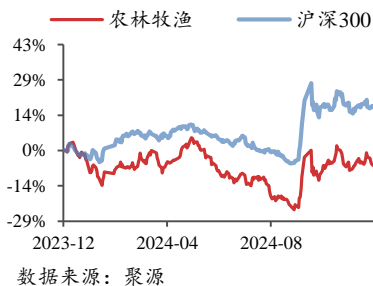


农林牧渔

2024年12月22日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《白鸡养殖盈利改善，黄羽种鸡存栏低位或支撑价格—行业点评报告》-2024.12.19

《12月USDA农产品报告下调全球玉米、小麦、水稻产量，上调全球大豆产量—行业点评报告》-2024.12.15

《腌腊灌肠需求渐增，关注冬至前出栏及消费节奏—行业周报》-2024.12.15

生猪供给充足持续放量，猪价中枢或进一步下移

——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

朱本伦（联系人）

zhubenlun@kysec.cn

证书编号：S0790124060020

● 周观察：生猪供给充足持续放量，猪价中枢或进一步下移

冬至需求高峰已过，生猪供给充足持续放量，猪价中枢或进一步下移。据涌益咨询，截至2024年12月22日，全国生猪销售均价15.25元/公斤（周环比-0.70元/公斤，同比+0.76元/公斤），涌益样本生猪屠宰量已高于2023年同期，本周出栏均重130.68公斤/头，周环比+0.41公斤/头，高于2021年以来同期水平，150kg肥猪较120kg标猪溢价收窄至0.40元/公斤。2024年冬季非瘟疫情稳定且冬至需求高峰已过，屠宰量、均重及标肥价差等各项指标均显示生猪供给恢复乃至过剩，猪价2025Q1或持续承压下行，且预计春节前备货对猪价提振有限。

大猪存、出栏均环比增加，后市大猪供给充足或持续冲击市场。截至2024年12月19日，涌益样本生猪出栏结构中150kg以上占比8.63%，大猪供给上量加速出栏，150kg以上占比周环比快速提升且高于2023年同期。从My steel样本生猪月度存栏结构看，11月行业140kg以上生猪存栏占比1.3%，低于2023年同期，但月环比+0.33%。大猪存存出栏均环比增加或反映市场大猪供给增速大于大猪消化速度，受低饲料成本影响，后市大猪占比或持续增加，对猪价持续压制。

生猪供给恢复，养殖成本下移，2025Q1猪价或持续下行步入亏损。据农业农村部，2024年11月全国能繁存栏4080万头，而全国能繁正常保有量为3900万头，当前能繁存栏已处相对过剩状态。受饲料价格下行影响，据涌益咨询，2024年12月行业生猪自繁自养养殖成本为13.24元/公斤。预计2025Q1生猪供给充足，需求边际向弱，生猪养猪或逐步进入亏损状态。

● 周观点：生猪板块业绩持续兑现，转基因产业化扩面提速

生猪板块业绩持续兑现，板块投资价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物。

供需双驱猪鸡共振向上，看好白鸡景气抬升。推荐圣农发展、禾丰股份。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。推荐大北农、隆平高科、登海种业。

● 本周市场表现（12.16-12.20）：农业跑输大盘2.95个百分点

本周上证指数下跌0.70%，农业指数下跌3.65%，跑输大盘2.95个百分点。子板块来看，种子板块领涨。个股来看，乖宝宠物（+6.11%）、粤海饲料（+5.36%）、永安林业（+4.38%）领涨。

● 本周价格跟踪（12.16-12.20）：本周黄羽鸡、玉米期货价格环比上涨

生猪养殖：12月19日全国外三元生猪均价为15.41元/kg，较上周下跌0.36元/kg；仔猪均价为28.6元/kg，较上周下跌0.24元/kg；白条肉均价20.67元/kg，较上周上涨0.11元/kg。12月19日猪料比价为4.6:1。自繁自养头均利润150.48元/头，环比+17.96元/头；外购仔猪头均利润-84.89元/头，环比+10.76元/头。

● **风险提示：**宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

目录

1、周观察：生猪供给充足持续放量，猪价中枢或进一步下移	3
2、周观点：猪周期反转已至，转基因产业化扩面提速	5
3、本周市场表现（12.16-12.20）：农业跑输大盘 2.95 个百分点	5
4、本周重点新闻（12.16-12.20）：2024 年全国粮食总产量 14130 亿斤，同比增加 221.8 亿斤	7
5、本周价格跟踪（12.16-12.20）：本周黄羽鸡、玉米期货价格环比上涨	8
6、主要肉类进口量	11
7、饲料产量	11
8、风险提示	12

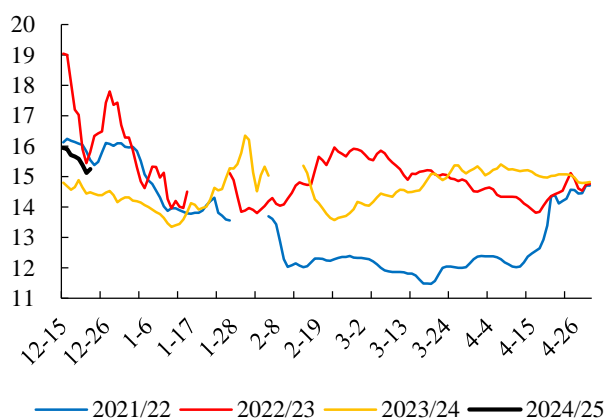
图表目录

图 1：本周猪价呈回落态势（元/公斤）	3
图 2：涌益样本生猪屠宰量高于 2023 年同期（万头）	3
图 3：本周出栏均重高于 2021 年以来同期（公斤/头）	3
图 4：肥猪供给增加，肥猪溢价收窄（元/公斤）	3
图 5：11 月行业 140kg 以上生猪存栏占比环比+0.33%	4
图 6：涌益样本 150kg 以上生猪出栏占比升至 8.63%	4
图 7：2024 年 11 月全国能繁存栏 4080 万头	4
图 8：生猪饲料价格持续下行（元/公斤）	4
图 9：饲料价格下行带动养殖成本下移（元/公斤）	5
图 10：一季度生猪养殖大概率陷入亏损状态（元/头）	5
图 11：本周农业板块下跌 3.65%（表内单位：%）	6
图 12：本周农业指数跑输大盘 2.95 个百分点	6
图 13：本周宠物食品板块涨幅最大（%）	6
图 14：本周外三元生猪价格环比下跌（元/公斤）	8
图 15：本周生猪自繁自养利润环比上涨（元/头）	8
图 16：本周鸡苗均价环比下跌	9
图 17：本周毛鸡主产区均价环比上涨	9
图 18：本周黄羽肉鸡价格环比上涨	9
图 20：12 月 20 日鲈鱼价格环比持平	10
图 21：12 月 19 日对虾价格环比下跌	10
图 22：本周玉米期货结算价环比上涨	10
图 23：本周豆粕期货结算价环比下跌	10
图 24：本周 NYBOT11 号糖环比下跌（美分/磅）	11
图 25：本周郑商所白糖收盘价环比下跌（元/吨）	11
图 26：2024 年 11 月猪肉进口量 9.00 万吨	11
图 27：2024 年 11 月鸡肉进口量 3.95 万吨	11
图 28：2024 年 11 月全国工业饲料总产量为 2710 万吨	12
表 1：农业个股涨跌幅排名：乖宝宠物、粤海饲料、永安林业领涨	7
表 2：本周黄羽鸡、玉米期货价格环比上涨	8

1、周观察：生猪供给充足持续放量，猪价中枢或进一步下移

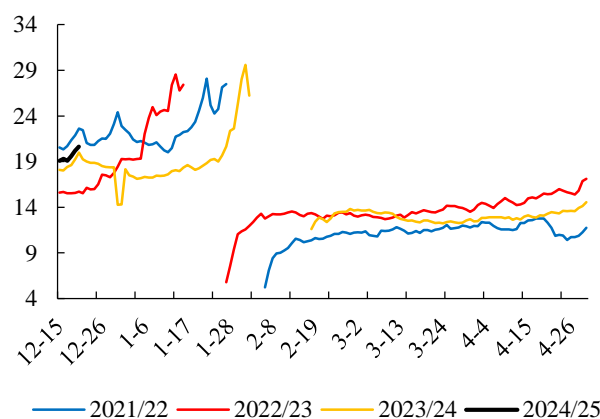
冬至需求高峰已过，生猪供给充足持续放量，猪价中枢或进一步下移。据涌益咨询，截至 2024 年 12 月 22 日，全国生猪销售均价 15.25 元/公斤（周环比-0.70 元/公斤，同比+0.76 元/公斤），涌益样本生猪屠宰量已高于 2023 年同期，本周出栏均重 130.68 公斤/头，周环比+0.41 公斤/头，高于 2021 年以来同期水平，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价收窄至 0.40 元/公斤。2024 年冬季非瘟疫情稳定且冬至需求高峰已过，屠宰量、均重及标肥价差等各项指标均显示生猪供给恢复乃至过剩，猪价 2025Q1 或持续承压下行，且预计春节前备货对猪价提振有限。

图1：本周猪价呈回落态势（元/公斤）



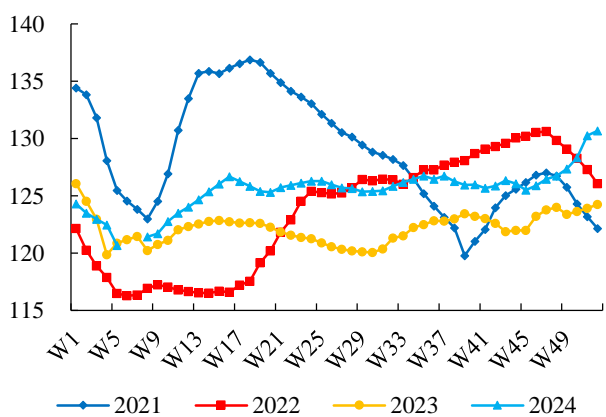
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所
注：2021/22 年度 12 月猪价为 2021 年，1-4 月猪价为 2022 年

图2：涌益样本生猪屠宰量高于 2023 年同期（万头）



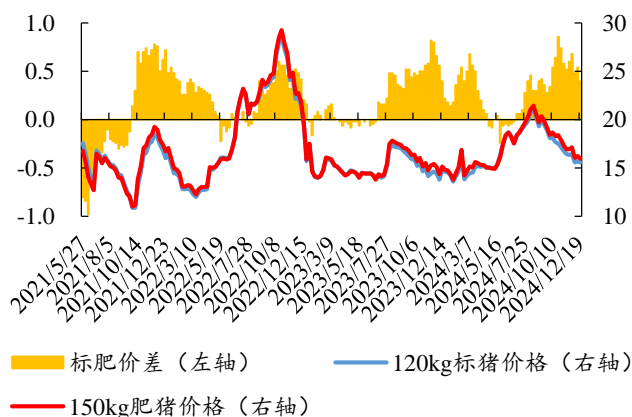
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所
注：2021/22 年度 12 月宰量为 2021 年，1-4 月宰量为 2022 年

图3：本周出栏均重高于 2021 年以来同期（公斤/头）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

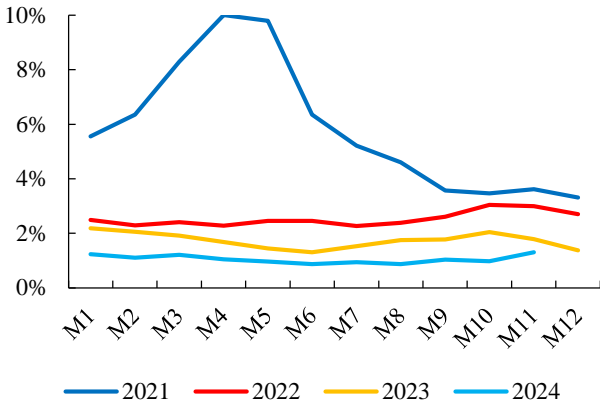
图4：肥猪供给增加，肥猪溢价收窄（元/公斤）



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

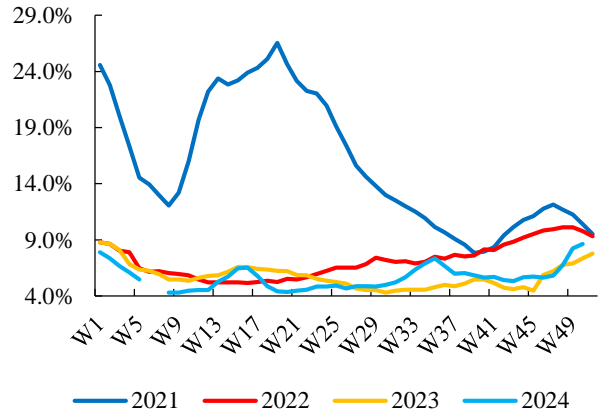
大猪存、出栏均环比增加，后市大猪供给充足或持续冲击市场。截至 2024 年 12 月 19 日，涌益样本生猪出栏结构中 150kg 以上占比 8.63%，大猪供给上量加速出栏，150kg 以上占比周环比快速提升且高于 2023 年同期。从 My steel 样本生猪月度存栏结构看，11 月行业 140kg 以上生猪存栏占比 1.3%，低于 2023 年同期，但月环比+0.33%。大猪存存出栏均环比增加或反映市场大猪供给增速大于大猪消化速度，受低饲料成本影响，后市大猪占比或持续增加，对猪价持续压制。

图5: 11月行业140kg以上生猪存栏占比环比+0.33%



数据来源: My steel、开源证券研究所

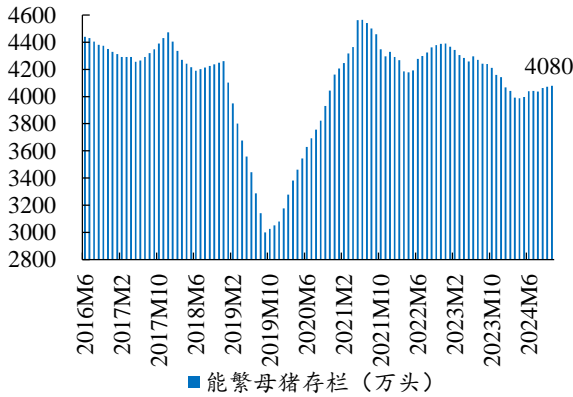
图6: 涌益样本150kg以上生猪出栏占比升至8.63%



数据来源: 涌益咨询、开源证券研究所

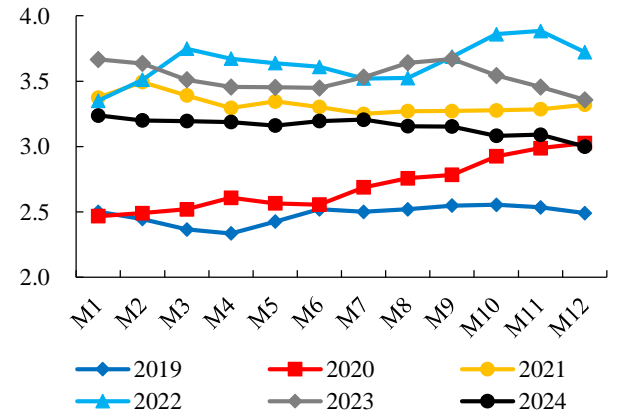
生猪供给恢复，养殖成本下移，2025Q1 猪价或持续下行步入亏损。据农业农村部，2024年11月全国能繁存栏4080万头，而全国能繁正常保有量为3900万头，当前能繁存栏已处相对过剩状态。受饲料价格下行影响，据涌益咨询，2024年12月行业生猪自繁自养养殖成本为13.24元/公斤。预计2025Q1生猪供给充足，需求边际向弱，生猪养猪或逐步进入亏损状态。

图7: 2024年11月全国能繁存栏4080万头

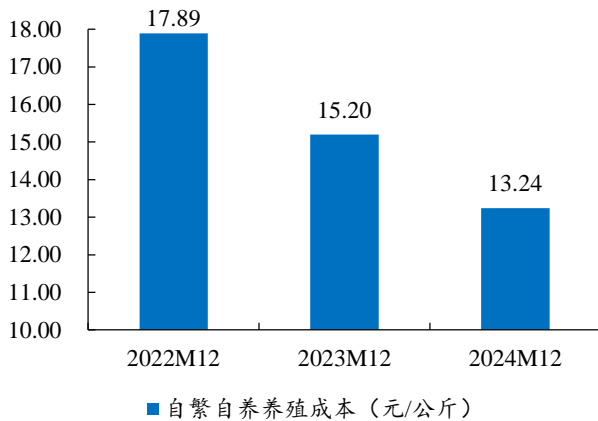


数据来源: Wind、开源证券研究所

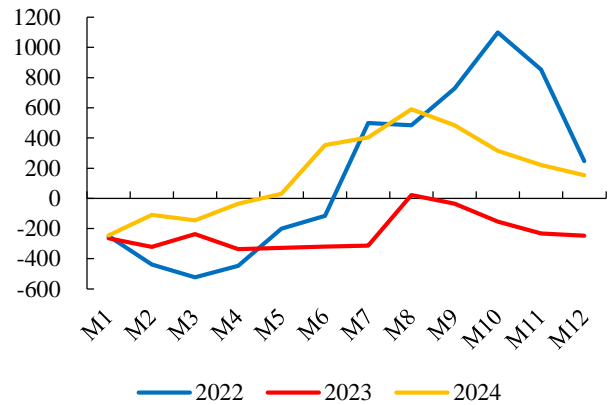
图8: 生猪饲料价格持续下行 (元/公斤)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9：饲料价格下行带动养殖成本下移（元/公斤）


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图10：一季度生猪养殖大概率陷入亏损状态（元/头）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、周观点：猪周期反转已至，转基因产业化扩面提速

生猪板块业绩持续兑现，板块投资价值显现。本轮能繁存栏去化已至 2021 年来相对低位，2024Q4 生猪消费向好叠加供给偏紧，对猪价上涨形成较强支撑。生猪板块当前处相对低位，估值有望随宏观预期好转修复，龙头高业绩兑现高分红投资价值显现。重点推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。回溯历年中央一号文件，2021 年首次提及生物育种，指出有序推进生物育种产业化应用，2022-2023 年启动、全面实施农业生物育种重大项目，2024 年提出推动生物育种产业化扩面提速。2024 年 1 月 18 日，农业部发布《2023 年农业转基因生物安全证书批准清单（三）》，多项转基因玉米、大豆作物首次获发生产应用安全证书。种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，推荐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。

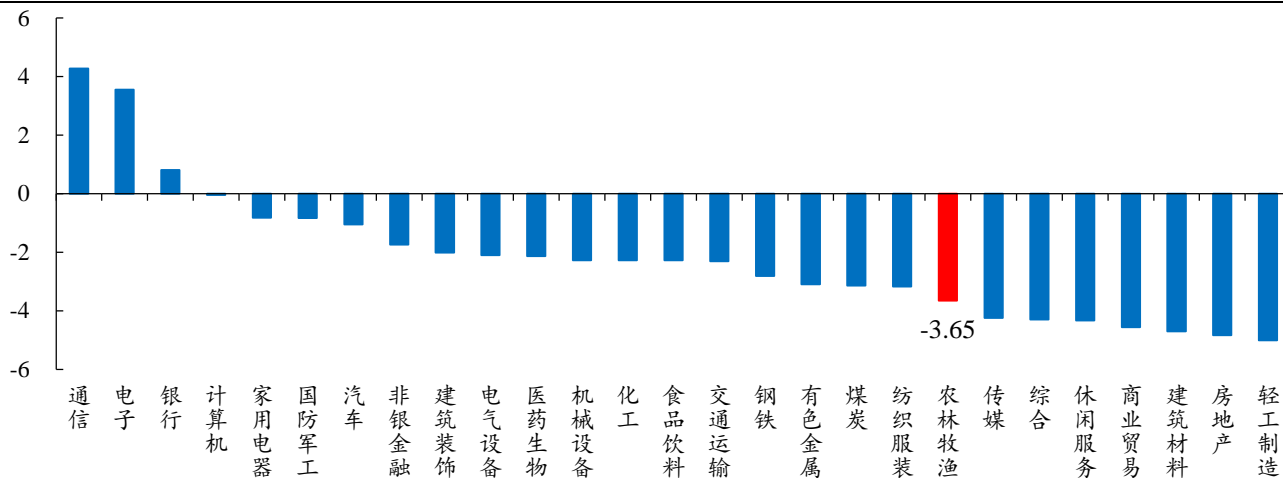
供给偏紧贯穿 2024H2，猪鸡共振向上景气抬升。白鸡板块受两大逻辑驱动：（1）2022 年 5-12 月祖代种鸡引种缺口传导至肉鸡端，白羽肉鸡供给偏紧有望贯穿 2024H2。（2）伴随猪周期反转猪价上行，猪鸡有望共振向上。当前板块优质标的均处相对低位，配置价值显现。推荐一体化龙头圣农发展、养殖屠宰龙头禾丰股份。

猪周期反转受益，非瘟疫苗打开行业新空间。伴随猪周期反转猪价向上，动保板块业绩有望改善。非瘟疫苗应急评价目前仍在有序推进，非瘟疫苗落地后头部研发企业有望充分受益。当前动保板块处相对低位，景气趋势向上，建议积极配置。推荐标的：生物股份、普莱柯、科前生物；受益标的：中牧股份。

3、本周市场表现（12.16-12.20）：农业跑输大盘 2.95 个百分点

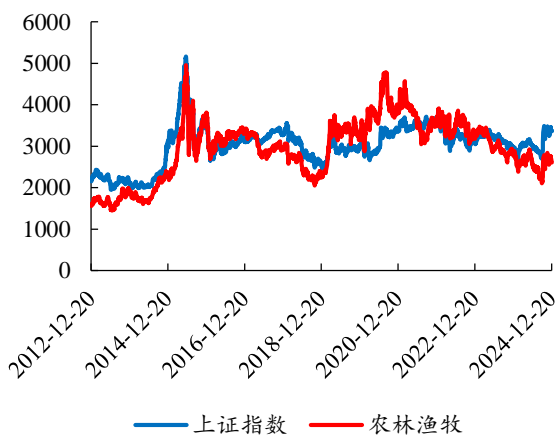
本周上证指数下跌 0.70%，农业指数下跌 3.65%，跑输大盘 2.95 个百分点。子板块来看，种子板块领涨。个股来看，乖宝宠物（+6.11%）、粤海饲料（+5.36%）、永安林业（+4.38%）领涨。

图11: 本周农业板块下跌 3.65% (表内单位: %)



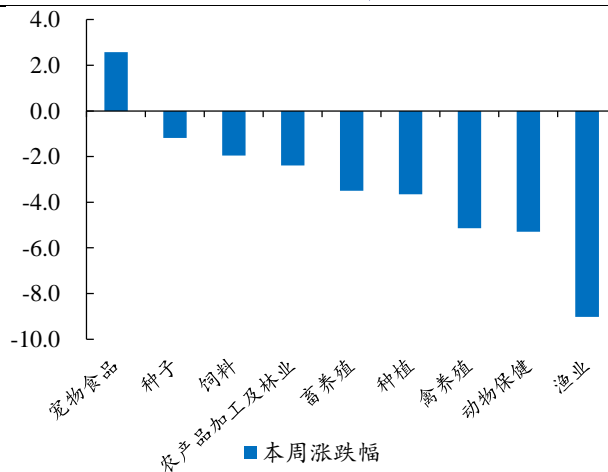
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 本周农业指数跑输大盘 2.95 个百分点



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 本周宠物食品板块涨幅最大 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1：农业个股涨跌幅排名：乖宝宠物、粤海饲料、永安林业领涨

前 15 名			后 15 名		
301498.SZ	乖宝宠物	6.11%	300189.SZ	神农科技	-7.94%
001313.SZ	粤海饲料	5.36%	600257.SH	大湖股份	-7.97%
000663.SZ	永安林业	4.38%	300106.SZ	西部牧业	-8.07%
603668.SH	天马科技	3.56%	000833.SZ	粤桂股份	-8.16%
002321.SZ	华英农业	3.04%	002852.SZ	道道全	-8.41%
000713.SZ	丰乐种业	2.64%	605567.SH	春雪食品	-8.99%
600965.SH	福成股份	1.90%	600201.SH	生物股份	-9.06%
300087.SZ	荃银高科	1.32%	300511.SZ	雪榕生物	-9.35%
603363.SH	傲农生物	1.31%	002069.SZ	獐子岛	-10.00%
002772.SZ	众兴菌业	1.01%	000911.SZ	南宁糖业	-10.05%
605296.SH	神农集团	0.68%	600467.SH	好当家	-10.49%
600313.SH	农发种业	0.56%	000639.SZ	西王食品	-12.21%
600737.SH	中粮糖业	0.49%	300175.SZ	朗源股份	-12.41%
603609.SH	禾丰股份	0.00%	300094.SZ	国联水产	-12.52%
002505.SZ	鹏都农牧	0.00%	000702.SZ	正虹科技	-13.70%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 2024 年 12 月 20 日

4、本周重点新闻（12.16-12.20）：2024 年全国粮食总产量 14130 亿斤，同比增加 221.8 亿斤

2024 年全国粮食总产量 14130 亿斤，同比增加 221.8 亿斤。据国家统计局数据显示，2024 年全国粮食总产量 14130 亿斤，同比增加 221.8 亿斤，同比+1.6%，首次迈上 1.4 万亿斤新台阶。其中，秋粮产量 10569 亿斤，同比增加 150.3 亿斤，同比+1.4%。全国谷物产量 13046 亿斤，同比增加 217.1 亿斤，同比+1.7%。粮食播种面积增加、单产提高。全国粮食播种面积 17.90 亿亩，同比增加 525.8 万亩，同比+0.3%；粮食单产 394.7 公斤/亩，同比增加 5.1 公斤/亩，同比+1.3%。

保障国家粮食安全重任，推动乡村产业提质增效。中央农村工作会议 12 月 17 日至 18 日在北京召开。会议强调，要坚决扛牢保障国家粮食安全重任，持续增强粮食等重要农产品供给保障能力，稳定粮食播种面积。要毫不松懈抓好巩固拓展脱贫攻坚成果各项工作，推动乡村产业提质增效，提升乡村规划建设水平，着力健全乡村治理体系，全面落实进一步深化农村改革任务。

农业农村部部署加强重大动物疫病防控工作。农业农村部 12 月 19 日在京召开 2024 年全国秋季重大动物疫病防控工作总结会。会议强调，各级农业农村部门要巩固拓展非洲猪瘟等重大动物疫病防控成果，全力以赴抓好畜间布病等重点人畜共患病源头防控，统筹抓好外来病防控和季节性常见病防治，牢牢守住不发生区域性重大动物疫情的底线。要充分发挥国家监测站点作用，科学准确做好监测预警积极稳妥推进强制免疫“先打后补”改革有效落实强制免疫制度；深入开展疫病净化和区域化管理，不断提升各环节生物安全管理水平和区域综合防疫效能；狠抓检疫监督重点任务落实，因地制宜做好病死畜禽无害化处理；强化岁末年初安全生产和畜产品质量安全监管，及时规范处置突发情况。

5、本周价格跟踪（12.16-12.20）：本周黄羽鸡、玉米期货价格环比上涨

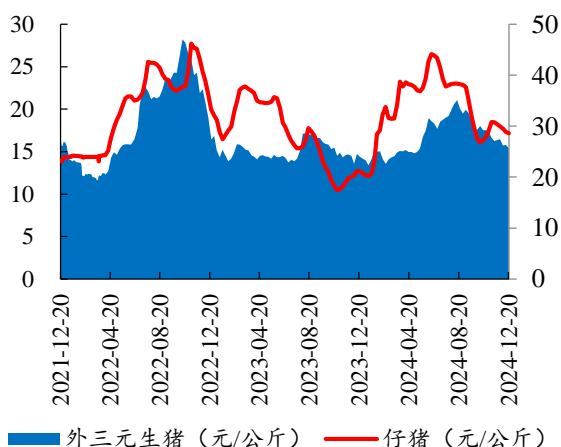
表2：本周黄羽鸡、玉米期货价格环比上涨

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）	15.41	-2.28%	15.77	-4.25%	16.47	0.80%
	仔猪价格（元/公斤）	28.60	-0.83%	28.84	-3.71%	29.95	-1.45%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	150.48	13.55%	132.52	-23.09%	172.31	-11.99%
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	-84.89	11.25%	-95.65	-103.08%	-47.10	-371.94%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	3.78	-9.57%	4.18	-5.43%	4.42	-1.12%
	毛鸡价格（元/公斤）	7.54	0.13%	7.53	-0.26%	7.55	-1.95%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	-1.44	亏损	0.00	扭亏	-1.67	-5.70%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	0.98	-28.99%	1.38	-14.81%	1.62	-2.99%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	11.20	0.90%	11.10	-0.89%	11.20	-4.68%
水产品	草鱼价格（元/公斤）	15.21	-0.52%	15.29	-0.71%	15.40	0.26%
	鲈鱼价格（元/公斤）	26.00	0.00%	26.00	0.00%	26.00	0.00%
	对虾价格（元/公斤）	35.66	-4.91%	37.50	0.00%	37.50	-2.19%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2177.00	3.18%	2110.00	0.91%	2091.00	-3.51%
	豆粕期货价格（元/吨）	2600.00	-1.37%	2636.00	-0.90%	2660.00	-3.62%
	ICE11号糖期货价格（美分/磅）	19.43	-7.12%	20.92	-3.28%	21.63	-0.09%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	5882.00	-3.30%	6083.00	1.25%	6008.00	-0.96%

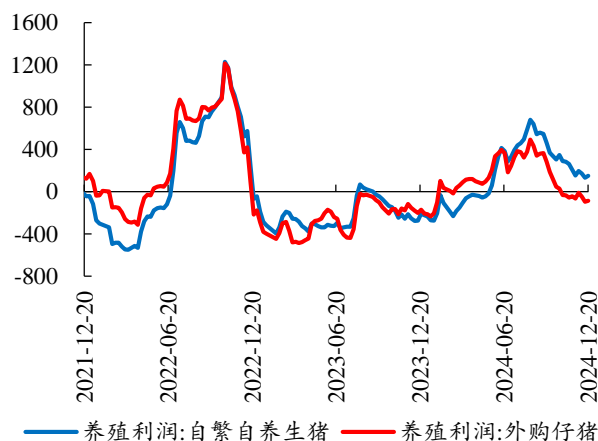
数据来源：Wind、开源证券研究所

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，黄色数字表示无变动

生猪养殖：12月19日全国外三元生猪均价为15.41元/kg，较上周下跌0.36元/kg；仔猪均价为28.6元/kg，较上周下跌0.24元/kg；白条肉均价20.67元/kg，较上周上涨0.11元/kg。12月19日猪料比价为4.6:1。自繁自养头均利润150.48元/头，环比+17.96元/头；外购仔猪头均利润-84.89元/头，环比+10.76元/头。

图14：本周外三元生猪价格环比下跌（元/公斤）


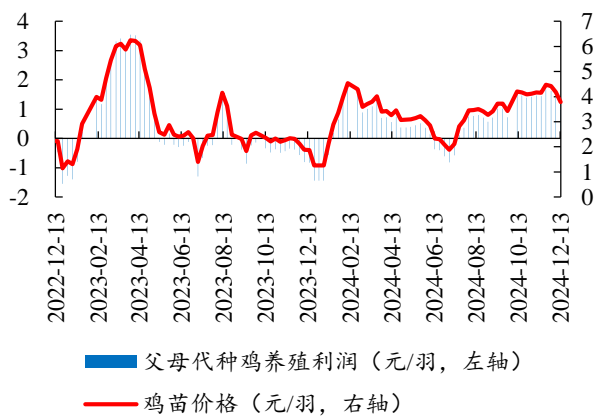
数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

图15：本周生猪自繁自养利润环比上涨（元/头）


数据来源：Wind、开源证券研究所

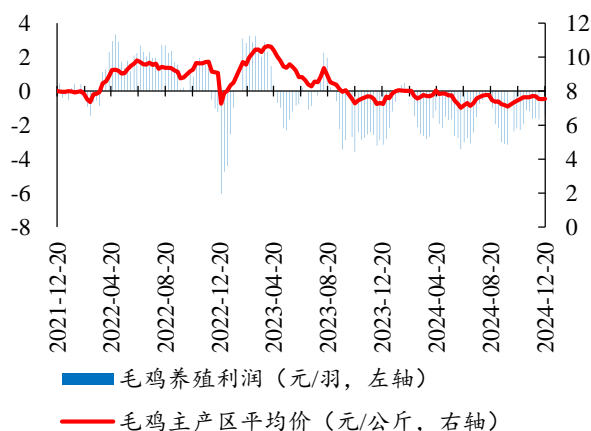
白羽肉鸡：本周鸡苗均价 3.78 元/羽，环比-9.57%；毛鸡均价 7.54 元/公斤，环比+0.13%；毛鸡养殖利润-1.44 元/羽，环比-1.44 元/羽。

图16：本周鸡苗均价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

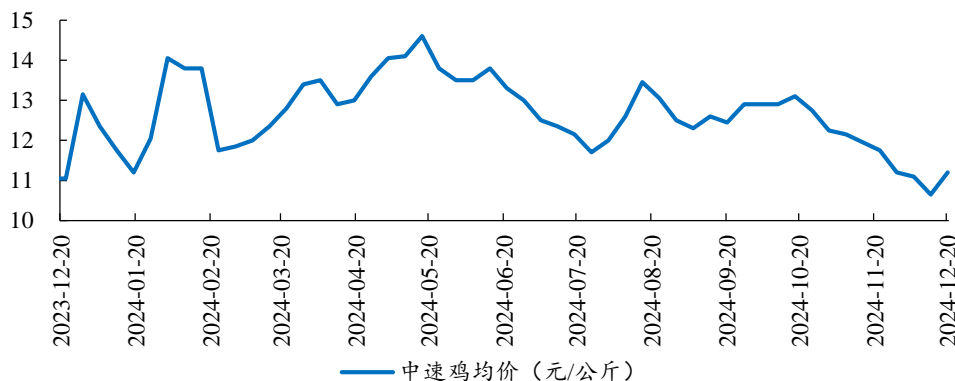
图17：本周毛鸡主产区均价环比上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡：12月19日中速鸡均价 11.20 元/公斤，环比+0.10 元/公斤。

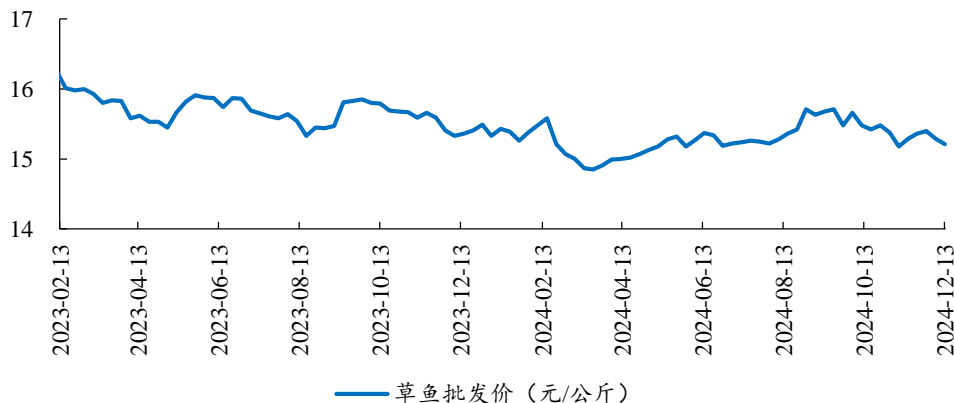
图18：本周黄羽肉鸡价格环比上涨



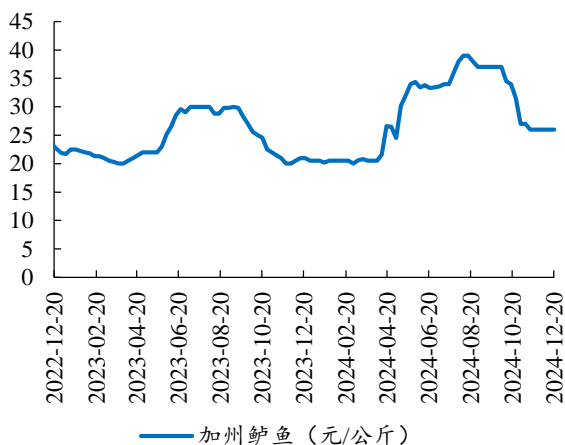
数据来源：新牧网、开源证券研究所

水产品：上周草鱼价格 15.21 元/公斤，环比-0.52%；据海大农牧数据，12月19日鲈鱼价格 26.00 元/公斤，环比持平；12月18日对虾价格 35.66 元/公斤，环比-4.91%。

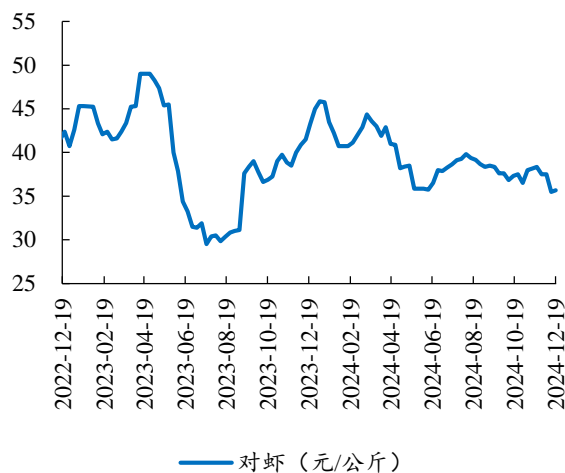
图19：12.06-12.13 价格环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：草鱼价格滞后一周

图20: 12月20日鲈鱼价格环比持平


数据来源: 海大农牧、开源证券研究所

图21: 12月19日对虾价格环比下跌


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 2177.00 元/吨, 周环比+3.18%; 豆粕期货活跃合约结算价为 2600.00 元/吨, 周环比-1.37%。

图22: 本周玉米期货结算价环比上涨

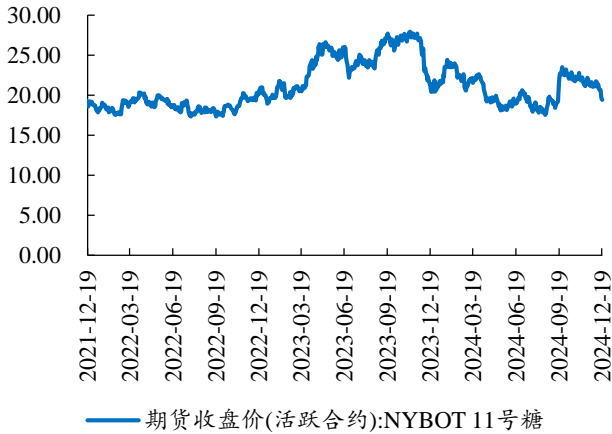

数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 本周豆粕期货结算价环比下跌


数据来源: Wind、开源证券研究所

糖: NYBOT11 号糖 12 月 20 日收盘价 19.51 美分/磅, 周环比-5.89%。国内糖价, 郑商所白砂糖期货 12 月 20 日收盘价 5882.00 元/吨, 周环比-3.30%。

图24: 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25: 本周郑商所白糖收盘价环比下跌 (元/吨)



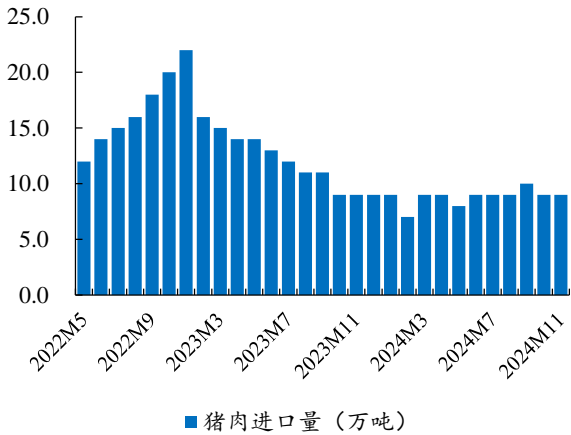
数据来源: Wind、开源证券研究所

6、主要肉类进口量

猪肉进口: 据海关总署数据, 2024年11月猪肉进口9.00万吨, 同比-1.2%。

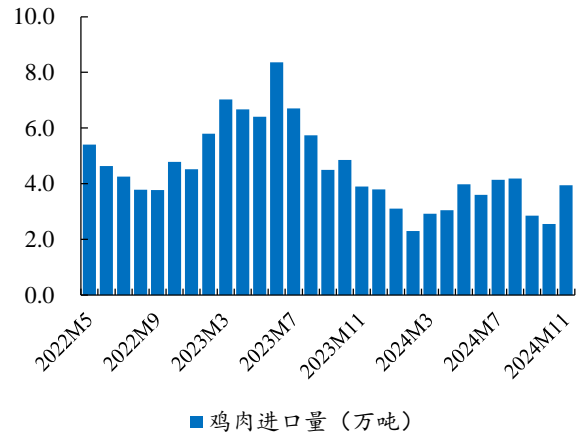
禽肉进口: 据海关总署数据, 2024年11月鸡肉进口3.95万吨, 同比+0.01%。

图26: 2024年11月猪肉进口量9.00万吨



数据来源: 海关总署、开源证券研究所

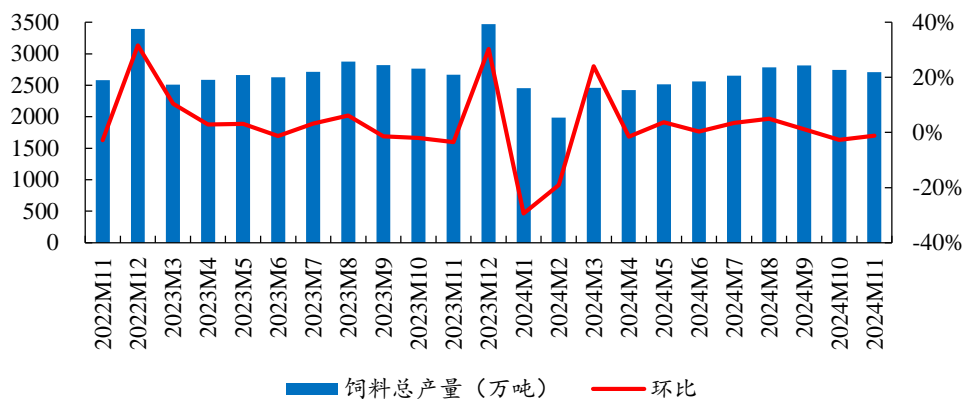
图27: 2024年11月鸡肉进口量3.95万吨



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, 2024年11月全国工业饲料产量2710万吨, 环比-1.2%。

图28：2024年11月全国工业饲料总产量为2710万吨


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，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

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