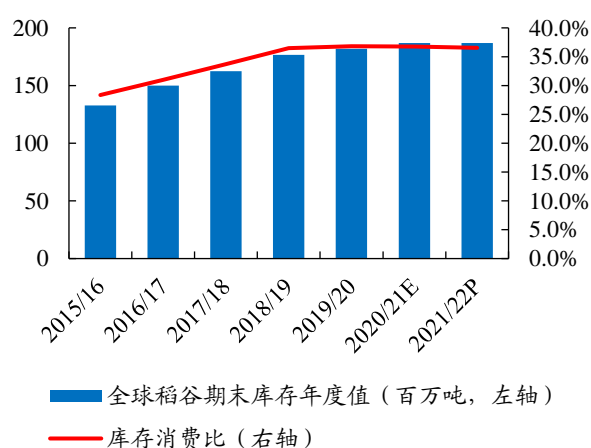
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2021/2022 年全球稻谷期末库存 12 月预测值下跌 0.6%



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12月预测全球稻谷期末库存为1.87亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (12月估计)	2021/22 (11月预测)	2021/22 (12月预测)	环比 (%)
期初库存	127.89	142.64	149.89	163.74	498.84	181.77	187.49	186.93	-0.30%
产量	472.94	490.95	494.92	497.34	498.91	507.20	511.72	510.78	-0.18%
进口	38.33	41.08	46.98	43.97	42.33	46.60	47.36	47.81	0.95%
消费总额	468.09	483.69	482.28	484.59	493.71	502.04	511.27	510.91	-0.07%
出口	40.34	47.25	47.25	43.90	43.41	49.84	49.66	49.74	0.16%
期末库存	132.74	149.89	162.53	176.49	181.77	186.93	187.94	186.80	-0.61%
库存消费比	28.36%	30.99%	33.70%	36.42%	36.82%	37.23%	36.76%	36.56%	-0.20%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表8: 2021年12月预测中国稻谷期末库存为1.13亿吨

单位: 百万吨	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21 (12月估计)	2021/22 (11月预测)	2021/22 (12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	148.99	-0.01%
进口	4.80	5.30	5.50	3.20	2.60	4.50	4.50	4.50	0.00%
消费总额	140.80	141.76	142.51	142.92	145.23	150.58	154.90	154.90	0.00%
出口	0.27	0.81	1.36	2.77	2.60	2.22	2.10	2.10	0.00%
期末库存	78.50	98.50	109.00	115.00	116.50	116.50	113.00	113.00	0.00%
库存消费比	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.22%	77.37%	72.95%	72.95%	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