

农林牧渔

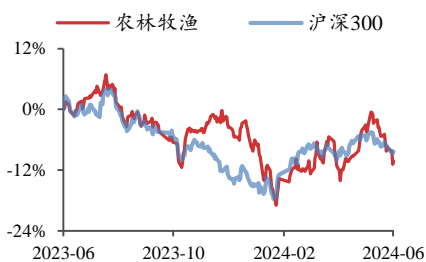
2024年06月14日

投资评级：看好（维持）

USDA 上调 2024/2025 年全球玉米、水稻产量，下调全球小麦产量

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《5月猪价快速抬升，供给偏紧周期反转已至——行业点评报告》-2024.6.12

《经济回暖需求边际向好，猪周期反转主导肉类价格上行——行业周报》-2024.6.10

《2024H2 猪肉供给或低于 2022H2，猪周期反转有强支撑——行业周报》-2024.6.2

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

● 6月报告上调 2024/2025 年全球玉米、水稻产量，下调全球小麦产量

美国农业部发布 6 月全球农产品 2024/2025 年供需预测报告，较 5 月预测报告主要调整包括：上调全球玉米和水稻产量，下调小麦产量。玉米产量上调系乌克兰、赞比亚玉米增产；小麦产量下调系俄罗斯霜冻天气致小麦减产，法国降雨过量加剧小麦种植担忧；水稻产量上调系印度最大水稻生产邦降雨充沛驱动单产提升。

● 玉米、小麦：玉米产量、消费量环比上调，小麦产量、消费量环比下调

玉米：根据 USDA 6 月供需预测报告，产量方面，2024/2025 年全球玉米产量环比调增 61 万吨至 12.21 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球玉米出口量环比调增 65 万吨至 1.92 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调增 41 万吨至 7.74 亿吨，国内消费环比调增 141 万吨至 12.22 亿吨。库存方面，2024/2025 年期末库存环比调减 150 万吨至 3.11 亿吨。

小麦：根据 USDA 6 月供需预测报告，产量方面，2024/2025 年全球小麦产量环比调减 744 万吨至 7.91 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球小麦饲用消费环比调减 405 万吨至 1.48 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球小麦进口量、出口量分别环比调减 234 万吨、调减 319 万吨。库存方面，2024/2025 年全球小麦期末库存环比调减 134 万吨至 2.52 亿吨。

● 大豆：2024/2025 年全球产量环比持平、消费量环比下调

根据 USDA 6 月供需预测报告，产量方面，预计 2024/2025 年度全球大豆产量 4.22 亿吨，环比持平。贸易方面，预计 2024/2025 年全球大豆出口量 1.80 亿吨，环比持平。消费量方面，压榨量环比下调 9 万吨至 3.46 亿吨，国内消费环比下调 11 万吨至 4.02 亿吨。库存方面，2024/2025 年全球大豆期末库存环比调减 60 万吨至 1.28 亿吨。

● 水稻：2024/2025 年全球产量、消费量环比上调

根据 USDA 6 月供需预测报告，产量方面，2024/2025 年全球水稻产量环比调增 2 万吨至 5.28 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球水稻消费环比调增 4 万吨至 5.26 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球水稻进口量、出口量分别环比调增 66 万吨、调增 13 万吨。库存方面，2024/2025 年全球水稻期末库存环比调增 186 万吨至 1.78 亿吨。

● **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、 6月报告上调2024/2025年全球玉米和水稻产量，下调小麦产量	3
2、 玉米：2024/2025年全球产量、消费量环比上调	3
3、 大豆：2024/2025年全球产量环比持平、消费量环比下调	5
4、 小麦：2024/2025年全球产量、消费量环比下调	7
5、 水稻：2024/2025年全球产量、消费量环比上调	10
6、 风险提示	12

图表目录

图 1： 2024.5.13-2024.6.12CBOT 玉米收盘价下跌 3.92%	3
图 2： 2024.5.13-2024.6.12 玉米期货收盘价上涨 1.80%	3
图 3： 2024/2025 年全球玉米期末库存较前预测值下降	4
图 4： 2024/2025 年全球玉米库存消费比较前预测值持平	4
图 5： 巴西局部地区受历史性灾害洪水影响	5
图 6： 2024.5.13-2024.6.12CBOT 大豆收盘价下跌 3.44%	6
图 7： 2024.5.13-2024.6.12 国内豆一收盘价环比上涨 0.89%、豆二下跌 1.83%	6
图 8： 2024/2025 年全球大豆期末库存较前预测值下降	6
图 9： 2024/2025 年全球大豆库存消费比较前预测值上升	6
图 10： 5月初霜冻天气致俄罗斯小麦减产	7
图 11： 5月法国降雨量持续高于平均水平，引发市场担忧	8
图 12： 干旱天气致乌克兰小麦减产	8
图 13： 2024.5.13-2024.6.12CBOT 小麦价格下跌 10.52%	9
图 14： 2024.5.13-2024.6.12 国内小麦期货价格环比持平	9
图 15： 2024/2025 年全球小麦期末库存较前预测值下降	9
图 16： 2024/2025 年全球小麦库消比较前预测值下降	9
图 17： 水稻种植关键期，印度最大水稻生产邦降雨充沛	10
图 18： 2024.5.13-2024.6.12CBOT 水稻收盘价下跌	11
图 19： 2024.5.13-2024.6.12 国内籼稻期货收盘价持平	11
图 20： 2024/2025 年全球水稻期末库存较前预测值下降	11
图 21： 2024/2025 年全球水稻期末库存消费比较前预测值下降	11
表 1： 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年全球玉米期末库存量为 3.11 亿吨	4
表 2： 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年中国玉米期末库存量为 2.13 亿吨	4
表 3： 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年全球大豆期末库存量为 1.29 亿吨	6
表 4： 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年中国大豆期末库存量为 3918 万吨	7
表 5： 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年全球小麦期末库存量为 2.52 亿吨	9
表 6： 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年中国小麦期末库存量为 1.33 亿吨	10
表 7： 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年全球水稻期末库存量为 1.78 亿吨	11
表 8： 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年中国水稻期末库存量为 1.04 亿吨	12

1、6月报告上调2024/2025年全球玉米和水稻产量，下调小麦产量

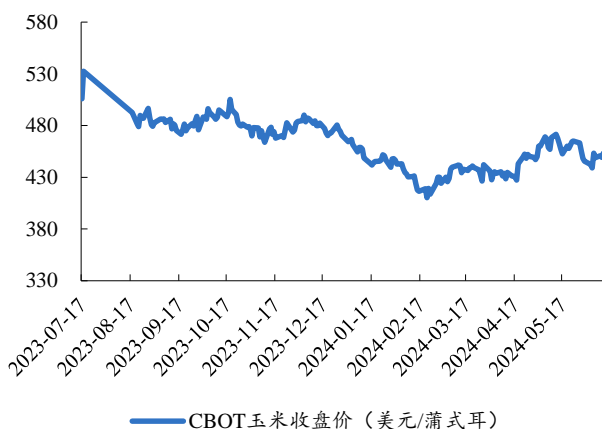
美国农业部发布6月全球农产品2024/2025年供需预测报告，较5月（2024/2025年）预测报告，主要调整包括：上调全球玉米和水稻产量，下调小麦产量。玉米产量上调系乌克兰、赞比亚玉米增产；小麦产量下调系俄罗斯霜冻天气致小麦减产，法国降雨过量加剧小麦种植担忧；水稻产量上调系印度最大水稻生产邦降雨充沛驱动单产提升。

2、玉米：2024/2025年全球产量、消费量环比上调

6月报告环比上调2024/2025年全球玉米产量、消费量。根据USDA 6月供需预测报告，产量方面，2024/2025年全球玉米产量环比调增61万吨至12.21亿吨。贸易方面，2024/2025年全球玉米出口量环比调增65万吨至1.92亿吨。消费量方面，饲料消费环比调增41万吨至7.74亿吨，国内消费环比调增141万吨至12.22亿吨。库存方面，2024/2025年期末库存环比调减150万吨至3.11亿吨。

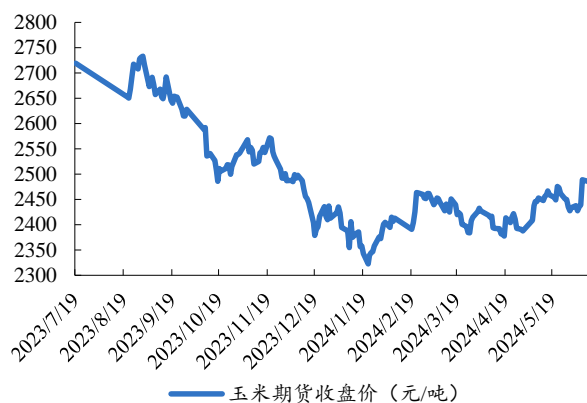
单产提升驱动乌克兰、赞比亚玉米增产。根据6月USDA全球农作物产量报告，**(1)乌克兰**：预计2024/2025年玉米产量2770万吨，环比5月报告数据+70万吨(+3%)，主要系玉米收获面积提升至390万公顷，环比+3%。**(2)赞比亚**：预计2024/2025年玉米产量151万吨，环比5月报告数据+51万吨(+51%)，主要系玉米单产提升至2.20吨/公顷，环比+32%，收获面积提升至69万公顷，环比+15%。

图1：2024.5.13-2024.6.12CBOT玉米收盘价下跌3.92%

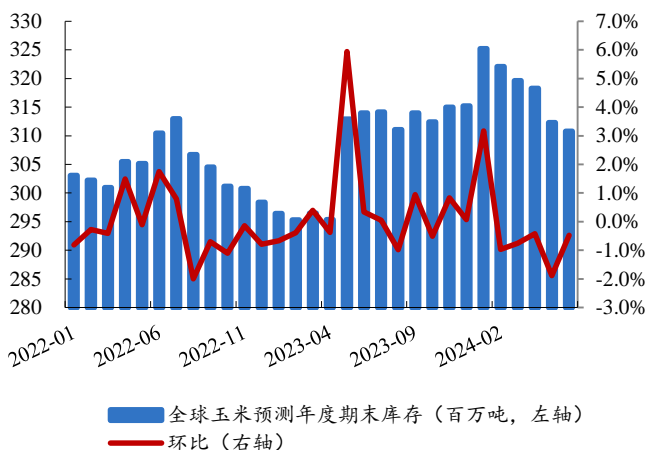


数据来源：Wind、开源证券研究所

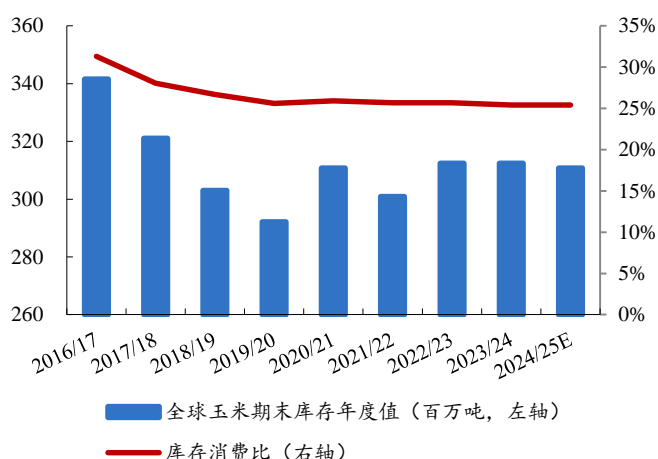
图2：2024.5.13-2024.6.12玉米期货收盘价上涨1.80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024/2025 年全球玉米期末库存较前预测值下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024/2025 年全球玉米库存消费比较前预测值持平


数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年全球玉米期末库存量为 3.11 亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2024/25	2024/25 (2024 年 5 月预测值)	2024/25 (2024 年 6 月预测值)	同比 (%)
期初库存	321.07	306.37	292.94	313.73	300.94	313.08	312.39	3.80%
产量	1116.52	1125.88	1216.13	1157.95	1228.10	1219.93	1220.54	-0.62%
进口	165.36	185.60	184.43	173.37	186.58	184.37	186.16	-0.23%
饲料消费	714.35	722.91	743.28	732.39	760.22	774.03	774.44	1.87%
国内消费	1134.60	1140.10	1198.29	1170.75	1216.65	1220.75	1222.16	0.45%
出口	171.72	182.12	206.39	180.34	199.11	191.10	191.75	-3.70%
期末库存	302.99	292.15	310.79	300.94	312.39	312.27	310.77	-0.52%
库存消费比	26.70%	25.62%	25.94%	25.70%	25.68%	25.58%	25.43%	-0.25%

数据来源：USDA、开源证券研究所；注：表格年度采用简写，2018/19 表示 2018/2019 年度，后续列表表述一致。

表2：2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年中国玉米期末库存量为 2.13 亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2024/25	2024/25 (2024 年 5 月预测值)	2024/25 (2024 年 6 月预测值)	同比 (%)
期初库存	210.16	200.53	205.70	209.14	206.04	210.86	210.86	2.34%
产量	260.78	260.67	272.55	277.20	288.84	292.00	292.00	1.09%
进口	7.60	29.51	21.88	18.71	23.00	23.00	23.00	0.00%
压榨量	193.00	203.00	209.00	218.00	225.00	231.00	231.00	2.67%
消费总额	278.00	285.00	291.00	299.00	307.00	313.00	313.00	1.95%
出口	0.01	0.00	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02	0.00%
期末库存	200.53	205.70	209.14	206.04	210.86	212.84	212.84	0.94%
库存消费比	72.13%	72.18%	71.87%	68.91%	68.68%	68.00%	68.00%	-0.68%

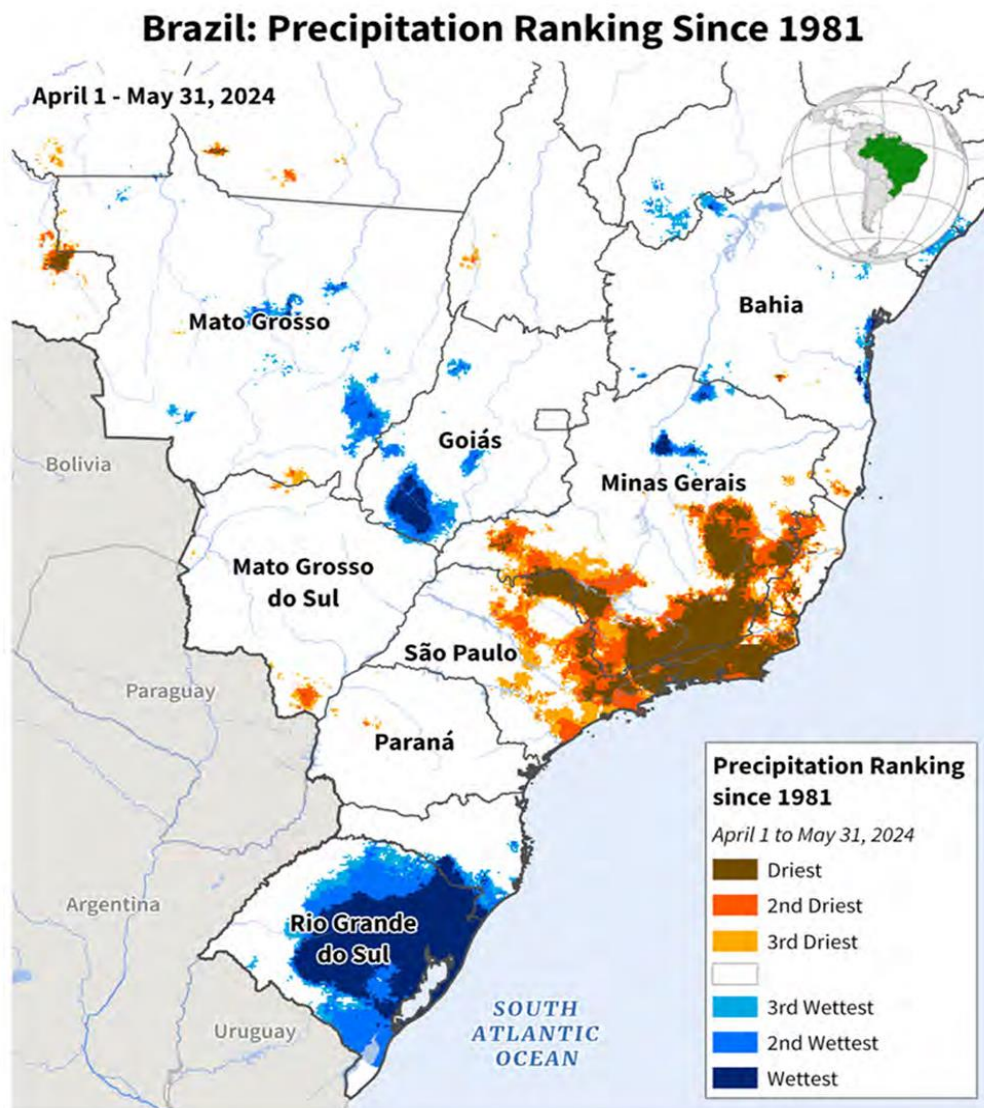
数据来源：USDA、开源证券研究所

3、大豆：2024/2025 年全球产量环比持平、消费量环比下调

6月报告维持2024/2025年全球大豆产量预测，下调消费量。根据USDA6月供需预测报告，产量方面，预计2024/2025年度全球大豆产量4.22亿吨，环比持平。贸易方面，预计2024/2025年全球大豆出口量1.80亿吨，环比持平。消费量方面，压榨量环比下调9万吨至3.46亿吨，国内消费环比下调11万吨至4.02亿吨。库存方面，2024/2025年全球大豆期末库存环比调减60万吨至1.28亿吨。

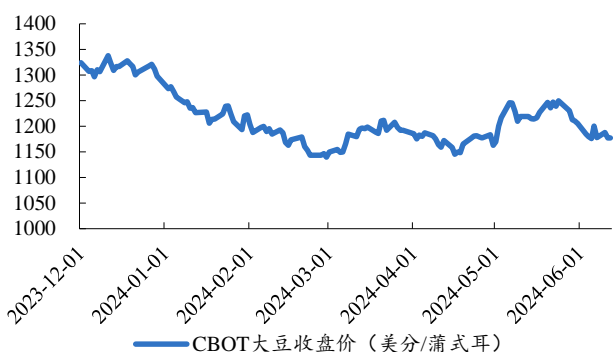
巴西南里奥格兰德州曾受灾害性洪水影响，6月维持大豆产量预期。根据6月USDA全球农作物产量报告，预计2024/2025年巴西大豆产量1.69亿吨，环比持平；收获面积4730万公顷，环比持平；单产3.57吨/公顷，环比持平。4-5月巴西南里奥格兰德州降雨量创历史新高，灾害性洪水致农作物种植受损，根据EMATER/RS发布的关于洪水损失的报告，预计洪水造成大豆损失约270万吨。考虑仅局部地区降雨过盛，USDA并未下调巴西大豆产量预期。

图5：巴西局部地区受历史性灾害洪水影响



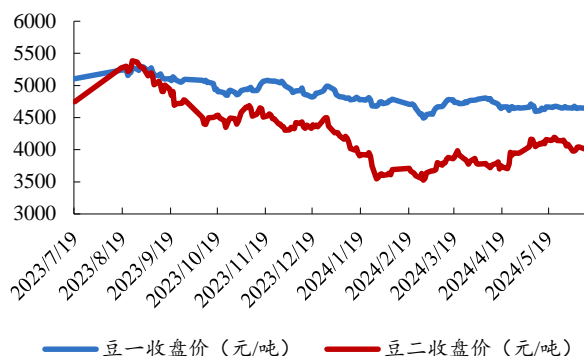
资料来源：USDA

图6：2024.5.13-2024.6.12CBOT 大豆收盘价下跌 3.44%



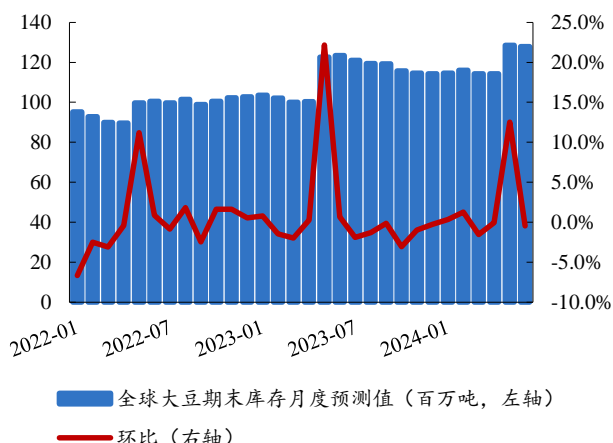
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024.5.13-2024.6.12 国内豆一收盘价环比上涨 0.89%、豆二下跌 1.83%



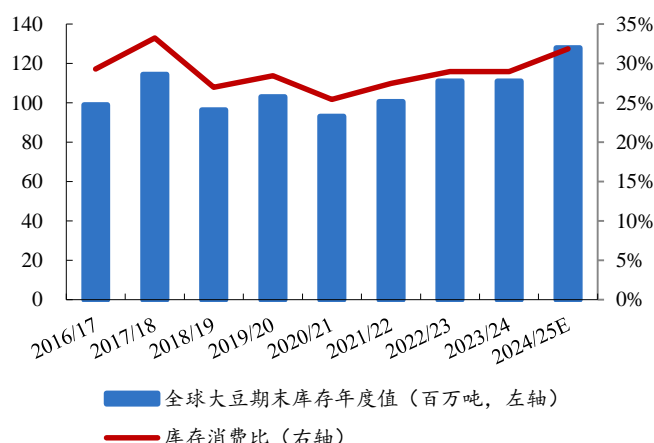
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024/2025 年全球大豆期末库存较前预测值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024/2025 年全球大豆库存消费比较前预测值上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年全球大豆期末库存量为 1.28 亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2024 年 5 月预测值)	2024/25 (2024 年 6 月预测值)	同比(%)
期初库存	114.48	96.84	98.64	92.58	100.59	111.78	111.07	10.42%
产量	339.00	367.76	360.45	378.37	395.91	422.26	422.26	6.66%
进口	164.97	165.38	154.47	167.86	170.53	176.40	176.40	3.44%
压榨量	311.45	315.00	316.51	315.44	329.78	345.87	345.78	4.85%
国内消费	357.01	362.38	366.03	366.15	383.34	401.74	401.63	4.77%
出口	165.05	164.48	154.43	172.07	172.62	180.20	180.20	4.39%
期末库存	96.38	103.11	93.09	100.59	111.07	128.50	127.90	15.15%
库存消费比	27.00%	28.45%	25.43%	27.47%	28.97%	31.99%	31.85%	2.87%

数据来源：USDA、开源证券研究所

表4：2024年6月报告预测 2024/2025年中国大豆期末库存量为3918万吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2024年5月预测值)	2024/25 (2024年6月预测值)	同比(%)
期初库存	19.46	26.79	28.86	25.15	32.34	36.38	36.38	12.49%
产量	18.10	19.60	16.40	20.28	20.84	20.70	20.70	-0.67%
进口	98.53	99.76	90.30	104.50	105.00	109.00	109.00	3.81%
压榨量	91.50	93.00	90.00	96.00	99.00	103.00	103.00	4.04%
国内消费	109.20	111.60	110.30	117.50	121.70	126.80	126.80	4.19%
出口	0.09	0.07	0.10	0.09	0.10	0.10	0.10	0.00%
期末库存	26.80	34.48	25.15	32.34	36.38	39.18	39.18	7.70%
库存消费比	24.54%	30.90%	22.80%	27.52%	29.89%	30.90%	30.90%	1.01%

数据来源：USDA、开源证券研究所

4、小麦：2024/2025年全球产量、消费量环比下调

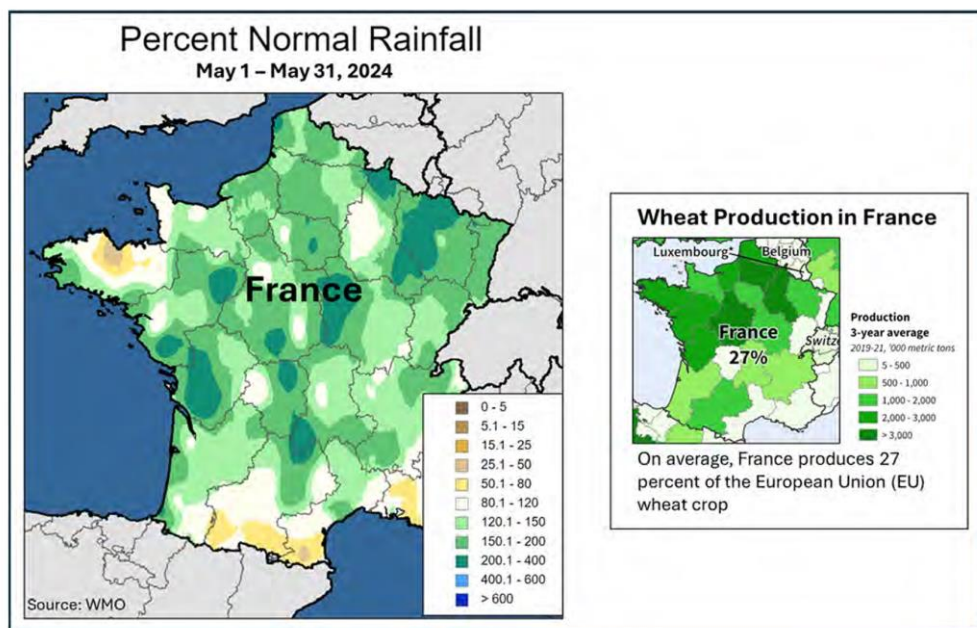
6月报告下调2024/2025年全球小麦产量、消费量。根据USDA 6月供需预测报告,产量方面,2024/2025年全球小麦产量环比调减744万吨至7.91亿吨。消费方面,2024/2025年全球小麦饲用消费环比调减405万吨至1.48亿吨。贸易方面,2024/2025年全球小麦进口量、出口量分别环比调减234万吨、调减319万吨。库存方面,2024/2025年全球小麦期末库存环比调减134万吨至2.52亿吨。

俄罗斯初霜冻天气致小麦减产,法国降雨过量加剧小麦种植担忧。根据6月USDA全球农作物产量报告,(1)俄罗斯:预计2024/2025年小麦产量8300万吨,环比5月报告数据-6%,主要系5月初霜冻事件恶化冬小麦种植环境,致小麦单产环比-4%至2.95吨/公顷,收获面积环比-1%至2810万公顷。(2)法国:预计2024/2025年小麦产量3170万吨,环比5月报告数据-150万吨,主要系法国降雨量持续高于平均水平,市场对降雨过量的担忧加剧。(3)乌克兰:预计2024/2025年小麦产量1950万吨,环比5月报告数据-7%,主要系干旱天气致小麦单产环比-7%至4.15吨/公顷。

图10：5月初霜冻天气致俄罗斯小麦减产

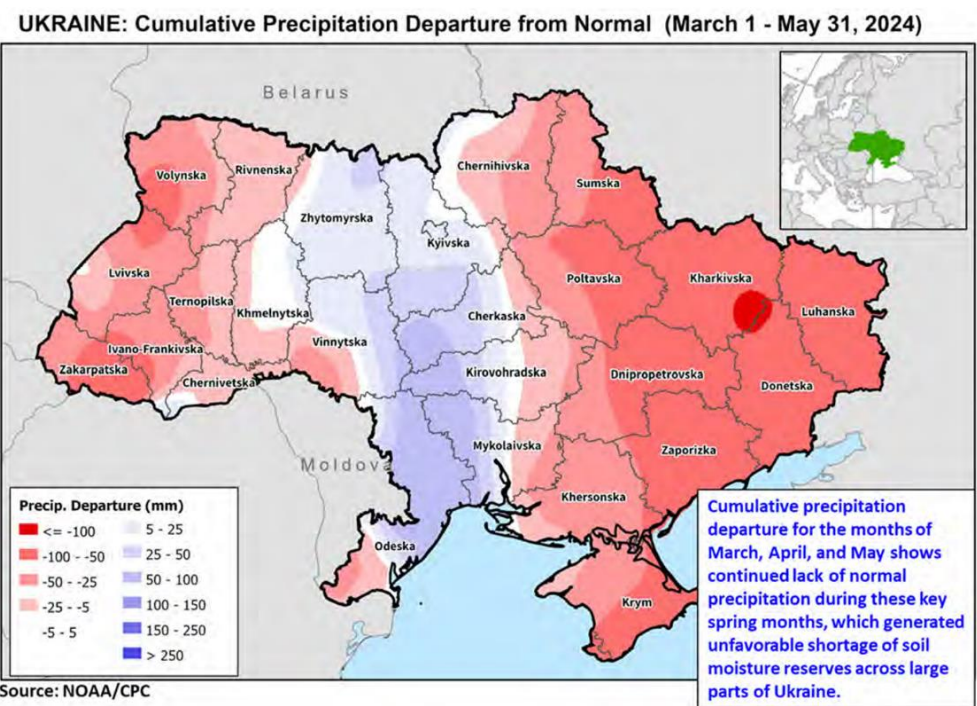

资料来源：USDA

图11: 5月法国降雨量持续高于平均水平, 引发市场担忧

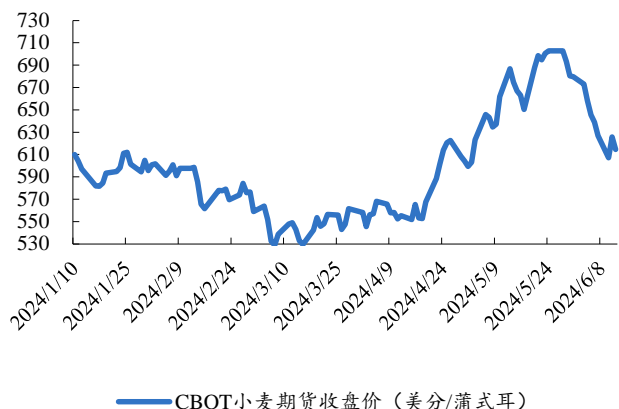


资料来源: USDA

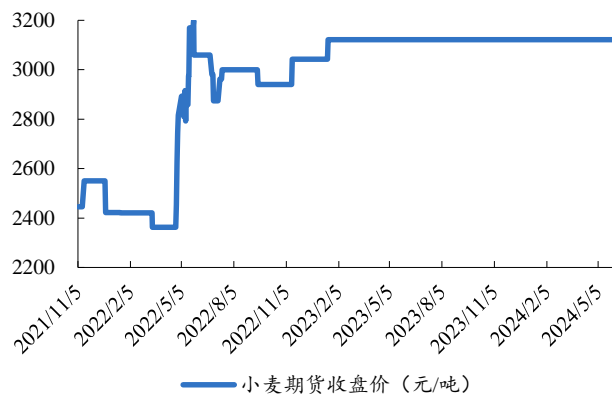
图12: 干旱天气致乌克兰小麦减产



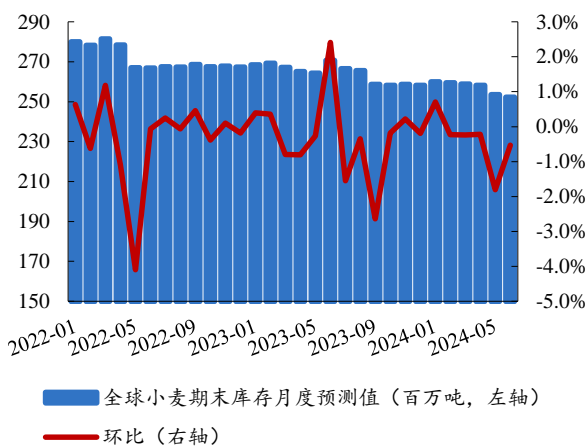
资料来源: USDA

图13: 2024.5.13-2024.6.12CBOT 小麦价格下跌 10.52%


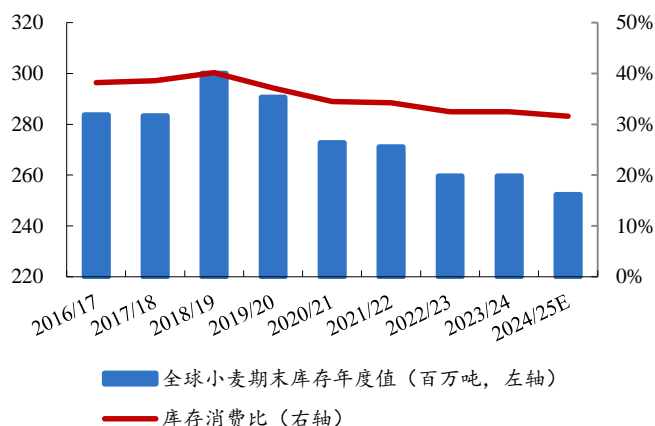
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2024.5.13-2024.6.12 国内小麦期货价格环比持平


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2024/2025 年全球小麦期末库存较前预测值下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2024/2025 年全球小麦库消比较前预测值下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

表5: 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年全球小麦期末库存量为 2.52 亿吨

单位: 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2024 年 5 月预测值)	2024/25 (2024 年 6 月预测值)	同比(%)
期初库存	283.37	296.83	283.67	273.26	271.04	257.80	259.56	-4.24%
产量	763.86	776.26	780.35	789.20	787.59	798.19	790.75	0.40%
进口	185.42	194.77	200.18	212.06	217.20	209.42	207.08	-4.66%
饲料消费	139.22	157.70	160.69	154.91	158.50	151.76	147.71	-6.81%
消费总额	747.18	782.43	791.34	791.42	799.08	802.37	798.04	-0.13%
出口	191.52	202.64	202.76	220.66	218.95	216.00	212.81	-2.80%
期末库存	300.04	290.67	272.69	271.04	259.56	253.61	252.27	-2.81%
库存消费比	40.16%	37.15%	34.46%	34.25%	32.48%	31.61%	31.61%	-0.87%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表6：2024年6月报告预测2024/2025年中国小麦期末库存量为1.33亿吨

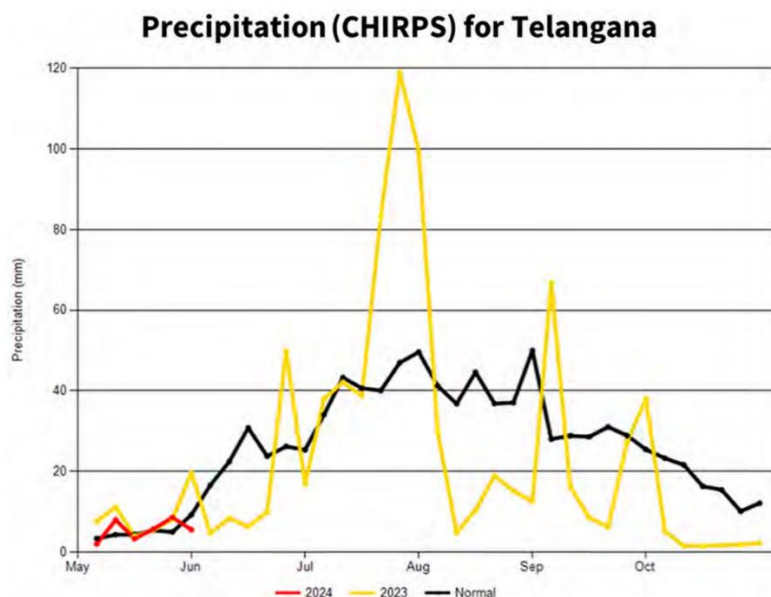
单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2024年5月预测值)	2024/25 (2024年6月预测值)	同比(%)
期初库存	139.77	150.02	139.12	136.76	138.82	132.51	133.41	-3.90%
产量	133.59	134.25	136.95	137.72	136.59	140.00	140.00	2.50%
进口	5.38	10.62	9.57	13.28	13.00	11.00	11.00	-15.38%
饲料消费	19.00	40.00	35.00	33.00	37.00	33.00	33.00	-10.81%
消费总额	126.00	150.00	148.00	148.00	154.00	150.00	151.00	-1.95%
出口	1.05	0.76	0.88	0.95	1.00	0.90	0.90	-10.00%
期末库存	151.68	144.12	136.76	138.82	133.41	132.61	132.51	-0.67%
库存消费比	120.38%	96.08%	92.41%	93.80%	86.63%	88.41%	87.75%	1.13%

数据来源：USDA、开源证券研究所

5、水稻：2024/2025年全球产量、消费量环比上调

6月报告上调2024/2025年全球水稻产量、消费量。根据USDA 6月供需预测报告，产量方面，2024/2025年全球水稻产量环比调增2万吨至5.28亿吨。消费方面，2024/2025年全球水稻消费环比调增4万吨至5.26亿吨。贸易方面，2024/2025年全球水稻进口量、出口量分别环比调增66万吨、调增13万吨。库存方面，2024/2025年全球水稻期末库存环比调增186万吨至1.78亿吨。

水稻种植关键期降雨充沛，预计印度水稻产量增加。根据6月USDA全球农作物产量报告，预计2024/2025年印度水稻产量1.37亿吨，环比+2%，同比+1%，主要系7月底至8月初印度最大的水稻生产邦特伦甘纳邦降雨充沛，驱动印度水稻单产提升至4.32吨/公顷，环比+3%，同比+1%。

图17：水稻种植关键期，印度最大水稻生产邦降雨充沛


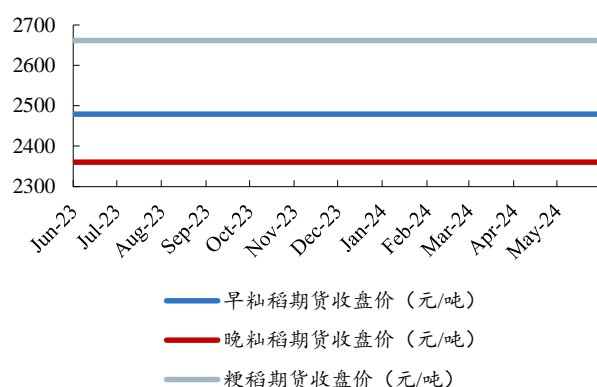
资料来源：USDA

图18: 2024.5.13-2024.6.12CBOT 水稻收盘价下跌



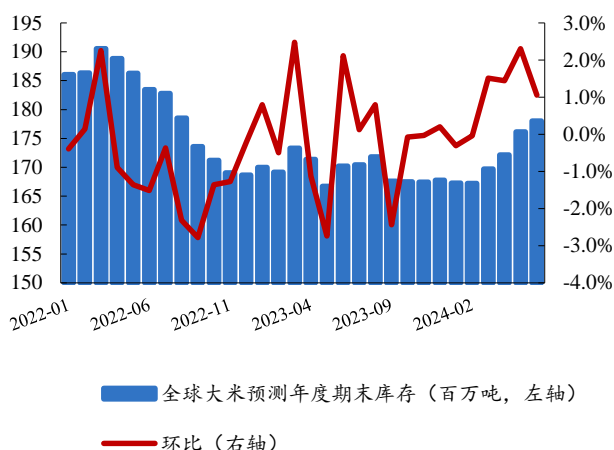
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2024.5.13-2024.6.12 国内籼稻期货收盘价持平



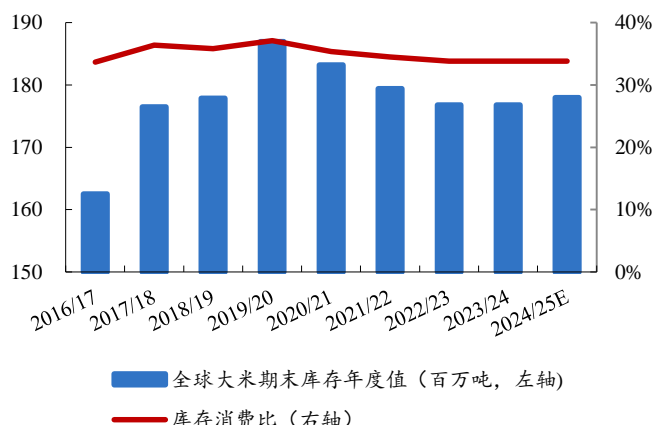
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2024/2025 年全球水稻期末库存较前预测值下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 2024/2025 年全球水稻期末库存消费比较前预测值下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

表7: 2024 年 6 月报告预测 2024/2025 年全球水稻期末库存量为 1.78 亿吨

单位: 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2024 年 5 月预测值)	2024/25 (2024 年 6 月预测值)	同比 (%)
期初库存	176.49	181.64	187.71	183.68	179.43	174.91	176.79	-1.47%
产量	497.69	508.84	513.10	515.82	520.00	527.61	527.63	1.47%
进口	42.32	46.32	54.48	56.64	51.44	49.97	50.63	-1.57%
消费总额	496.30	503.50	517.63	520.06	522.63	526.40	526.44	0.73%
出口	43.00	50.76	56.91	54.63	53.80	53.76	53.89	0.17%
期末库存	177.88	186.98	183.19	179.43	176.79	176.12	177.98	0.67%
库存消费比	35.84%	37.14%	35.39%	34.50%	33.83%	33.46%	33.81%	-0.02%

数据来源: USDA、开源证券研究所

表8：2024年6月报告预测2024/2025年中国水稻期末库存量为1.04亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2024年5月预测值)	2024/25 (2024年6月预测值)	同比(%)
期初库存	115.00	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00	103.00	-3.38%
产量	146.73	148.30	148.99	145.95	144.62	146.00	146.00	0.95%
进口	2.60	4.22	5.95	4.38	1.60	1.50	1.50	-6.25%
消费总额	145.23	150.29	156.36	154.99	148.22	145.00	145.00	-2.17%
出口	2.60	2.22	2.08	1.74	1.60	1.50	1.50	-6.25%
期末库存	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00	104.00	104.00	0.97%
库存消费比	80.22%	77.52%	72.27%	68.78%	69.49%	71.72%	71.72%	2.23%

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（underperform）	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（underperform）	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3层
邮编：200120
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

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

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