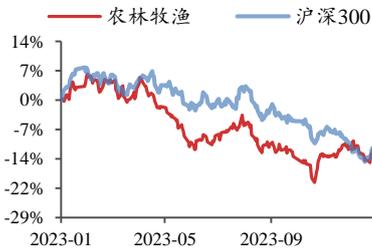


农林牧渔

2023年12月31日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《年末集中出栏难尽或致供给后移，猪价低迷延续养殖户资金持续承压——行业周报》-2023.12.24

《白鸡价格震荡磨底拐点渐至，重视板块低位布局机会——行业点评报告》-2023.12.17

《2024H1猪肉供给或同比+3%，重视生猪板块回调后的布局良机——行业周报》-2023.12.17

年后猪价或加速下行，重视生猪板块前瞻布局机会

——行业周报

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

王高展（联系人）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790123060055

● 周观察：年后猪价或加速下行，重视生猪板块前瞻布局机会

猪价回落标肥价差持续收窄，年后猪价趋势下行或加速能繁去化。据涌益咨询，截至2023年12月29日，全国生猪售价回落至14.16元/公斤，较上周同期环比-0.33元/公斤。本周150kg肥猪较120kg标猪溢价收窄至0.18元/公斤，标肥价差收窄强化猪价回落趋势。展望春节后，消费淡季生猪需求断崖式回落，同时行业面临出栏过剩及2023Q4供给后移、冻品库存高企、养殖户资金紧张、非瘟高发等多重压力，猪价或进一步下跌加速能繁去化。当前时点，为应对猪价下行可能提前到来，我们建议生猪板块要有先手仓位，进行前瞻布局。

长期亏损叠加前期大肆扩张产能，预计2024H1猪企资金紧张加剧而强化本轮行情级别。我们以A股18家头部上市猪企为样本，从猪企资金压力角度研判本轮行情级别，预计2024H1受低猪价及疫病影响，18家猪企合计经营性净现金流将转负。此外，受非瘟前期大肆举债扩张产能及2023年以来持续亏损影响，生猪板块资产负债率高企，依靠融资及经营性现金流入勉强与投资现金流打平，2019年以来所积累的净现金流至2024H1或逐步消耗殆尽，猪企资金紧张加剧，我们判断本轮生猪板块并非短期炒作，而是大级别行情，建议充分重视生猪板块投资机会。

● 周观点：能繁长期去化大势未变，看好白鸡价格年末景气抬升

能繁长期去化大势未变，优质猪企再迎配置良机。推荐：华统股份、巨星农牧、温氏股份、牧原股份；相关受益标的：新希望、新五丰等。

需求旺季供给收缩在即，供需双驱看好白鸡景气抬升。推荐圣农发展、禾丰股份。相关受益标的：益生股份等。

非瘟疫苗上市后有望重塑猪用疫苗市场。具有研发、生产优势的企业有望充分受益，重点推荐生物股份、普莱柯、科前生物、中牧股份等

转基因审定号落地，商业化大幕拉开。关注具备转基因技术储备优势的大北农、隆平高科；国内玉米育种龙头企业登海种业。

● 本周市场表现（12.25-12.29）：农业跑赢大盘0.8个百分点

本周上证指数上涨2.06%，农业指数上涨2.86%，跑赢大盘0.8个百分点。子板块来看，饲料板块领涨。个股来看，播恩集团（+12.42%）、科前生物（+10.94%）、蔚蓝生物（+10.93%）领涨。

● 本周价格跟踪（12.25-12.29）：本周黄羽鸡、玉米、豆粕价格环比上涨

生猪养殖：12月29日全国外三元生猪均价为14.17元/kg，较上周下跌0.21元/kg；仔猪均价为20.75元/kg，较上周下跌0.38元/kg；白条肉均价19.15元/kg，较上周下跌0.81元/kg。12月29日猪料比价为3.81:1。自繁自养头均利润-221.34元/头，环比-14.97元/头；外购仔猪头均利润-206.16元/头，环比-36.47元/头。

白羽肉鸡：本周鸡苗均价1.26元/羽，环比持平；毛鸡均价7.67元/公斤，环比+5.94%；毛鸡养殖利润-2.80元/羽，环比+0.35元/羽。

● 风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷；冬季动物疫病不确定性等。

目录

1、周观察：年后猪价或加速下行，重视生猪板块前瞻布局机会	3
2、周观点：能繁长期去化大势未变优质猪企迎配置良机，看好白鸡价格年末景气抬升	5
3、本周市场表现（12.25-12.29）：农业跑赢大盘 0.8 个百分点	5
4、本周重点新闻（12.25-12.29）：预计 2023 年养殖业饲料消耗量 4.76 亿吨，饲用豆粕占比下降 1.5 个百分点。	7
5、本周价格跟踪（12.25-12.29）：本周黄羽鸡、玉米、豆粕价格环比上涨	7
6、主要肉类进口量	10
7、饲料产量	11
8、风险提示	11

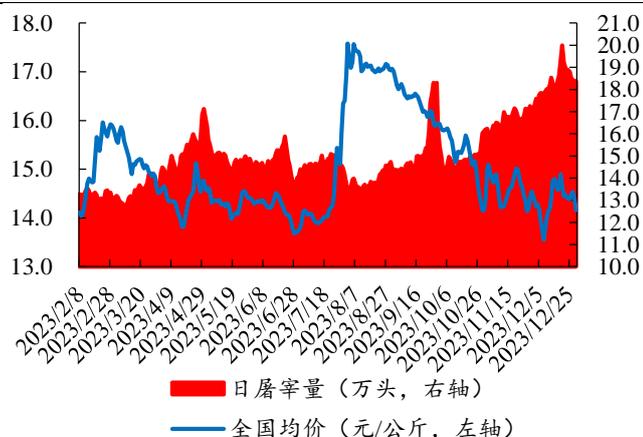
图表目录

图 1：本周猪价及屠宰量均有所下行	3
图 2：肥猪溢价持续收窄强化猪价回落趋势（元/公斤）	3
图 3：春节后尤其是 3 月后，猪价趋势下行（元/公斤）	3
图 4：涌益样本春节后生猪屠宰量断崖式回落（万头）	3
图 5：本周毛白价差回升至 4.59 元/公斤，主要系终端需求驱动（元/公斤）	4
图 6：本周冻品库容率小幅下行，但仍处高位	4
图 7：下游承接尚可，猪肉鲜销率保持上行	4
图 8：长期亏损叠加前期大肆扩张产能，2024H1 猪企资金紧张或加剧（元/公斤）	4
图 9：农业板块本周上涨 2.86%（表内单位：%）	6
图 10：本周农业指数跑赢大盘 0.8 个百分点	6
图 11：本周农业子板块饲料板块领涨（%）	6
图 12：本周外三元生猪价格环比下跌（元/公斤）	8
图 13：本周生猪自繁自养利润环比下跌（元/头）	8
图 14：本周鸡苗均价环比持平	8
图 15：本周毛鸡主产区均价环比上涨	8
图 16：本周中速鸡价格环比上涨	9
图 18：12 月 29 日鲈鱼价格环比下跌	9
图 19：12 月 28 日对虾价格环比上涨	9
图 20：本周玉米期货结算价环比上涨	10
图 21：本周豆粕期货结算价环比上涨	10
图 22：本周 NYBOT11 号糖环比下跌（美分/磅）	10
图 23：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）	10
图 24：2023 年 11 月猪肉进口量 9.0 万吨	11
图 25：2023 年 11 月鸡肉进口量 3.9 万吨	11
图 26：2023 年 11 月全国工业饲料总产量为 2665 万吨	11
表 1：农业个股涨跌幅排名：播恩集团、科前生物、蔚蓝生物领涨	6
表 2：本周黄羽鸡、玉米、豆粕价格环比上涨	7

1、周观察：年后猪价或加速下行，重视生猪板块前瞻布局机会

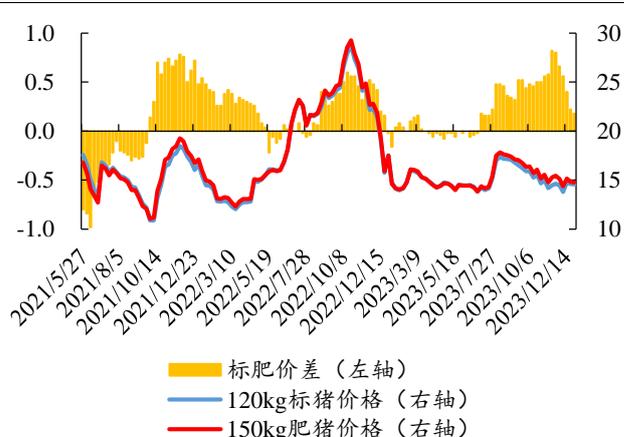
猪价回落标肥价差持续收窄，年后猪价趋势下行或加速能繁去化。据涌益咨询，截至2023年12月29日，全国生猪销售均价回落至14.16元/公斤，较上周同期环比-0.33元/公斤。本周150kg肥猪较120kg标猪溢价收窄至0.18元/公斤，回顾猪价与标肥价差关系，标肥价差收窄强化猪价回落趋势。展望春节后，消费淡季生猪需求断崖式回落，同时行业面临出栏过剩及2023Q4供给后移、冻品库存高企、养户资金紧张、非瘟高发等多重压力，猪价或进一步下跌加速能繁去化。当前时点，为应对猪价下行可能提前到来，我们建议生猪板块要有先手仓位，进行前瞻布局。

图1：本周猪价及屠宰量均有所下行



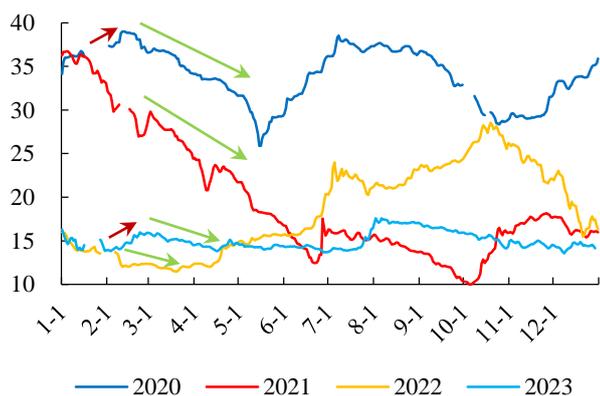
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图2：肥猪溢价持续收窄强化猪价回落趋势（元/公斤）



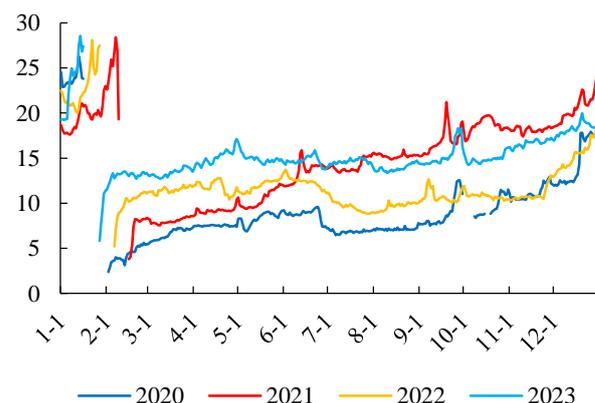
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图3：春节后尤其是3月后，猪价趋势下行（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

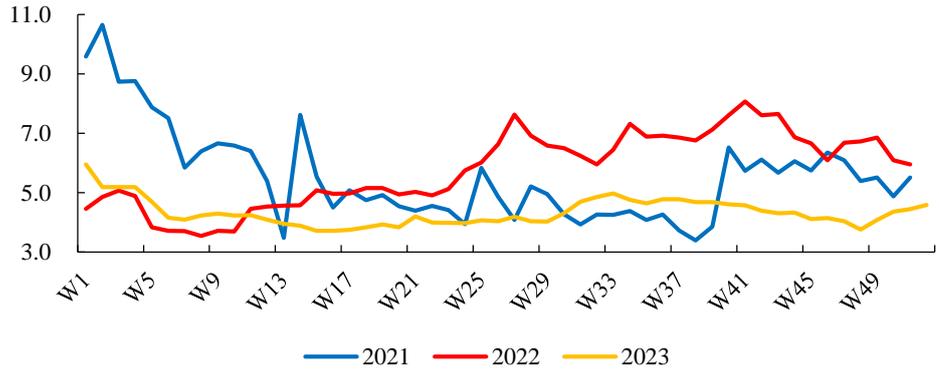
图4：涌益样本春节后生猪屠宰量断崖式回落（万头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

年末终端需求回暖驱动毛白价差回升，冻品库存仍处相对高位。本周毛白价差回升至4.59元/公斤，猪价下行阶段毛白价差上行主要系下游需求承接尚可，白条肉价格跌幅小于生猪价格跌幅。本周全国冻品库容率下降至20.2%，鲜销率提升至92.4%，冻品库容率虽有小幅下降，但仍处相对高位，后续冻品出货压力仍较大。

图5：本周毛白价差回升至 4.59 元/公斤，主要系终端需求驱动（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图6：本周冻品库容率小幅下行，但仍处高位



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

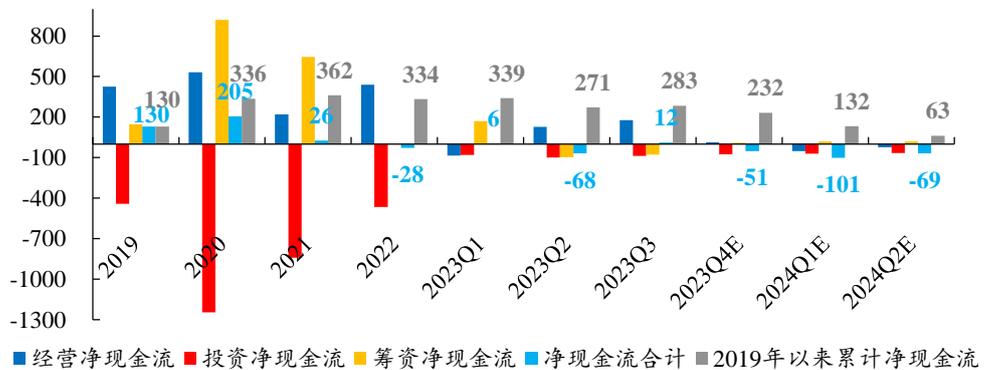
图7：下游承接尚可，猪肉鲜销率保持上行



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

长期亏损叠加前期大肆扩张产能，预计 2024H1 猪企资金紧张加剧进而强化本轮行情级别。我们以 A 股 18 家头部上市猪企为样本，从猪企资金压力角度研判本轮行情级别，预计 2024H1 受低猪价及疫病影响，18 家猪企合计经营性净现金流将转负。此外，受非瘟前期大肆举债扩张产能及 2023 年以来持续亏损影响，生猪板块资产负债率高企，依靠融资及经营性现金流入勉强与投资现金流出打平，2019 年以来所积累的净现金流至 2024H1 或逐步消耗殆尽，猪企资金紧张加剧，我们判断本轮生猪板块并非短期炒作，而是大级别行情，建议充分重视生猪板块投资机会。

图8：长期亏损叠加前期大肆扩张产能，2024H1 猪企资金紧张或加剧（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

注：以 A 股 18 家头部上市猪企为样本进行测算

2、周观点：能繁长期去化大势未变优质猪企迎配置良机，看好白鸡价格年末景气抬升

能繁长期去化大势未变，优质猪企再迎配置良机。展望 2023Q4，生猪供需双旺，预计猪价上行下跌空间均有限，短期或在行业成本线附近窄幅运行。长期看，能繁存栏高位难降叠加母猪生产性能恢复，能繁去化是大势所趋。当前时点生猪板块处相对低位，配置胜率高，推荐配置。受益优先级为：成长性>规模性>投机性。重点推荐：华统股份、巨星农牧、温氏股份、牧原股份；相关受益标的：新希望、新五丰等。

需求旺季供给收缩在即，供需双驱看好白鸡景气抬升。供给端，2022 年 5 月以来祖代海外引种缺口年末传导将至，商品代肉鸡供给收缩在即，海外疫情再度抬头对我国祖代白羽鸡海外引种及全球鸡肉供给产生持续扰动；需求端，Q4 步入消费旺季强化白羽肉鸡周期上行确定性。我们认为本轮白羽肉鸡价格周期上行已具备供需双驱先决条件，当前板块优质标的均处相对低位，配置价值显现。重点推荐一体化龙头圣农发展、养殖屠宰龙头禾丰股份。相关受益标的：种鸡龙头益生股份等。

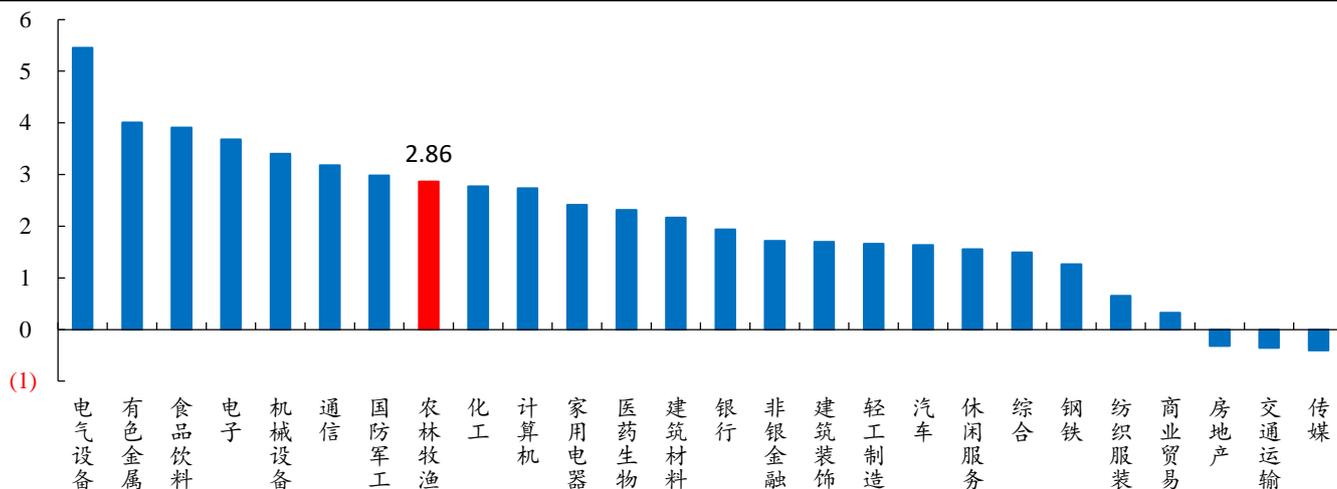
非瘟疫苗上市后有望重塑猪用疫苗市场。猪价大幅波动对动保企业短期业绩稳定性及成长性产生扰动。但从 2022-2023 年冬季情况来看，PED、蓝耳及非瘟疫情仍呈现年内高发态势；此外，多款非瘟疫苗当前已处于预上报应急审批材料及预开展临床试验节点。非瘟疫苗商业化落地后，将显著拓宽国内猪用疫苗市场规模。部分研发、生产优势企业将在后期受益。重点推荐：生物股份、普莱柯、科前生物、中牧股份等。

转基因审定号落地，商业化大幕拉开。2023/10/17，农业农村部公示第五届国家农作物品种审定委员会初审通过的 37 个转基因玉米品种和 14 个转基因大豆品种。30 天公示期结束后，这些转基因作物品种预计将正式下发审定号、并启动销售制种等商业化流程。种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，关注具备转基因技术优势的大北农；国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业；基本面边际改善的隆平高科；相关受益标的荃银高科、先正达（拟上市）。

3、本周市场表现（12.25-12.29）：农业跑赢大盘 0.8 个百分点

本周上证指数上涨 2.06%，农业指数上涨 2.86%，跑赢大盘 0.8 个百分点。子板块来看，饲料板块领涨。个股来看，播恩集团（+12.42%）、科前生物（+10.94%）、蔚蓝生物（+10.93%）领涨。

图9：农业板块本周上涨 2.86%（表内单位：%）



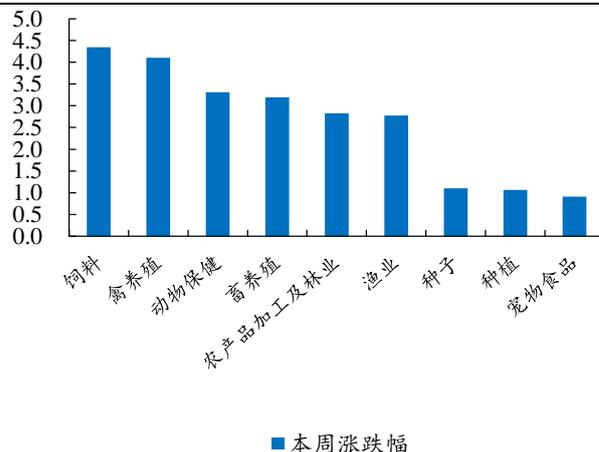
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：本周农业指数跑赢大盘 0.8 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：本周农业子板块饲料板块领涨 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：农业个股涨跌幅排名：播恩集团、科前生物、蔚蓝生物领涨

代码	前 15 名 简称	涨跌幅	代码	后 15 名 简称	涨跌幅
001366.SZ	播恩集团	12.42%	301498.SZ	乖宝宠物	0.43%
688526.SH	科前生物	10.94%	600097.SH	开创国际	0.38%
603739.SH	蔚蓝生物	10.93%	000713.SZ	丰乐种业	0.26%
300268.SZ	*ST 佳沃	7.71%	300511.SZ	雪榕生物	0.19%
300761.SZ	立华股份	7.10%	688098.SH	申联生物	0.13%
002311.SZ	海大集团	7.06%	603668.SH	天马科技	0.11%
605296.SH	神农集团	6.52%	000639.SZ	西王食品	-0.23%
300175.SZ	朗源股份	5.82%	600127.SH	金健米业	-0.27%
603477.SH	巨星农牧	5.58%	000972.SZ	中基健康	-0.28%
002567.SZ	唐人神	5.34%	600965.SH	福成股份	-0.32%
002458.SZ	益生股份	5.08%	000735.SZ	罗牛山	-0.35%
300498.SZ	温氏股份	4.92%	001313.SZ	粤海饲料	-0.69%
605567.SH	春雪食品	4.91%	001201.SZ	东瑞股份	-2.43%
300106.SZ	西部牧业	4.13%	603363.SH	傲农生物	-4.41%
300094.SZ	国联水产	3.98%	600975.SH	新五丰	-9.91%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2023 年 12 月 29 日

4、本周重点新闻（12.25-12.29）：预计 2023 年养殖业饲料消耗量 4.76 亿吨，饲用豆粕占比下降 1.5 个百分点。

预计 2023 年养殖业饲料消耗量 4.76 亿吨，饲用豆粕占比下降 1.5 个百分点。农业农村部深入实施饲用豆粕减量替代行动，饲料粮在饲料中占比持续降低，2023 年前 11 个月，全国工业饲料总产量 28690 万吨，同比增长 4.0%，但饲料企业豆粕消耗量比 2022 年同期减少 444 万吨，同比下降 11%。预计 2023 全年养殖业饲料消耗量 4.76 亿吨，在豆粕价格低于 2022 年的情况下，饲用豆粕占比下降 1.5 个百分点，大豆饲用需求减少 910 万吨。

我国首批转基因玉米、大豆农作物种子生产经营许可证批准发放。中华人民共和国农业农村部公告第 739 号，根据《中华人民共和国种子法》、《农业转基因生物安全管理条例》和《农作物种子生产经营许可管理办法》等有关规定，批准发放北京联创种业公司等 85 家企业农作物种子生产经营许可证。

外来入侵物种防控取得积极进展。2023 年，农业农村部认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持遏增量与清存量相结合，强化源头预防、综合治理、联防联控、群防群治，扎实推进外来入侵物种防控取得积极进展，有序实施外来入侵物种普查，深入开展重大危害物种治理。下一步，农业农村部将会同海关、自然资源、林草等相关部门高质量完成外来入侵物种普查收官，加强普查成果总结凝练和挖掘应用，常态化推进外来入侵物种调查监测和防控治理。

5、本周价格跟踪（12.25-12.29）：本周黄羽鸡、玉米、豆粕价格环比上涨

表2：本周黄羽鸡、玉米、豆粕价格环比上涨

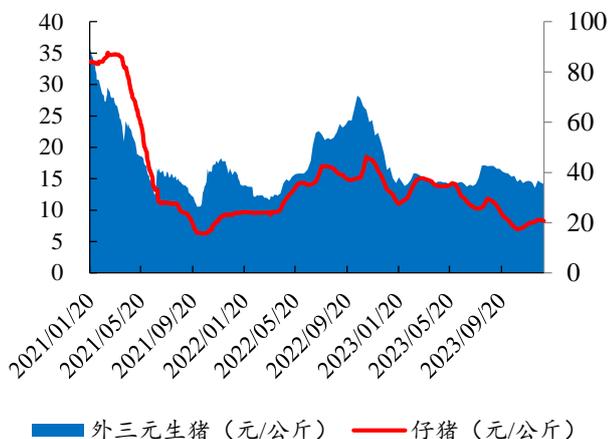
分类	项目	本周价格	周环比	上周价格	周环比	上两周价格	周环比
生猪	生猪价格（元/公斤）	14.17	-1.46%	14.38	-2.31%	14.72	8.55%
	仔猪价格（元/公斤）	20.75	-1.80%	21.13	-0.24%	21.18	3.93%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	-221.34	-7.25%	-206.37	24.82%	-274.50	0.78%
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	-206.16	-21.49%	-169.69	15.88%	-201.73	-11.92%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	1.26	持平	1.26	-32.62%	1.87	-1.06%
	毛鸡价格（元/公斤）	7.67	5.94%	7.24	-0.96%	7.31	0.97%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	-2.80	11.11%	-3.15	-8.62%	-2.90	9.66%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	-1.44	持平	-1.44	-73.49%	-0.83	-2.47%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	13.15	19.00%	11.05	持平	11.05	-12.30%
水产品	草鱼价格（元/公斤）	15.41	0.33%	15.36	0.20%	15.33	-1.67%
	鲈鱼价格（元/公斤）	20.50	-2.38%	21.00	持平	21.00	2.44%
	对虾价格（元/公斤）	45.00	4.05%	43.25	4.22%	41.50	1.53%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2423.00	0.50%	2411.00	-1.59%	2450.00	-1.61%
	豆粕期货价格（元/吨）	3343.00	0.33%	3332.00	-2.69%	3424.00	-13.56%
	ICE11 号糖期货价格（美分/磅）	20.49	-0.39%	20.57	-3.74%	21.37	-5.27%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	6307.00	1.81%	6195.00	-0.71%	6239.00	-0.68%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：草鱼价格数据更新滞后一周；红色数字表示环比上涨，绿色数字表示环比下跌，黑色数字表示无变动。

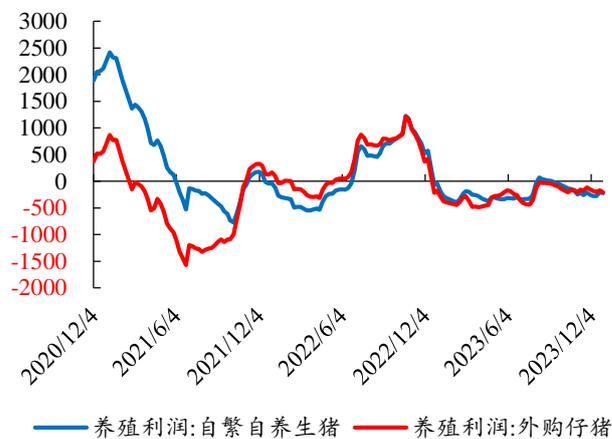
生猪养殖：12月29日全国外三元生猪均价为14.17元/kg，较上周下跌0.21元/kg；仔猪均价为20.75元/kg，较上周下跌0.38元/kg；白条肉均价19.15元/kg，较上周下跌0.81元/kg。12月29日猪料比价为3.81:1。自繁自养头均利润-221.34元/头，环比-14.97元/头；外购仔猪头均利润-206.16元/头，环比-36.47元/头。

图12：本周外三元生猪价格环比下跌（元/公斤）



数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

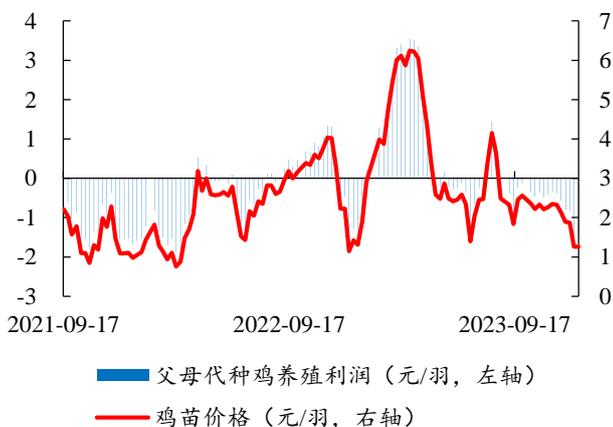
图13：本周生猪自繁自养利润环比下跌（元/头）



数据来源：Wind、开源证券研究所

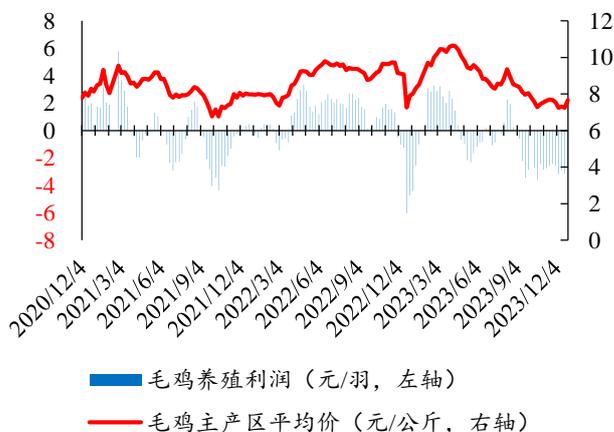
白羽肉鸡：据Wind数据，本周鸡苗均价1.26元/羽，环比持平；毛鸡均价7.67元/公斤，环比+5.94%；毛鸡养殖利润-2.80元/羽，环比+0.35元/羽。

图14：本周鸡苗均价环比持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：本周毛鸡主产区均价环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡：据新牧网，12月29日中速鸡均价13.15元/公斤，环比+2.10元/公斤。

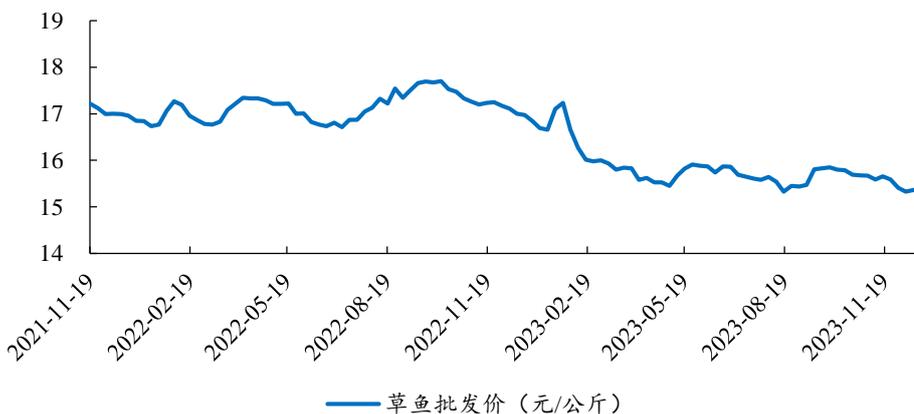
图16: 本周中速鸡价格环比上涨



数据来源: 新牧网、开源证券研究所

水产品: 上周草鱼价格 15.41 元/公斤, 环比+0.33%; 据海大农牧数据, 12月29日鲈鱼价格 20.50 元/公斤, 环比-2.38%; 12月28日对虾价格 45.00 元/公斤, 环比+4.05%。

图17: 12.15-12.22 草鱼价格环比上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

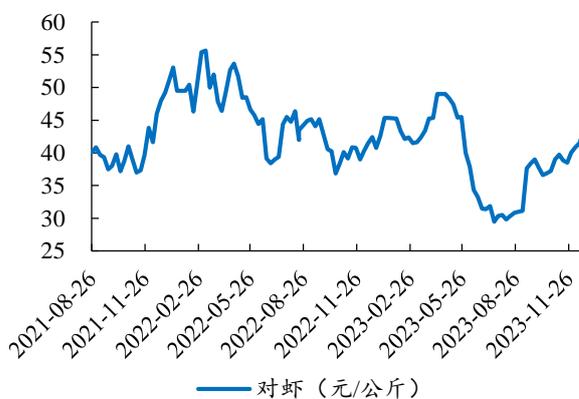
注: 草鱼价格滞后一周

图18: 12月29日鲈鱼价格环比下跌



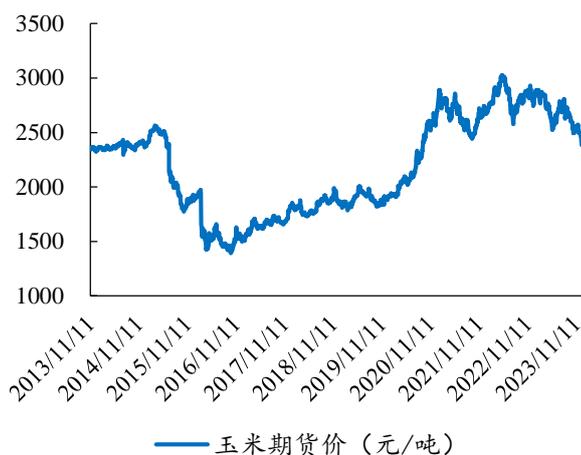
数据来源: 海大农牧、开源证券研究所

图19: 12月28日对虾价格环比上涨

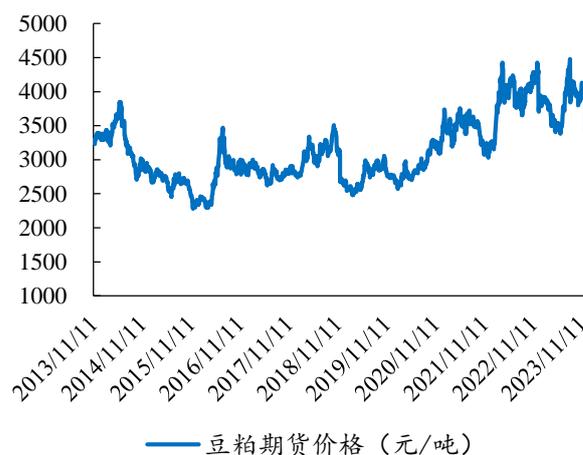


数据来源: 海大农牧、开源证券研究所

大宗农产品: 本周大商所玉米期货结算价为 2423.00 元/吨, 周环比+0.50%; 豆粕期货活跃合约结算价为 3343.00 元/吨, 周环比+0.33%。

图20：本周玉米期货结算价环比上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：本周豆粕期货结算价环比上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

糖： NYBOT11 号糖日收盘价 20.49 美分/磅，周环比-0.39%。国内糖价，郑商所白砂糖期货 12 月 29 日收盘价 6307.00 元/吨，周环比+1.81%。

图22：本周 NYBOT11 号糖环比下跌（美分/磅）


数据来源：Wind、开源证券研究所

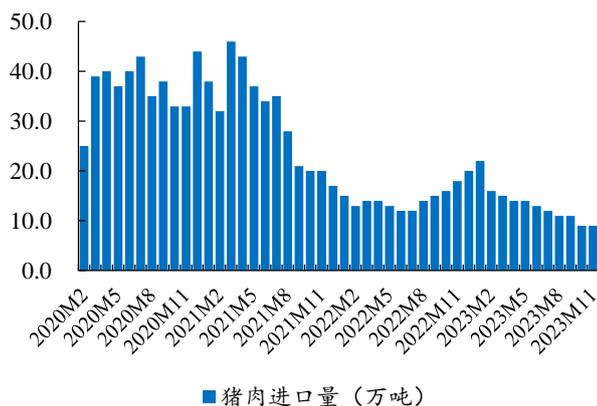
图23：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

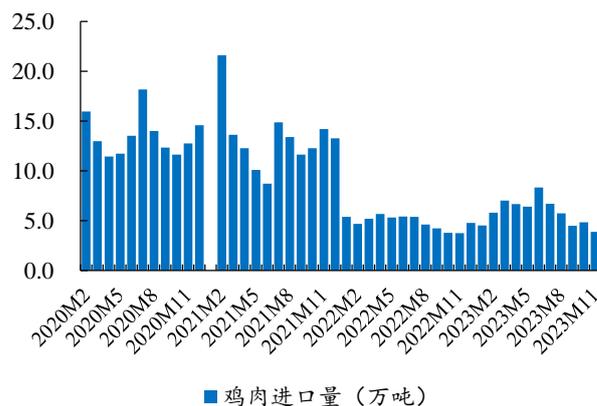
6、主要肉类进口量

猪肉进口： 据海关总署数据，2023 年 11 月猪肉进口 9.0 万吨，同比下降 48.1%。

禽肉进口： 据海关总署数据，2023 年 11 月鸡肉进口 3.9 万吨，同比上升 3.6%。

图24：2023年11月猪肉进口量9.0万吨


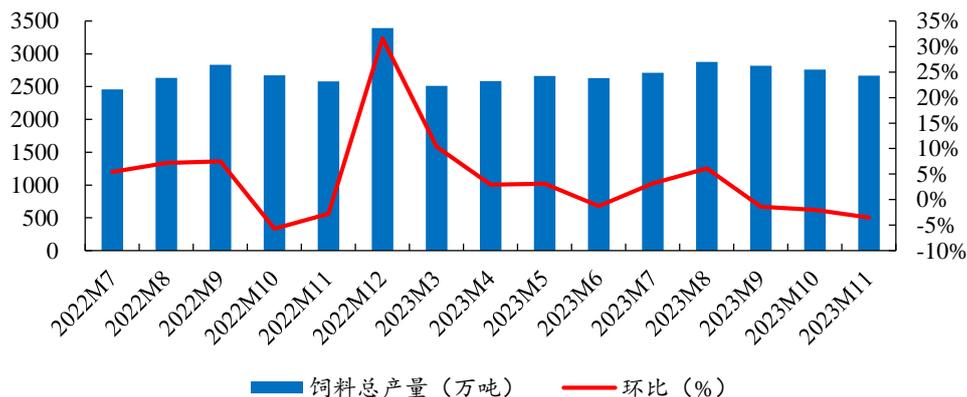
数据来源：海关总署、开源证券研究所

图25：2023年11月鸡肉进口量3.9万吨


数据来源：海关总署、开源证券研究所

7、饲料产量

据中国饲料工业协会，2023年11月全国工业饲料产量2665万吨，环比-3.50%。

图26：2023年11月全国工业饲料总产量为2665万吨


数据来源：饲料工业协会、开源证券研究所

8、风险提示

宏观经济下行，消费持续低迷；冬季动物疫病不确定性等。

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R4（中高风险），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，属于商业秘密材料，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9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