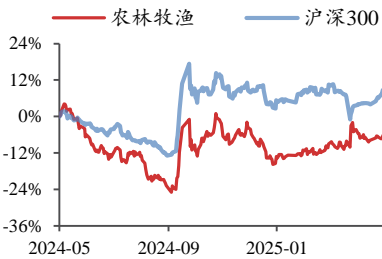


## 农林牧渔

2025 年 05 月 15 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

《短期消费疲软致猪价下挫，仔猪及母猪高价或表明后市乐观预期——行业周报》-2025.5.11

《2024 年养殖板块利润同比高增，宠物高景气延续——行业点评报告》-2025.5.6

《外部环境多变，农业防御优势凸显——农林牧渔行业 2025 年中期投资策略》-2025.5.5

## USDA 发布新一季全球农产品供需预测，预计玉米、大豆、小麦和水稻增产

——行业点评报告

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

朱本伦（联系人）

zhubenlun@kysec.cn

证书编号：S0790124060020

### ● 玉米：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

（1）预计 2025/2026 年全球玉米产量同比增长。USDA（美国农业部）发布全球农产品供需预测报告，预计 2025/2026 年全球玉米产量同比增长，主要系美国玉米收获面积扩大及单产提升。（2）供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年全球玉米产量同比增长 4370 万吨至 12.65 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球玉米出口量同比增长 646 万吨至 1.96 亿吨。消费量方面，预计饲用消费量同比增长 1963 万吨至 8.02 亿吨，国内消费量同比增长 2437 万吨至 12.74 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球玉米库存较 2024/2025 年末减少 945 万吨至 2.78 亿吨。

### ● 大豆：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

（1）预计 2025/2026 年全球大豆产量同比增长。USDA（美国农业部）发布全球农产品供需预测报告，预计 2025/2026 年全球大豆产量同比增长，主要系巴西大豆种植面积扩大。（2）供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年全球大豆产量同比增长 595 万吨至 4.27 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球大豆出口量同比增长 756 万吨至 1.88 亿吨。消费量方面，预计 2025/2026 年全球大豆压榨量同比增长 1230 万吨至 3.66 亿吨，国内消费量同比增长 1376 万吨至 4.24 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年期末库存较 2024/2025 年末增长 115 万吨至 1.24 亿吨。

### ● 小麦：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

（1）预计 2025/2026 年全球小麦产量同比增长。USDA（美国农业部）发布全球农产品供需预测报告，预计 2025/2026 年全球小麦产量同比增长，主要系欧盟、印度等多国小麦种植面积增加，其中印度小麦产量创新高。（2）供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年全球小麦产量同比增长 881 万吨至 8.09 亿吨。消费方面，预计 2025/2026 年全球小麦饲用消费量同比增长 117 万吨至 1.55 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球小麦进口量同比增长 1159 万吨至 2.10 亿吨，出口量同比增长 687 万吨至 2.13 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球小麦期末库存较 2024/2025 年末增长 52 万吨至 2.66 亿吨。

### ● 水稻：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

（1）预计 2025/2026 年全球水稻产量同比增长。USDA（美国农业部）发布全球农产品供需预测报告，预计 2025/2026 年全球水稻产量同比增长，主要系印度、中国水稻单产提升，孟加拉国收获面积扩大。（2）供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年全球水稻产量同比增长 99 万吨至 5.39 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球水稻期末库存较 2024/2025 年末减少 4 万吨至 1.85 亿吨。消费方面，预计 2025/2026 年全球水稻消费量同比增长 614 万吨至 5.39 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球水稻进口量同比增长 121 万吨至 5859 万吨，出口量同比减少 60 万吨至 6081 万吨。

● 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、USDA 发布 2025/2026 年全球农产品供需预测，预计玉米、大豆、小麦和水稻增产 .....	3
2、玉米：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长 .....	3
3、大豆：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长 .....	4
4、小麦：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长 .....	6
5、水稻：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长 .....	9
6、风险提示 .....	10

### 图表目录

图 1： 4.14-5.13 CBOT 玉米收盘价下跌 8.62% .....	3
图 2： 4.14-5.13 玉米期货收盘价上涨 3.40% .....	3
图 3： 2025/2026 年全球玉米期末库存较前预测值下降 .....	3
图 4： 预计 2025/2026 年全球玉米库存消费比同比下降 .....	3
图 5： 巴西大豆种植面积扩大驱动产量提升 .....	5
图 6： 4.14-5.13 CBOT 大豆收盘价上涨 3.24% .....	5
图 7： 4.14-5.13 国内豆一收盘价下跌，豆二收盘价下跌 .....	5
图 8： 2025/2026 年全球大豆期末库存较前预测值上升 .....	5
图 9： 预计 2025/2026 年全球大豆库存消费比同比下降 .....	5
图 10： 欧盟种植生长条件良好 .....	7
图 11： 种植面积增长驱动加拿大小麦产量增加 .....	7
图 12： 预计 2025/2026 年印度小麦产量创历史新高 .....	7
图 13： 4.14-5.13 CBOT 小麦价格下跌 5.30% .....	8
图 14： 4.14-5.13 国内小麦现货价格上涨 1.82% .....	8
图 15： 2025/2026 年全球小麦期末库存较前预测值上升 .....	8
图 16： 预计 2025/2026 年全球小麦库存消费比同比下降 .....	8
图 17： 4.14-5.13 CBOT 水稻价格下跌 9.95% .....	9
图 18： 4.10-5.10 国内稻米市场价上涨 1.12% .....	9
图 19： 2025/2026 年全球水稻期末库存较前预测值上升 .....	10
图 20： 预计 2025/2026 年全球水稻库存消费比同比下降 .....	10
表 1： 预计 2025/2026 年全球玉米期末库存量为 2.78 亿吨 .....	4
表 2： 预计 2025/2026 年中国玉米期末库存量为 1.82 亿吨 .....	4
表 3： 预计 2025/2026 年全球大豆期末库存量为 1.24 亿吨 .....	6
表 4： 预计 2025/2026 年中国大豆期末库存量为 4386 万吨 .....	6
表 5： 预计 2025/2026 年全球小麦期末库存量为 2.66 亿吨 .....	8
表 6： 预计 2025/2026 年中国小麦期末库存量为 1.24 亿吨 .....	9
表 7： 预计 2025/2026 年全球水稻期末库存量为 1.85 亿吨 .....	10
表 8： 预计 2025/2026 年中国水稻期末库存量为 1.05 亿吨 .....	10

## 1、USDA 发布 2025/2026 年全球农产品供需预测，预计玉米、大豆、小麦和水稻增产

2025 年 5 月，美国农业部发布全球农产品供需预测报告，与 2024/2025 年相比，预计 2025/2026 年全球玉米、大豆、小麦和水稻产量同比增长。玉米产量增长系美国玉米收获面积扩大及单产提升；大豆产量增长系巴西大豆种植面积扩大；小麦产量增长系欧盟、印度等多国小麦种植面积增加，其中印度小麦产量创新高；水稻产量增长系印度、中国水稻单产提升，孟加拉国收获面积扩大。

## 2、玉米：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

预计 2025/2026 年全球玉米产量同比增长，消费量同比增长。根据 USDA 5 月供需预测报告，产量方面，预计 2025/2026 年全球玉米产量同比增长 4370 万吨至 12.65 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球玉米出口量同比增长 646 万吨至 1.96 亿吨。消费量方面，预计饲用消费量同比增长 1963 万吨至 8.02 亿吨，国内消费量同比增长 2437 万吨至 12.74 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球玉米库存较 2024/2025 年末减少 945 万吨至 2.78 亿吨。

受玉米收获面积扩大及单产提升影响，预计 2025/2026 年美国玉米产量增长。根据 5 月 USDA 全球农作物产量报告，预计 2025/2026 年美国玉米产量 4.02 亿吨，同比增长 2421 万吨（同比+6%），主要系美国玉米收获面积增至 3537 万公顷，同比增长 182 万公顷（同比+5%），单产增至 11.36 吨/公顷（同比+1%）。

图1：4.14-5.13 CBOT 玉米收盘价下跌 8.62%



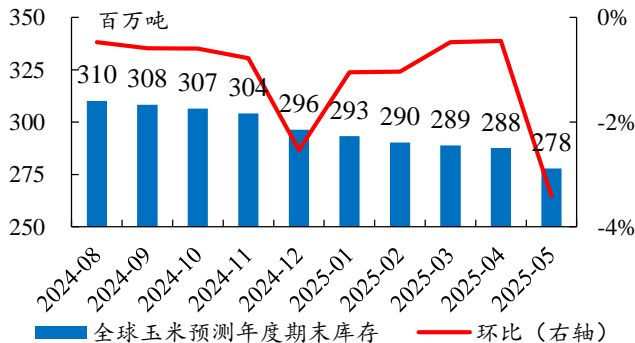
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：4.14-5.13 玉米期货收盘价上涨 3.40%



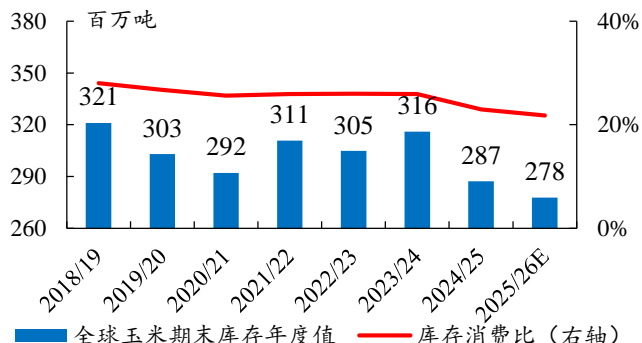
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025/2026 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：预计 2025/2026 年全球玉米库存消费比同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

**表1：预计 2025/2026 年全球玉米期末库存量为 2.78 亿吨**

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 5 月估计值)	2025/26 (2025 年 5 月预测值)	同比(%)
期初库存	321.07	306.37	292.94	314.25	305.68	316.07	287.29	-9.11%
产量	1116.52	1125.88	1216.13	1164.18	1230.52	1221.28	1264.98	3.58%
进口	165.36	185.60	184.43	173.45	198.21	183.53	187.48	2.15%
饲料消费	714.35	722.91	743.28	735.41	769.07	781.92	801.55	2.51%
国内消费	1134.60	1140.10	1198.29	1173.66	1220.13	1250.06	1274.43	1.95%
出口	171.72	182.12	206.39	180.40	193.55	189.35	195.81	3.41%
期末库存	302.99	292.15	310.79	304.77	316.07	287.29	277.84	-3.29%
库存消费比	26.70%	25.62%	25.94%	25.97%	25.90%	22.98%	21.80%	-1.18%

数据来源：USDA、开源证券研究所；注：表格年度采用简写，2019/20 表示 2019/2020 年度，后续列表表述一致

**表2：预计 2025/2026 年中国玉米期末库存量为 1.82 亿吨**

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 5 月估计值)	2025/26 (2025 年 5 月预测值)	同比(%)
期初库存	210.18	200.53	205.70	209.14	206.04	211.29	198.18	-6.20%
产量	260.78	260.67	272.55	277.20	288.84	294.92	295.00	0.03%
进口	7.58	29.51	21.88	18.71	23.41	8.00	10.00	25.00%
压榨量	193.00	203.00	209.00	218.00	225.00	234.00	239.00	2.14%
消费总额	278.00	285.00	291.00	299.00	307.00	316.00	321.00	1.58%
出口	0.01	0.00	0.00	0.01	0.00	0.02	0.02	0.00%
期末库存	200.53	205.70	209.14	206.04	211.29	198.18	182.16	-8.08%
库存消费比	72.13%	72.18%	71.87%	68.91%	68.82%	62.72%	56.75%	-5.97%

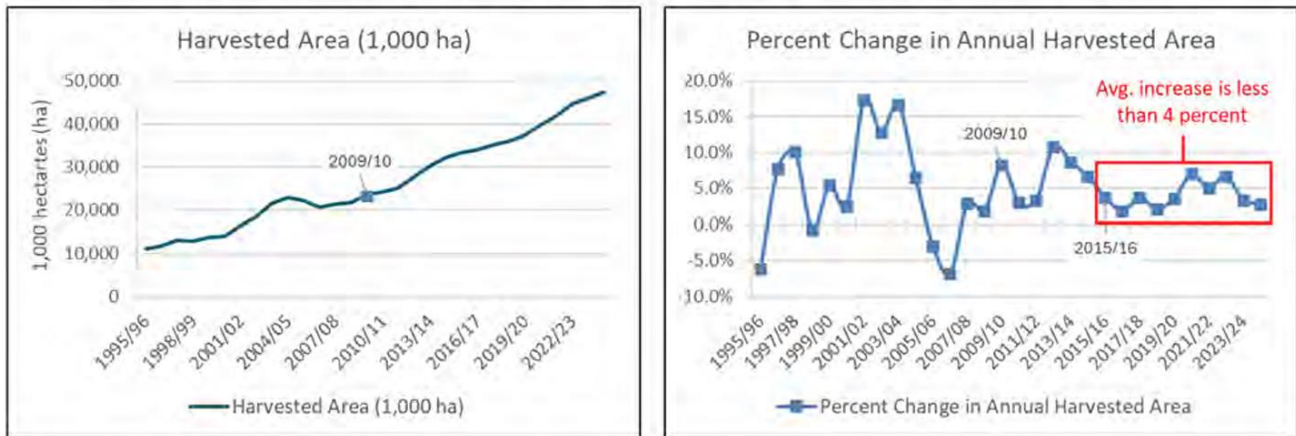
数据来源：USDA、开源证券研究所

### 3、大豆：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

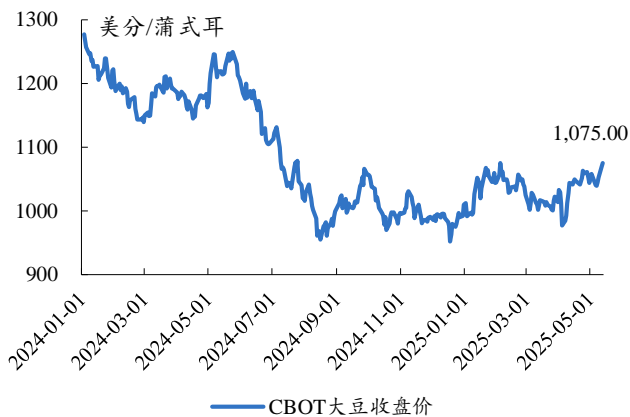
**预计 2025/2026 年全球大豆产量同比增长，消费量同比增长。**根据 USDA 5 月供需预测报告，产量方面，预计 2025/2026 年全球大豆产量同比增长 595 万吨至 4.27 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球大豆出口量同比增长 756 万吨至 1.88 亿吨。消费量方面，预计 2025/2026 年全球大豆压榨量同比增长 1230 万吨至 3.66 亿吨，国内消费量同比增长 1376 万吨至 4.24 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球大豆期末库存较 2024/2025 年末增长 115 万吨至 1.24 亿吨。

**需求增长驱动巴西大豆种植面积扩大，预计 2025/2026 年产量再创新高。**根据 5 月 USDA 全球农作物产量报告，在中国等国家巴西大豆需求增加背景下，巴西大豆面积扩大至 4880 万公顷，同比增长 140 万公顷，同比增幅 3%，较近五年平均水平增长 11%，预计 2025/2026 年巴西大豆产量为 1.75 亿吨，同比增长 4%，较近五年平均水平增长 16%，巴西大豆产量持续创新高。

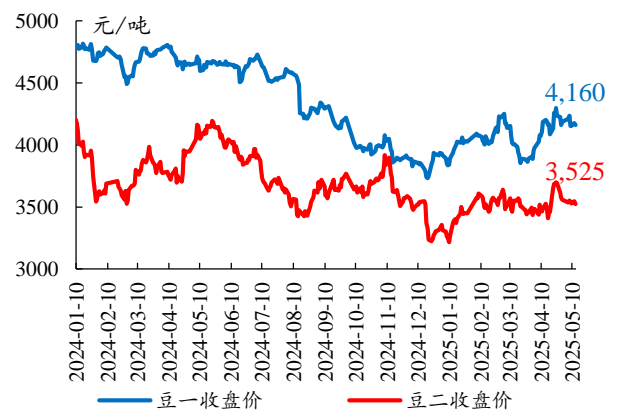


**图5：巴西大豆种植面积扩大驱动产量提升**
**Brazil Soybeans Time Series: Harvested Area & Annual Rate of Area Change**


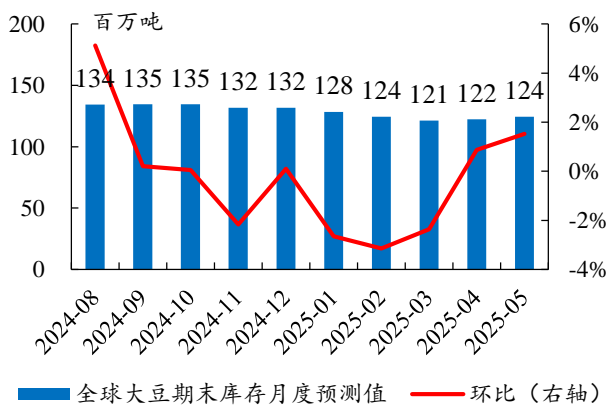
资料来源：USDA

**图6：4.14-5.13 CBOT 大豆收盘价上涨 3.24%**


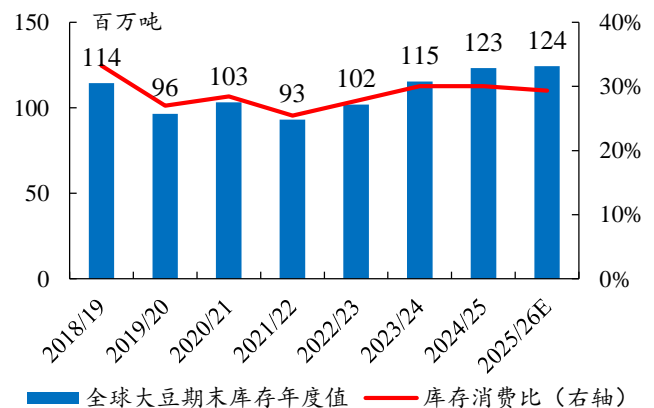
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：4.14-5.13 国内豆一收盘价下跌，豆二收盘价下跌**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2025/2026 年全球大豆期末库存较前预测值上升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：预计 2025/2026 年全球大豆库存消费比同比下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表3：预计 2025/2026 年全球大豆期末库存量为 1.24 亿吨**

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 5 月估计值)	2025/26 (2025 年 5 月预测值)	同比(%)
期初库存	114.48	96.84	98.64	93.48	101.78	115.30	123.18	6.83%
产量	339.00	367.76	360.45	378.24	396.93	420.87	426.82	1.41%
进口	164.97	165.38	154.47	168.56	178.13	178.16	186.82	4.86%
压榨量	311.45	315.00	316.51	315.60	331.03	354.16	366.46	3.47%
国内消费	357.01	362.38	366.03	366.70	383.85	410.29	424.05	3.35%
出口	165.05	164.48	154.43	171.79	177.69	180.87	188.43	4.18%
期末库存	96.38	103.11	93.09	101.79	115.30	123.18	124.33	0.93%
库存消费比	27.00%	28.45%	25.43%	27.76%	30.04%	30.02%	29.32%	-0.70%

数据来源：USDA、开源证券研究所

**表4：预计 2025/2026 年中国大豆期末库存量为 4386 万吨**

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 5 月估计值)	2025/26 (2025 年 5 月预测值)	同比(%)
期初库存	18.35	24.48	28.86	25.15	32.34	43.31	43.96	1.50%
产量	18.09	19.60	16.40	20.28	20.84	20.65	21.00	1.69%
进口	98.53	99.74	90.30	104.50	112.00	108.00	112.00	3.70%
压榨量	91.50	95.00	90.00	96.00	99.00	104.00	108.00	3.85%
国内消费	110.40	114.90	110.30	117.50	121.80	127.90	133.00	3.99%
出口	0.09	0.07	0.10	0.09	0.07	0.10	0.10	0.00%
期末库存	24.48	28.86	25.15	32.34	43.31	43.96	43.86	-0.23%
库存消费比	22.18%	25.11%	22.80%	27.52%	35.56%	34.37%	32.98%	-1.39%

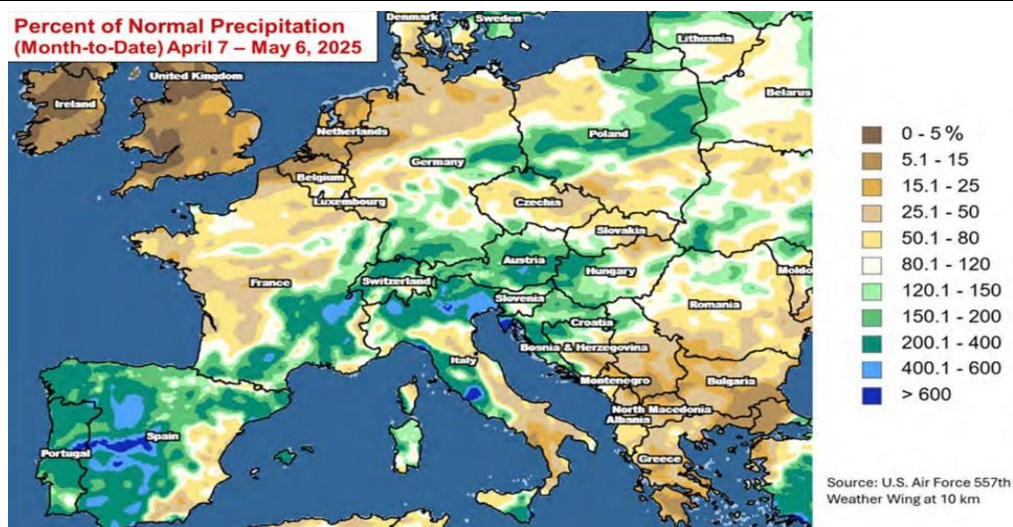
数据来源：USDA、开源证券研究所

#### 4、小麦：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

**预计 2025/2026 年全球小麦产量同比增长，消费量同比增长。**根据 USDA 5 月供需预测报告，产量方面，预计 2025/2026 年全球小麦产量同比增长 881 万吨至 8.09 亿吨。消费方面，预计 2025/2026 年全球小麦饲用消费量同比增长 117 万吨至 1.55 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球小麦进口量同比增长 1159 万吨至 2.10 亿吨，出口量同比增长 687 万吨至 2.13 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球小麦期末库存较 2024/2025 年末增长 52 万吨至 2.66 亿吨。

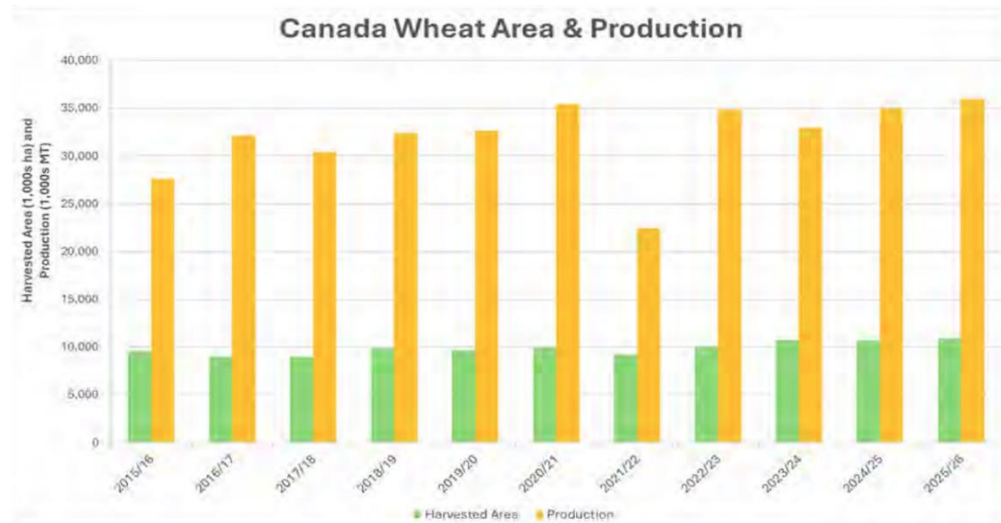
**印度政府抬升小麦最低支持价格驱动印度小麦产量创新高，面积扩大及单产提升驱动欧盟小麦产量同比高增。**根据 5 月 USDA 全球农作物产量报告，(1) **欧盟：**预计 2025/2026 年小麦产量 1.36 亿吨（同比+11%），较近五年平均值提升 3%，主要系小麦收获面积扩大至 2400 万公顷（同比+6%），且良好生长条件驱动单产提升至 5.67 吨/公顷（同比+5%）。(2) **印度：**预计 2025/2026 年小麦产量 1.17 亿吨（同比+3%），较近五年平均值提升 7%，再创历史新高，主要系政府将 2025/2026 年小麦最低支持价格提高 7%，提振了农民种植积极性，小麦收获面积增至 3250 万公顷（同比+2%）。(3) **俄罗斯：**预计 2025/2026 年小麦产量 8300 万吨（同比+2%），主要系小麦单产增至 3.05 吨/公顷（同比+4%）。(4) **加拿大：**预计 2025/2026 年小麦产量 3600 万吨（同比+3%），主要系盈利能力提升及优质小麦需求增长驱动小麦种植面积增至 1090 万公顷（同比+2%）。

图10：欧盟种植生长条件良好



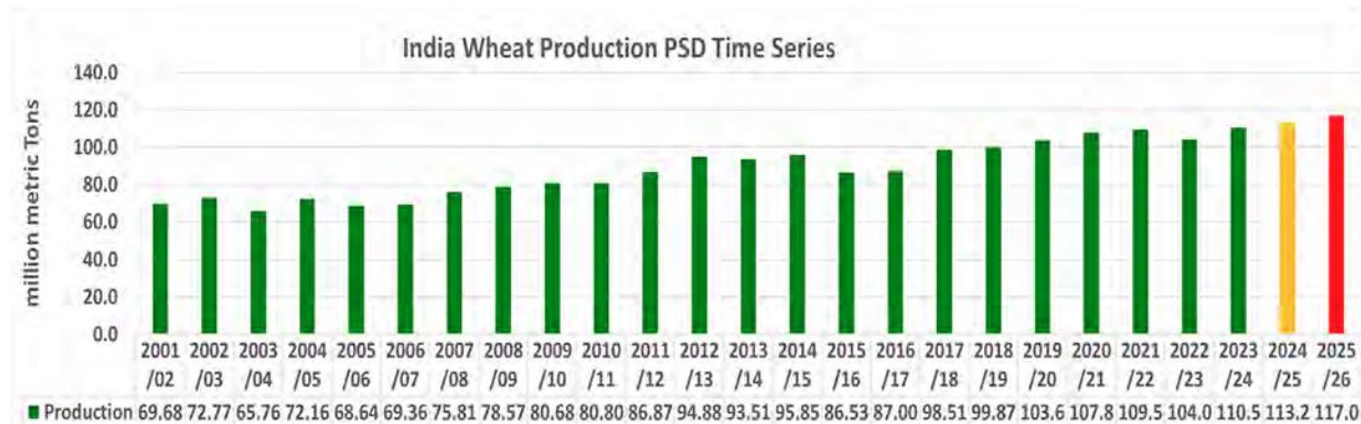
资料来源：USDA

图11：种植面积增长驱动加拿大小麦产量增加



资料来源：USDA

图12：预计 2025/2026 年印度小麦产量创历史新高



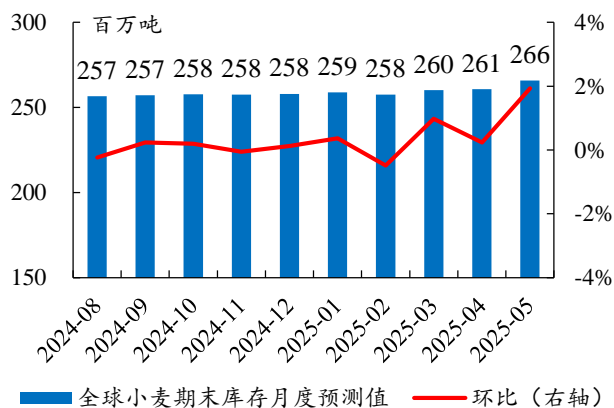
资料来源：USDA

**图13: 4.14-5.13 CBOT 小麦价格下跌 5.30%**

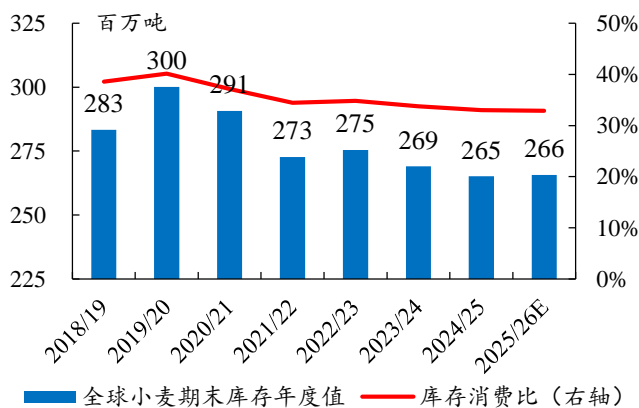

数据来源: Wind、开源证券研究所

**图14: 4.14-5.13 国内小麦现货价格上涨 1.82%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图15: 2025/2026 年全球小麦期末库存较前预测值上升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图16: 预计 2025/2026 年全球小麦库存消费比同比下降**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**表5: 预计 2025/2026 年全球小麦期末库存量为 2.66 亿吨**

单位: 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025年5月估计值)	2025/26 (2025年5月预测值)	同比(%)
期初库存	283.37	296.83	283.67	275.35	274.98	269.11	265.21	-1.45%
产量	763.86	776.26	780.35	790.45	791.95	799.71	808.52	1.10%
进口	185.42	194.77	200.18	212.96	223.05	198.06	209.65	5.85%
饲料消费	139.22	157.70	160.69	153.02	159.24	154.28	155.45	0.76%
消费总额	747.18	782.43	791.34	790.38	797.82	803.62	808.00	0.55%
出口	191.52	202.64	202.76	221.94	222.22	206.12	212.99	3.33%
期末库存	300.04	290.67	272.69	275.42	269.11	265.21	265.73	0.20%
库存消费比	40.16%	37.15%	34.46%	34.85%	33.73%	33.00%	32.89%	-0.11%

数据来源: USDA、开源证券研究所



表6：预计 2025/2026 年中国小麦期末库存量为 1.24 亿吨

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 5 月估计值)	2025/26 (2025 年 5 月预测值)	同比(%)
期初库存	138.09	150.02	139.12	136.76	138.82	134.50	126.90	-5.65%
产量	133.60	134.25	136.95	137.72	136.59	140.10	142.00	1.36%
进口	5.38	10.62	9.57	13.28	13.64	3.30	6.00	81.82%
饲料消费	19.00	45.00	35.00	33.00	37.00	33.00	33.00	0.00%
消费总额	126.00	155.00	148.00	148.00	153.50	150.00	150.00	0.00%
出口	1.05	0.76	0.88	0.95	1.04	1.00	1.00	0.00%
期末库存	150.02	139.12	136.76	138.82	134.50	126.90	123.90	-2.37%
库存消费比	119.06%	89.75%	92.40%	93.80%	87.62%	84.60%	82.60%	-2.00%

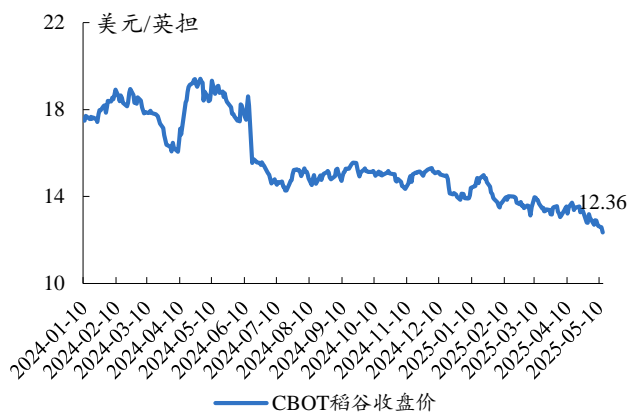
数据来源：USDA、开源证券研究所

## 5、水稻：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

预计 2025/2026 年全球水稻产量同比增长，消费量同比增长。根据 USDA 5 月供需预测报告，产量方面，预计 2025/2026 年全球水稻产量同比增长 99 万吨至 5.39 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球水稻期末库存较 2024/2025 年末减少 4 万吨至 1.85 亿吨。消费方面，预计 2025/2026 年全球水稻消费量同比增长 614 万吨至 5.39 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球水稻进口量同比增长 121 万吨至 5859 万吨，出口量同比减少 60 万吨至 6081 万吨。

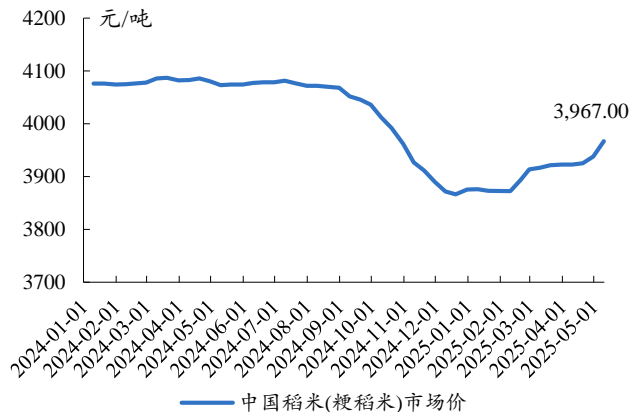
印度、中国水稻单产提升驱动产量提升，孟加拉国收获面积扩大驱动产量增长。根据 USDA 5 月全球农作物产量报告，（1）印度：预计 2025/2026 年水稻产量 1.48 亿吨，同比增长 100 万吨（同比+1%），主要系水稻单产提升至 4.40 吨/公顷（同比+2%）。（2）中国：预计 2025/2026 年水稻产量 1.46 亿吨，同比增长 73 万吨（同比+0.5%），主要系水稻单产提升至 7.19 吨/公顷（同比+1%）。（3）孟加拉国：预计 2025/2026 年水稻产量 3750 万吨，同比增长 90 万吨（同比+2%），主要系水稻收获面积扩大至 1180 万公顷（同比+4%）。

图17：4.14-5.13 CBOT 水稻价格下跌 9.95%

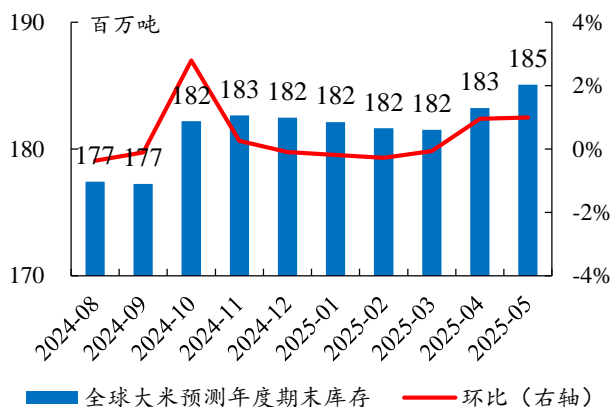


数据来源：Wind、开源证券研究所

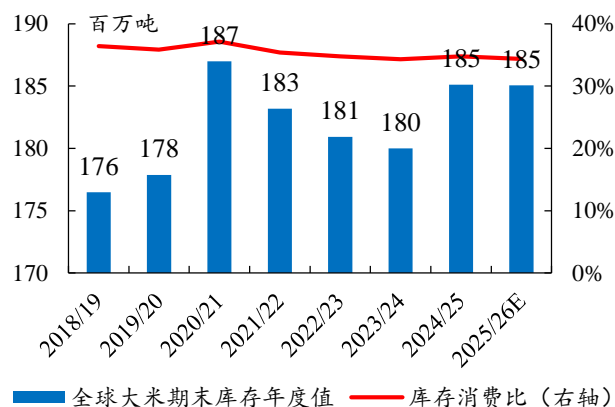
图18：4.10-5.10 国内稻米市场价上涨 1.12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图19：2025/2026 年全球水稻期末库存较前预测值上升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图20：预计 2025/2026 年全球水稻库存消费比同比下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表7：预计 2025/2026 年全球水稻期末库存量为 1.85 亿吨**

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 5 月估计值)	2025/26 (2025 年 5 月预测值)	同比 (%)
期初库存	176.49	181.64	187.71	184.39	180.81	180.00	185.11	2.84%
产量	497.69	508.84	513.10	516.70	523.70	537.72	538.71	0.18%
进口	42.32	46.32	54.48	57.67	53.37	57.38	58.59	2.11%
消费总额	496.30	503.50	517.63	520.15	524.51	532.61	538.75	1.15%
出口	43.00	50.76	56.91	55.46	56.78	61.41	60.81	-0.98%
期末库存	177.88	186.98	183.19	180.93	180.00	185.11	185.07	-0.02%
库存消费比	35.84%	37.14%	35.39%	34.78%	34.32%	34.76%	34.35%	-0.40%

数据来源：USDA、开源证券研究所

**表8：预计 2025/2026 年中国水稻期末库存量为 1.05 亿吨**

单位： 百万吨	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25 (2025 年 5 月估计值)	2025/26 (2025 年 5 月预测值)	同比 (%)
期初库存	115.00	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00	103.50	0.49%
产量	146.73	148.30	148.99	145.95	144.62	145.28	146.00	0.50%
进口	2.60	4.22	5.95	4.38	1.53	2.10	2.35	11.90%
消费总额	145.23	150.29	156.36	154.99	148.12	145.98	146.00	0.02%
出口	2.60	2.22	2.08	1.74	1.63	0.90	0.85	-5.56%
期末库存	116.50	116.50	113.00	106.60	103.00	103.50	105.00	1.45%
库存消费比	80.22%	77.52%	72.27%	68.78%	69.54%	70.90%	71.92%	1.02%

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

### 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