

农资为本风正劲、扬帆起航正当时

——扬农化工（600486.SH）首次覆盖报告

核心观点

聚焦原药产品，业绩增长稳健。公司专注于农药原药产品，多年来建立了以杀虫剂、除草剂为核心产品的研产销一体化产业链。2021年公司在产原药品种接近70个，主要产品产能：菊酯类农药1.42万吨/年、草甘膦3万吨/年、麦草畏2万吨/年。拟除虫菊酯类农药为公司核心产品，规模为国内农药行业第一。2017-2021年，公司营业收入和归母净利润逐年增长，归母净利润的年均复合增长率达20.74%。2021年公司原药、制剂毛利润占总毛利润的比例分别为67.33%、26.47%。

产能稳步扩张，产品价格中枢上移。2022年第一季度公司业绩大幅提升，实现营业收入52.68亿元，同比增长42.08%；实现归母净利润9.04亿元，同比增长103.51%。公司业绩增长一方面源于自身产能的稳步扩张，另一方面源于产品价格中枢上移。**产能方面**，优嘉四期包括7310吨的菊酯类农药，预计2022年底全部建成，届时公司菊酯类农药产能将从1.42万吨/年增至2.15万吨/年。**价格方面**，2022年第一季度公司原药、制剂平均售价分别为11.21、5.55万元/吨，分别同比增长41.26%、77.21%。

主要农药品种行业景气上行，为公司打开业绩增长空间。**杀虫剂方面**，拟除虫菊酯具有高效低毒的特点，符合我国农药产品结构向低毒化发展的要求，具有较好的发展前景。截至2022年5月24日，国内联苯菊酯市场价报28.5万元/吨，较2021年初上涨44.3%，处于历史高位。**除草剂方面**，随着国内转基因商业化的推进，草甘膦、麦草畏需求有望大幅增长。截至2022年5月24日，国内草甘膦市场平均价报6.47万元/吨，较4月小幅上涨，较2021年初的2.73万元/吨上涨136.9%，且仍处于上行通道中。主营产品行业景气上行，叠加新增产能释放，公司未来业绩有望打开增长空间。

先正达赋能下，未来公司发展空间广阔。2020年公司通过并购重组加入先正达植保业务板块。2021年公司与先正达签署东南亚分销合作协议，扩展东南亚市场销售。在先正达的赋能下，公司与集团未来有望发挥协同作用，对接更多内部资源，为公司业务发展打开更广阔空间。

投资建议

未来公司新增产能释放，业绩有望持续增长。预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为21.06/23.59/26.07亿元，对应EPS分别为6.80/7.61/8.41元，PE分别为20.19/18.02/16.31倍。结合行业景气度，看好公司的发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

安全环保政策升级、国际贸易摩擦、气候异常等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11841.46	17160.11	18130.59	18788.30
增长率 (%)	20.45	44.92	5.66	3.63
归母净利润	1222.03	2105.77	2359.13	2607.48
增长率 (%)	1.02	72.32	12.03	10.53
EPS (元/股)	3.94	6.80	7.61	8.41
市盈率 (P/E)	33.27	20.19	18.02	16.31
市净率 (P/B)	5.86	4.70	3.73	3.03

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为2022年5月26日收盘价137.2元

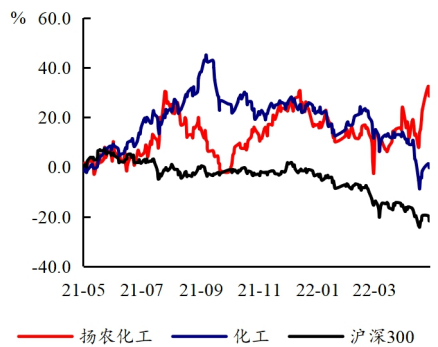
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 强烈推荐 (首次覆盖)

报告作者

作者姓名 李子卓
 资格证书 S1710521020003
 电子邮箱 lizz@easec.com.cn
 联系人 丁俊波
 电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	309.90
流通A股/B股(百万股)	309.90/0.00
资产负债率(%)	47.90
每股净资产(元)	21.04
市净率(倍)	6.50
净资产收益率(加权)	12.64
12个月内最高/最低价	140.90/103.67

相关研究

正文目录

1. 公司：农药龙头企业，业绩突破百亿.....	4
1.1. 聚焦核心原药产品、打造一体化产业链.....	4
1.2. 背靠大股东先正达、积极布局海外市场.....	5
1.3. 收入总量稳健增长、原药贡献主要利润.....	7
2. 行业：产业结构持续优化，农药行业景气上行.....	10
2.1. 供给：行业格局改善，产品结构优化.....	10
2.2. 需求：粮食需求逐年上升，农药市场持续扩张.....	12
2.3. 重点品种新增机遇、行业景气有望延续.....	14
3. 优势：项目创新齐推进，打开增长空间.....	18
3.1. 新建项目稳步推进，打开业绩增长空间.....	18
3.2. 菊酯原药完整产业链，农药创制能力强.....	19
3.3. 先正达赋能原药开发，内部资源协同发展.....	21
4. 盈利预测.....	22
5. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1. 2021 年公司主营产品产能情况.....	4
图表 2. 公司积极拓宽主业.....	5
图表 3. 2020 年位列全球农化企业销售排名第 10 位.....	5
图表 4. 截至 2022 年第一季度公司股权结构.....	6
图表 5. 2021 海外业务营业收入占比 58.27%.....	7
图表 6. 2021 海外业务毛利润占比 34.39%.....	7
图表 7. 2022Q1 营业收入同比增长 42.08%.....	8
图表 8. 2022Q1 归母净利润同比增长 103.51%.....	8
图表 9. 2021 年原药产品营业收入提升.....	8
图表 10. 2021 年贸易业务营业收入大幅提升.....	8
图表 11. 2021 年原药营业收入占比为 59.31%.....	9
图表 12. 2021 年原药毛利润占比为 67.33%.....	9
图表 13. 2021 年杀虫剂、除草剂营业收入占原药总营业收入 80.36%.....	9
图表 14. 2021 年杀虫剂、除草剂毛利润占原药总毛利润 82.49%.....	9
图表 15. 2017-2021 年毛利率维持在 23% 以上.....	10
图表 16. 2021 年制剂产品毛利率为 37.60%.....	10
图表 17. 2021 年三费总费用率为 8.05%.....	10
图表 18. 2021 年管理费用率、财务费用率有所下降.....	10
图表 19. 2020 年农药企业数量相较于 2015 年大幅下降.....	11
图表 20. 农药相关政策出台推动行业准入门槛提高.....	11
图表 21. 世界人口逐年上升.....	12
图表 22. 世界人均耕地面积逐年下降.....	12
图表 23. 2016 年以来全球农药市场规模逐年上升.....	13
图表 24. 2021 年我国玉米、小麦价格上涨.....	14
图表 25. 我国草甘膦出口比例高.....	14
图表 26. 2022 年以来国际主要农作物价格大幅上涨.....	14
图表 27. 2019-2022 年我国主粮类转基因作物获批情况.....	15
图表 28. 目前草甘膦价格处于上行通道.....	16
图表 29. 截至 2022 年 5 月 10 日麦草畏华东市场价报 7.5 万元/吨.....	17

图表 30. 2021 年联苯菊酯价格.....	18
图表 31. 优嘉四期项目.....	18
图表 32. 2021 年公司菊酯类农药在建情况.....	19
图表 33. 在建杀菌剂产品用途.....	19
图表 34. 菊酯类农药工艺流程.....	20
图表 35. 研发投入逐年增加.....	20
图表 36. 全资子公司农研公司研发获奖成果.....	21
图表 37. 2020 年先正达集团居全球植保行业第一.....	22
图表 38. 2020 年先正达集团居全球种子行业第三.....	22

1. 公司：农药龙头企业，业绩突破百亿

1.1. 聚焦核心原药产品、打造一体化产业链

专注农药原药产品，以杀虫剂和除草剂为核心。公司成立于1999年，并于2002年上市。在农药领域深耕多年，公司形成了以原药为主导，以杀虫剂、除草剂为核心的产品格局。公司在产原药品种接近70个，涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂和植物生长调节剂等。杀虫剂和除草剂为公司主营产品，其中杀虫剂为菊酯类农药，包含卫生用药和大田用药，除草剂为草甘膦和麦草畏。2021年公司现有产品产能：菊酯类农药1.42万吨/年、草甘膦3万吨/年、麦草畏2万吨/年。

图表 1. 2021 年公司主营产品产能情况

产品	产能 万吨	产能利用率
草甘膦	3	100%
麦草畏	2	50%
菊酯类农药	1.42	100%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

杀虫剂方面，以拟除虫菊酯类产品起家，优嘉项目大幅提升菊酯类产品产能。公司起家于拟除虫菊酯产品，2002年其产品在国内卫生用杀虫剂市场占有率达70%。同年公司收购扬农集团2000吨/年拟除虫菊酯类农药基地相关资产。2016年优嘉一期项目投产，公司新增800吨/年联苯菊酯。2017年，优嘉二期项目投产，新增卫生菊酯产能2600吨/年，同年公司关闭宝塔湾厂区除部分中间体外的所有卫生菊酯产品生产线。2021年，优嘉三期项目投产，新增10825吨/年拟除虫菊酯类产品，自此公司菊酯类农药产能达1.42万吨/年。

除草剂方面，积极布局麦草畏、草甘膦产能。2003年，公司成立控股子公司江苏优士化学有限公司，积极布局除草剂领域。麦草畏方面，2007年，公司1000吨/年的麦草畏项目投产。2015年，公司优嘉一期项目投产，新增麦草畏产能5000吨/年，原项目装置停产。2017年，优嘉二期项目投产，公司新增麦草畏产能20000吨/年，使公司麦草畏产能居全球领先地位。草甘膦方面，2009年，公司控股子公司江苏优士化学有限公司优士一期、二期项目全面投产，公司拥有草甘膦产能30000吨/年。

图表 2. 公司积极拓宽主业



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

发展为国内农药龙头企业，拥有研产销一体化运营模式。公司为全球拟除虫菊酯原药核心供应商。2020年，公司在全球农化企业销售排名第十，在国内农化企业销售排名第二。2019年，公司收购了沈阳中化农药化工研发公司（简称“农研公司”）和中化作物保护品有限公司（简称“中化作物”）100%股权，其中农研公司建有国内农药行业目前唯一的新农药创制与开发国家重点实验室和农药国家工程研究中心，中化作物则主营农药销售方面，致使公司拥有国内领先的农药研发能力以及广泛的原药、制剂销售渠道。研产销一体化运营模式提高了公司的市场竞争力。

图表 3. 2020 年位列全球农化企业销售排名第 10 位

2020 财年排名	公司	2020 财年销售额 百万美元
1	先正达	11208
2	拜尔作物科学	9986
3	巴斯夫	7036
4	科迪华	6451
5	联合磷化	4662
6	富美实	4642
7	安道麦	3738
8	住友化学	3235
9	纽发姆	1720
10	扬农化工	1413

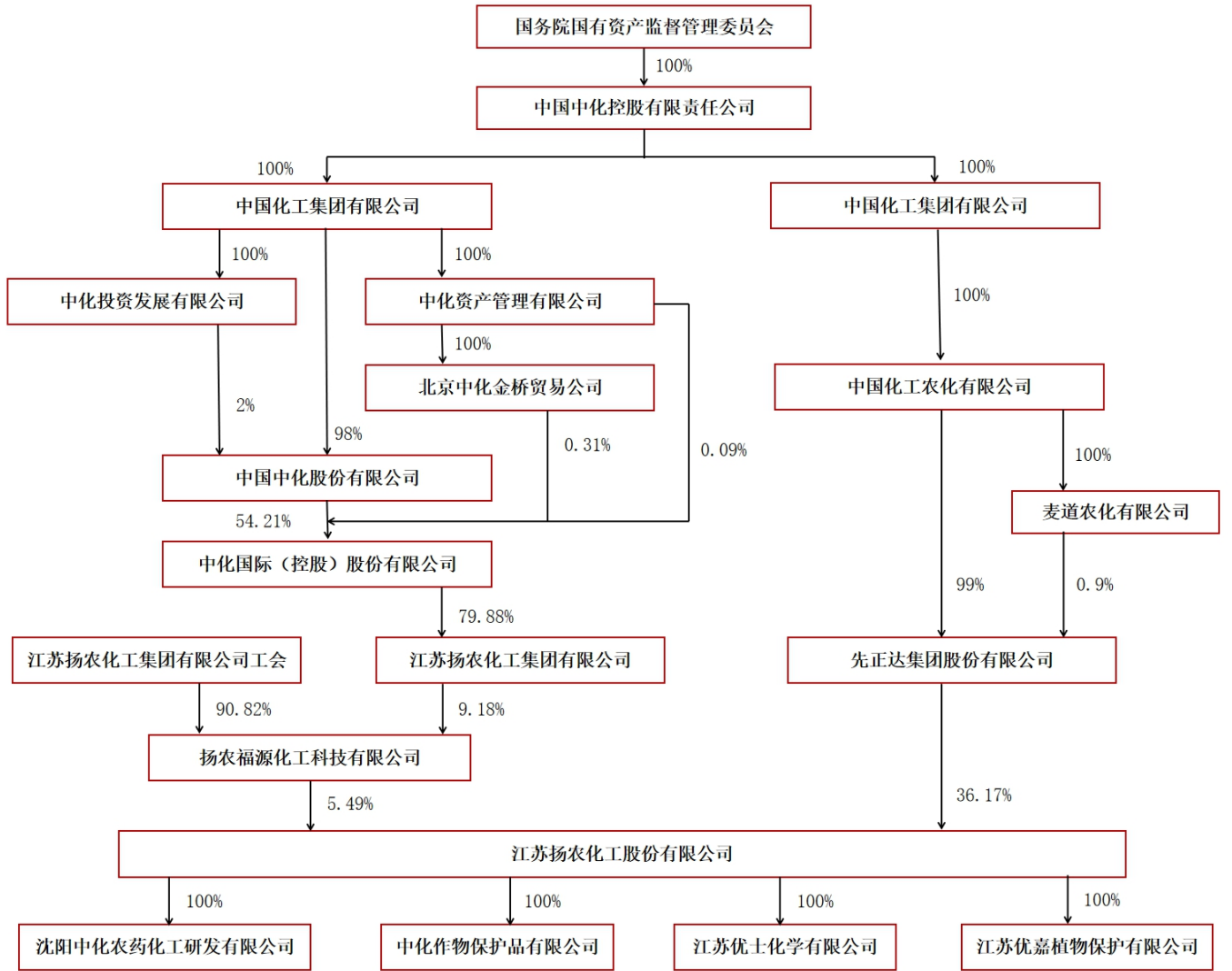
资料来源：世界农化网，东亚前海证券研究所

1.2. 背靠大股东先正达、积极布局海外市场

公司第一大控股股东为先正达集团，实际控制人为国务院国资委。2020年江苏扬农化工集团有限公司向先正达集团股份有限公司（简称“先正达集团”）出售其持有的扬农化工 36.17%的股份，致使先正达集团成为公司的第一大控股股东。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（简称“国务院国资委”）。

控股子公司业务布局清晰明确。扬农化工控股子公司围绕其研产销一体化运营模式布局。公司旗下共4家全资子公司：沈阳中化农药化工研发公司主要从事农药研发，拥有较强的原药创制、仿制能力。江苏优士化学有限公司、江苏优嘉植物保护有限公司主要从事农药生产制造，其中前者主营产品为草甘膦，后者主营产品为麦草畏和菊酯类农药。中化作物保护品有限公司主要从事农药销售，专注于全球农药品牌分销、渠道分销及贸易业务。

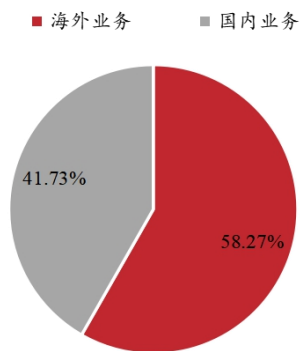
图表 4. 截至 2022 年第一季度公司股权结构



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

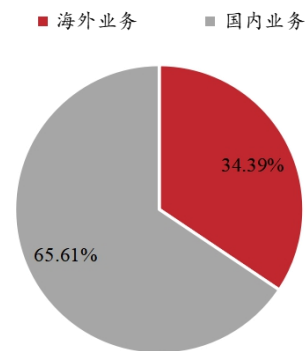
海外业务占比高，强化内外协同作用。海外市场作为公司重要的营销市场，对外公司积极巩固与战略供应商合作，对内加强产品协同作用，加快推进全球登记布局，强化公司产品登记协同。2021 年公司海外业务营业收入占总营业收入的比例为 58.27%；公司海外业务毛利润占总毛利润的比例为 34.39%。

图表 5. 2021 海外业务营业收入占比 58.27%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 6. 2021 海外业务毛利润占比 34.39%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

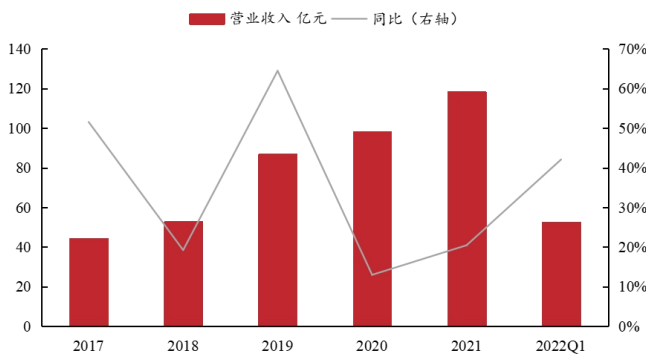
与先正达集团等开展商务合作，布局东南亚业务。2021 年公司与先正达签署东南亚分销合作协议。协议中，公司拟独家授权先正达亚太及其属地公司代理公司在印度、菲律宾、泰国三国的销售业务，同时先正达将向中化作物保护品有限公司子公司作物海外和中化农化采购农药产品，并向作物海外及其属地公司支付许可费和服务费，合同期为 5 年。这一合作有利于加强公司在国际市场的布局，对未来公司业务增长提供了有力支持。

1.3. 收入总量稳健增长、原药贡献主要利润

2021 年公司营收突破百亿，业绩稳步增长。营业收入方面，2021 年公司实现营业收入 118.41 亿元，首次突破百亿元，同比增长 20.45%。归母净利润方面，2021 年公司实现归母净利润 12.22 亿元，同比增长 1.02%。2017-2021 年，公司营业收入和归母净利润逐年增长，其中营业收入的年均复合增长率达 27.81%，归母净利润的年均复合增长率达 20.74%。

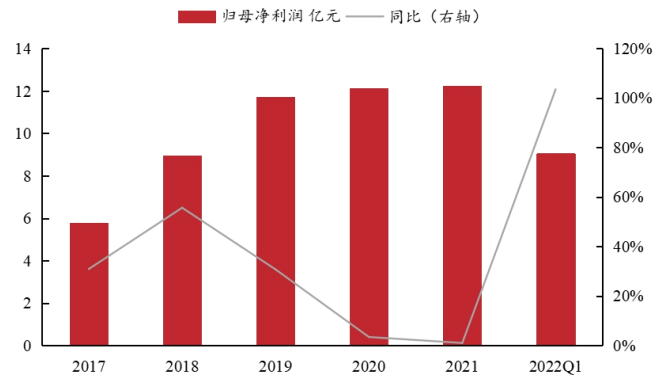
2022 年第一季度公司业绩大幅提升。2022 年第一季度公司实现营业收入 52.68 亿元，同比增长 42.08%；实现归母净利润 9.04 亿元，同比增长 103.51%。公司第一季度业绩大幅提升的原因主要为：一方面，优嘉三期项目全面达产，优嘉四期项目第一阶段建成投产，致使公司产能、产量同比增加；另一方面，根据公司公告数据，公司主营产品价格同比大幅上涨，其中原药、制剂平均销售价格分别为 11.21、5.55 万元/吨，分别同比增长 41.26%、77.21%。

图表 7. 2022Q1 营业收入同比增长 42.08%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

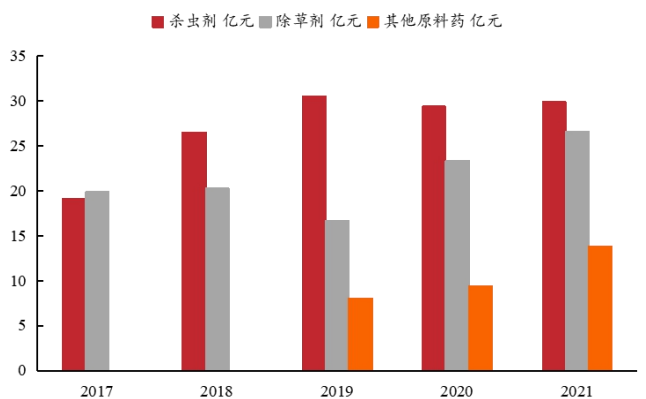
图表 8. 2022Q1 归母净利润同比增长 103.51%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

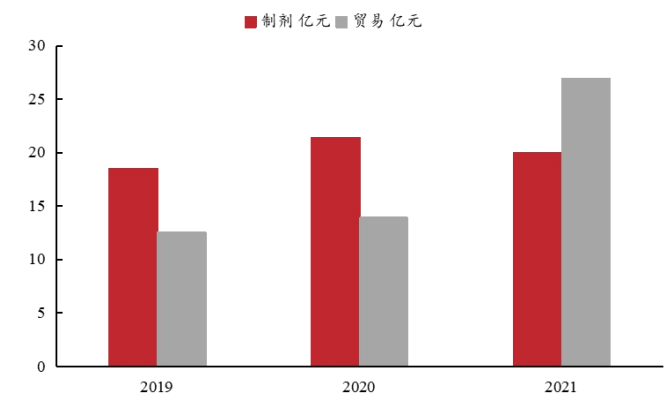
从各主营业务来看, 2021 年原药、贸易业务营收显著增长, 制剂业务营收略有下降。原药方面, 2021 年公司杀虫剂、除草剂、其他原料药营业收入分别为 29.85、26.59、13.79 亿元, 分别同比增长 1.70%、13.97%、47.33%。贸易方面, 2021 年公司贸易业务营业收入为 26.88 亿元, 同比增长 93.38%。制剂方面, 2021 年公司实现营业收入 19.95 亿元, 同比下降 6.81%。

图表 9. 2021 年原药产品营业收入提升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

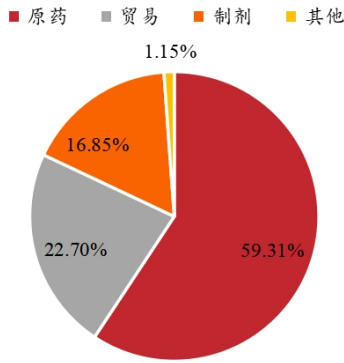
图表 10. 2021 年贸易业务营业收入大幅提升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

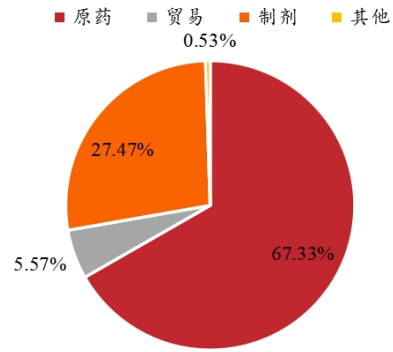
原药营业收入及毛利润占比高, 为公司重要利润来源。营业收入方面, 2021 年公司原药、贸易、制剂营业收入占总营业收入的比例分别为 59.31%、22.7%、16.85%, 其中原药为公司营业收入主要来源。毛利润方面, 2021 年公司原药、贸易、制剂毛利润占总毛利润的比例分别为 67.33%、5.57%、26.47%, 原药贡献了公司的主要毛利润。

图表 11. 2021 年原药营业收入占比为 59.31%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

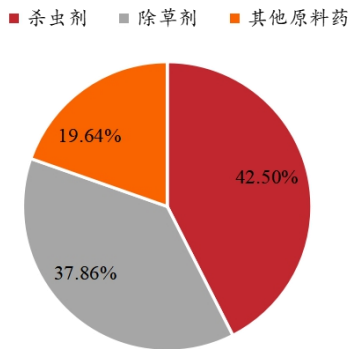
图表 12. 2021 年原药毛利润占比为 67.33%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

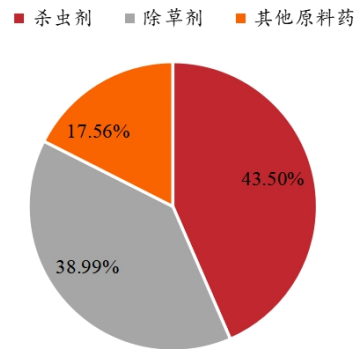
在原药细分产品中，杀虫剂、除草剂为原药收入的主要来源。营业收入方面，2021 年公司杀虫剂、除草剂营业收入占原药总营业收入的比例分别为 42.5%、37.86%，合计达 80.36%，为原药营业收入的主要来源。毛利润方面，2021 年杀虫剂、除草剂毛利润占原药总毛利润的比例分别为 43.5%、38.99%，合计达 82.49%，贡献了原药的主要毛利润。

图表 13. 2021 年杀虫剂、除草剂营业收入占原药总营业收入 80.36%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

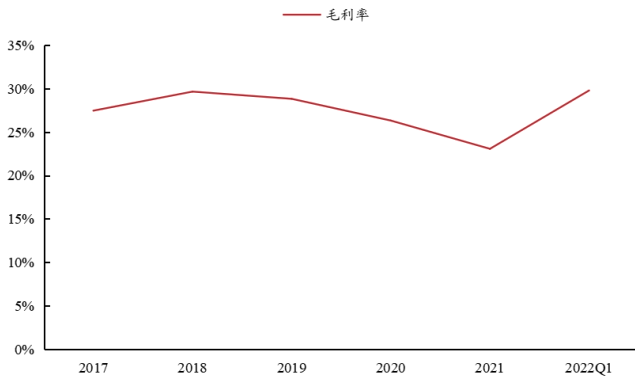
图表 14. 2021 年杀虫剂、除草剂毛利润占原药总毛利润 82.49%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

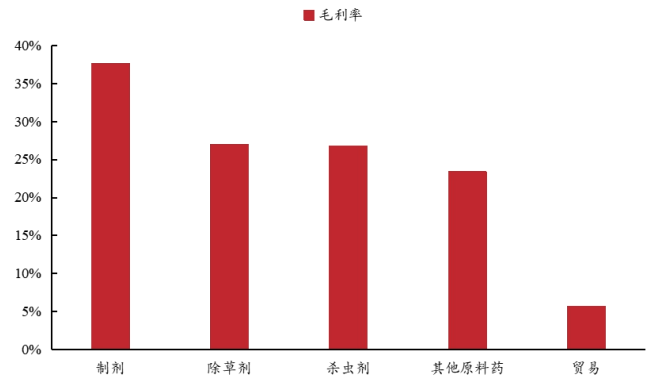
毛利率维持在 23% 以上，其中制剂毛利率最高。2017-2021 年，公司毛利率维持在 23% 以上。2022 年第一季度公司毛利率有所提升，达 29.77%，同比增长 6.29pct。细分产品中，2021 年公司制剂、除草剂、杀虫剂毛利率分别为 37.60%、26.95%、26.79%，其中制剂毛利率最高。

图表 15. 2017-2021 年毛利率维持在 23% 以上



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

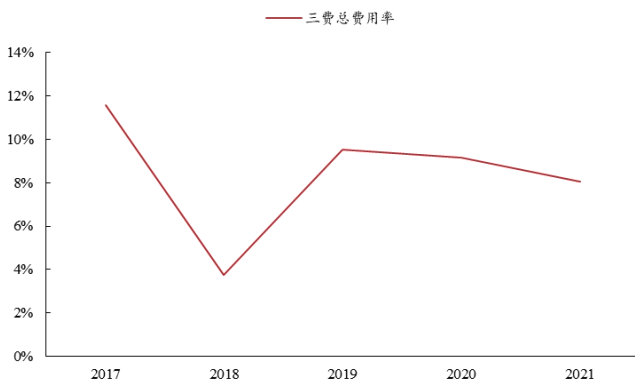
图表 16. 2021 年制剂产品毛利率为 37.60%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

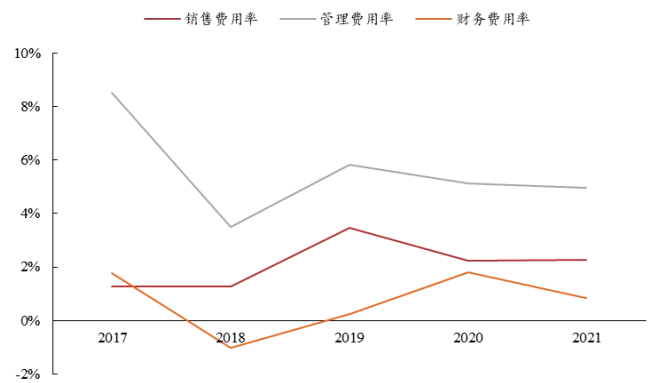
2019 年以来, 公司三费总费率逐年下降。2019-2021 年, 公司三费总费率从 2019 年的 9.52% 下降至 2022 年的 8.05%。分别来看, 2021 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.27%、4.95%、0.83%。销售费用率同比增长 0.05pct, 主要系职工薪酬增加; 管理费用率、财务费用率分别同比下降 0.18pct、0.99pct。

图表 17. 2021 年三费总费用率为 8.05%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 18. 2021 年管理费用率、财务费用率有所下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2. 行业: 产业结构持续优化, 农药行业景气上行

2.1. 供给: 行业格局改善, 产品结构优化

“十四五”推动兼并重组, 行业集中度有望进一步提高。“十三五”时期, 随着农药行业供给侧结构性改革, 农药企业兼并重组进程加快, 行业集中化趋势明显。截至 2020 年, 我国农业企业数量较 2015 年下降 14.75%; 农药行业规模以上企业数量为 693 家, 较 2015 年减少了 136 家。“十四五”时期, 我国将进一步推进农药产业结构转型升级。《“十四五”全国农药产业发展规划》强调继续推进农药生产企业兼并重组、转型升级、做大做强, 培育一批竞争力强的大中型生产企业, 争取到 2025 年我国农药行业企业数量低于 1600 家, 进一步提高我国农药行业集中度。

图表 19. 2020 年农药企业数量相较于 2015 年大幅下降

	2015	2020	降幅	2025E
全国农药企业数量家	2000	1705	14.75%	<1600
农药行业规模以上企业数量家	829	693	6.41%	-

资料来源：发改委、国家统计局，东亚前海证券研究所

产品结构优化，登记管控趋严。产品结构方面，《“十四五”全国农药产业发展规划》中指出大力发展生物农药，逐步淘汰退出抗性强、药效差、风险高的老旧农药品种和剂型。2022 年 3 月出台的《中华人民共和国农业农村部公告第 536 号》规定禁止生产甲拌磷、甲基异柳磷、水胺硫磷、灭线磷原药及制剂产品。**登记管理方面**，2022 年 2 月出台的《2020 年农药管理工作要点》规定提高企业准入条件，控制农药新增企业数量，同时淘汰高污染、高风险的落后产能。

推动产业升级，提高行业准入门槛。2020 年以来，我国持续推进农药产业结构优化，鼓励投资并购，推动行业资源向头部集中，同时退出一批竞争力弱的小农药企业，提高行业准入门槛。2022 年 1 月《“十四五”全国农药产业发展规划》中指出计划到 2025 年，着力培育 10 家产值超 50 亿元企业、50 家超 10 亿元企业、100 家超 5 亿元企业。

图表 20. 农药相关政策出台推动行业准入门槛提高

发布时间	政策名称	重点内容
2020 年 2 月	《2020 年农药管理工作要点》	在登记环节，提高审批质量，保障农药的安全性和有效性。 在生产环节，严格准入条件，控制新增企业数量；淘汰高污染、高风险的落后产能；鼓励企业兼并重组，退出一批竞争力弱的小农药企业。
2021 年 2 月	2021 中央一号文件	持续推进化肥农药减量增效
2022 年 1 月	《“十四五”全国农药产业发展规划》	优化生产布局，发展农药产业重点园区 31 个。提高产业集中度，到 2025 年，着力培育 10 家产值超 50 亿元企业、50 家超 10 亿元企业、100 家超 5 亿元企业，园区内农药生产企业产值提高 10 个百分点。调整产品结构，大力发展生物农药，逐步淘汰退出抗性强、药效差、风险高的老旧农药品种和剂型。
2022 年 3 月	中华人民共和国农业农村部公告第 536 号	自 2022 年 9 月 1 日起，撤销甲拌磷、甲基异柳磷、水胺硫磷、灭线磷原药及制剂产品的农药登记，禁止生产。已合法生产的产品在质量保证期内可以销售和使用，自 2024 年 9 月 1 日起禁止销售和使用。

资料来源：国务院，中国农产品质量安全网，农业农村部，东亚前海证券研究所

低毒、微毒品种占比提升。根据期刊《农药科学与管理》在“2021 年及近年我国农药登记情况和特点分析”一文中分析，2013-2021 年我国微毒、

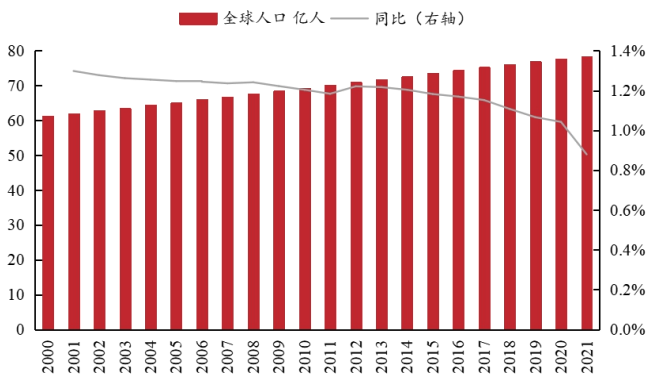
低毒农药占比持续增加，从 2013 年的 78.3% 上升至 2021 年的 85.6%，同时每年低毒、微毒农药新登记数量占当年新增农药登记数量的比率持续上升，2021 年达 95.9%。我国农药品种中微毒、低毒品种占比逐年增加，农药产品结构持续优化。

2.2. 需求：粮食需求逐年上升，农药市场持续扩张

2.2.1. 全球：人口逐年上涨、农药需求提升

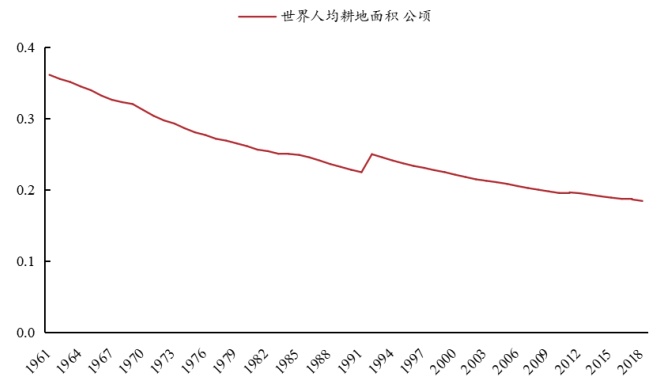
全球人口逐年增加，推动粮食需求上涨。2000-2021 年，全球人口从 2000 年的 61.14 亿人上升至 2021 年的 78.32 亿人，年均复合增长率为 1.25%。据世界银行统计数据，目前世界人口仍具有稳步增长趋势，至 2050 年世界人口有望达到 100 亿，对粮食的需求或将增长 30% 左右。1993 年以来，世界人均耕地面积逐年下降，为保持粮食的稳定供应，对粮食的生产效率提出了更高的要求。农药作为农产品生产中不可缺少的农资品，对提高粮食生产效率至关重要。因此，随着人口增长对粮食需求的增加，农药需求量有望提高，进而推动农药市场规模稳步扩张。

图表 21. 世界人口逐年上升



资料来源：世界银行，东亚前海证券研究所

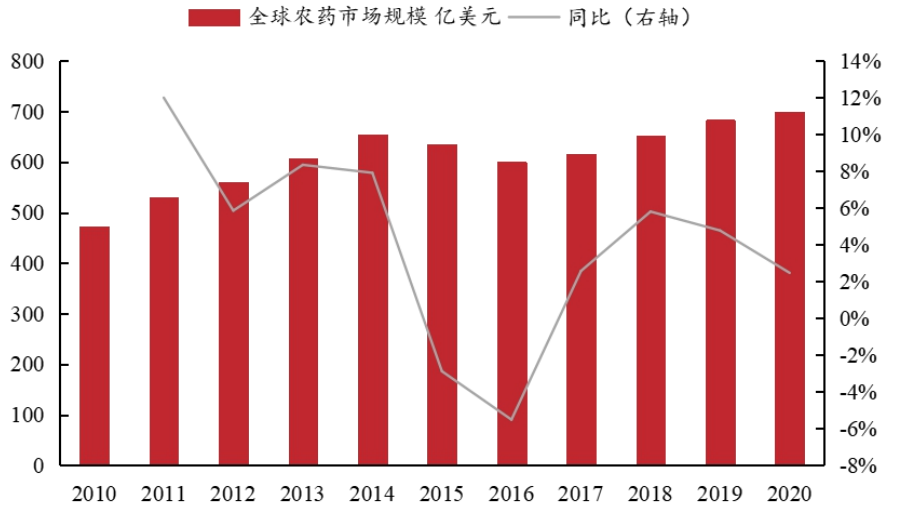
图表 22. 世界人均耕地面积逐年下降



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2016 年以来，全球农药市场规模持续扩张。2010-2020 年，全球农药市场规模从 2010 年的 460.1 亿美元上升至 2020 年的 698.9 亿美元，年均复合增长率为 4.01%。在 2010-2020 年中，2010-2014 年农药市场规模持续上升，2015-2016 年世界经济复苏乏力，农产品价格下滑，导致全球农药市场规模有所下降。2017 年以来，全球农药市场规模再次提升，并呈现上涨的趋势，全球农药市场需求总体向上。根据世界农化网数据，Phillips McDougall（种子和农药咨询公司）预计 2023 年作物用农药市场可达 667.03 亿美元，2018-2023 年年均复合增长率为 3%。

图表 23. 2016 年以来全球农药市场规模逐年上升

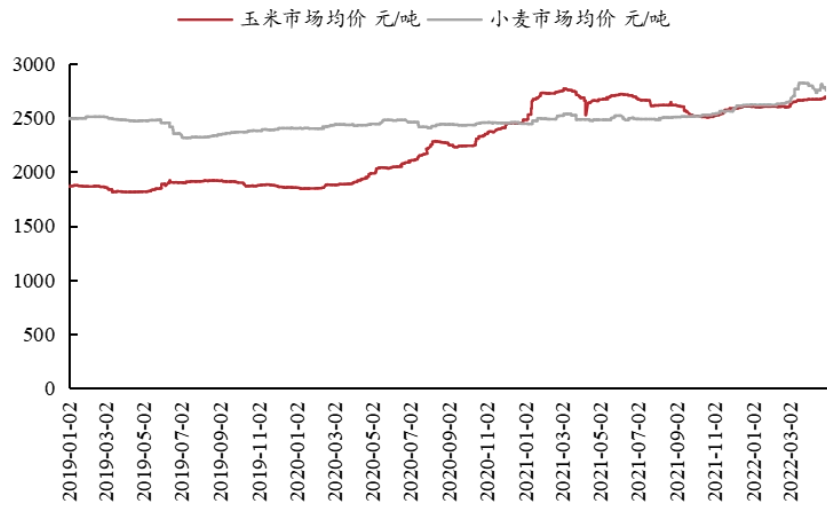


资料来源：世界农化网，东亚前海证券研究所

2.2.2. 我国：种植面积增加、农药出口比例高

2021 年我国谷物类农作物价格上涨，种植面积增加。以玉米、小麦为例，2020 年 2 月份以来，我国玉米市场均价处于上行通道，并于 2021 年 3 月 5 日上升至最高点，达 2768 元/吨，较 2020 年初上涨 916 元/吨，涨幅为 49.46%，之后稍有回落，但仍处于历史高位。2021 年以来，小麦价格平稳上行，截至 2021 年底，小麦市场均价报 2619 元/吨，较 2021 年初上涨 175 元/吨，涨幅为 7.16%，目前仍位于上行通道。农作物价格上涨促使农民种植意愿增强，有助于推动种植面积增加。根据国家统计局数据，2021 年我国谷物种植面积为 15.03 亿亩，同比增长 2.3%，其中玉米种植面积为 6.5 亿亩，同比增长 5%，小麦种植面积为 3.54 亿亩，同比增长 0.8%。

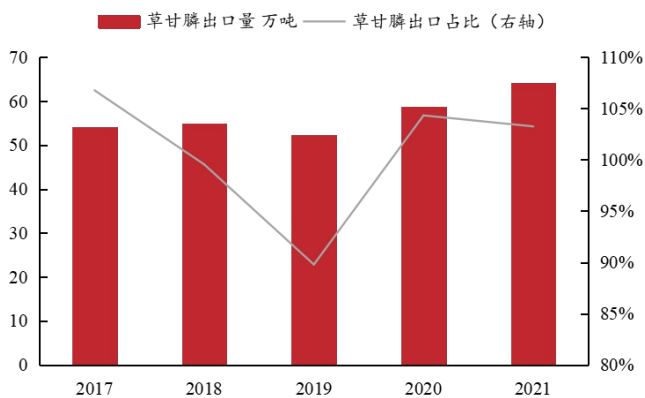
图表 24. 2021 年我国玉米、小麦价格上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

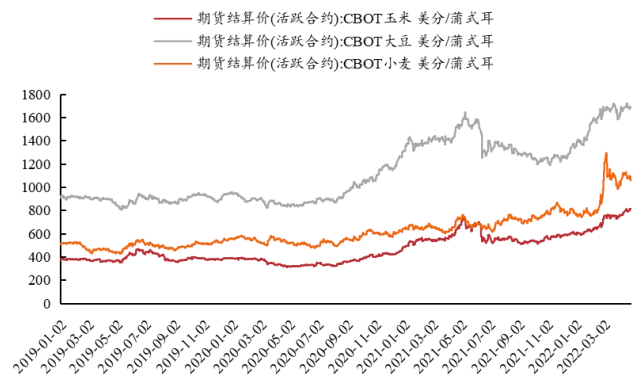
我国农药出口比例高，国际粮食价格上涨对我国农药出口需求起到支撑作用。以草甘膦为例，2017-2021 年我国草甘膦出口量占草甘膦产量比例均超过 89%，国际农产品市场对我国农药需求产生较大的影响。2022 年以来，由于俄乌冲突的影响，国际主要农作物价格大幅上涨。截至 2022 年 4 月 29 日，玉米、大豆、小麦 CBOT 期货结算价分别为 813.5、1684.75、1055.75 美分/蒲式耳，较 2022 年初分别上涨 224.25、329.25、297.75 美分/蒲式耳，涨幅分别为 38.06%、24.29%、39.28%，目前均位于历史高位。

图表 25. 我国草甘膦出口比例高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 26. 2022 年以来国际主要农作物价格大幅上涨



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.3. 重点品种新增机遇、行业景气有望延续

2.3.1. 推动转基因商业化，草甘膦、麦草畏迎来新机遇

全球来看，自 1996 年转基因作物实现商业化以来，草甘膦成为全球除草剂消费占比最大的单品。根据期刊《世界农药》在“2021 年全球氨基酸类除草剂发展概况和趋势综述”一文中分析，2019 年草甘膦使用量占全球农药使用量 17%，为全球第一大除草剂品种。耐草甘膦转基因作物的推广种植，推动了草甘膦需求量大幅增长。

从我国来看，国内部分转基因品种获批，草甘膦迎来新发展机遇。2019 年 12 月，农业农村部公示的 192 个拟颁发农业转基因生物安全证书植物品种中包含 2 个玉米品种和 1 个大豆品种。此次获批也是我国国产玉米、大豆转基因品种 10 年来首次获批。2020 年至今，相继有 1 个大豆品种和 5 个玉米品种获批。随着转基因作物在国内商业化种植的推广，草甘膦需求有望迎来新增长。2022 年 2 月 18 日，农业农村部发布《农业农村部办公厅关于鼓励农业转基因生物原始创新和规范生物材料转移转育的通知》，推动转基因产业化有序进行。我国转基因品种的陆续获批有望为未来草甘膦市场打开增长空间。

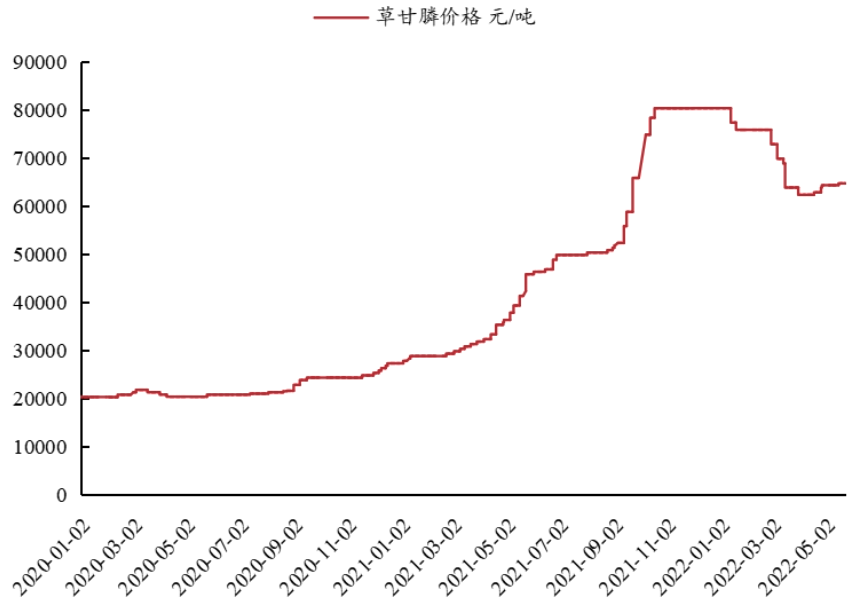
图表 27. 2019-2022 年我国主粮类转基因作物获批情况

	申报单位	作物类型	申报品种
2019 年 12 月	北京大北农生物技术有限公司	玉米	转基因抗虫耐除草剂玉米
	杭州瑞丰生物科技有限公司	玉米	转基因抗虫耐除草剂玉米
	上海交通大学	大豆	转基因抗虫耐除草剂大豆
2020 年 6 月	北京大北农生物技术有限公司	玉米	转基因抗虫耐除草剂玉米
	中国农业科学院作物科学研究所	大豆	转基因耐除草剂大豆
2022 年 4 月	杭州瑞丰生物科技有限公司	玉米	转基因耐除草剂玉米
	中国种子集团有限公司	玉米	聚合基因抗虫耐除草剂玉米
	中国种子集团有限公司	玉米	聚合基因抗虫耐除草剂玉米
	中国种子集团有限公司	玉米	转基因耐除草剂玉米

资料来源：农村农业部，东亚前海证券研究所

2021 年以来，草甘膦价格大幅上涨，目前仍处于上行通道。国内草甘膦均价从 2021 年初的 2.73 万元/吨上升至 2021 年底的 8.03 万元/吨，上涨 5.3 万元/吨，涨幅为 194.19%。之后回落至 2022 年 4 月的 6.28 万元/吨，但仍处于历史高位。截至 5 月 24 日，草甘膦价格为 6.47 万元/吨，较 4 月小幅上涨，仍处于上行通道中。

图表 28. 目前草甘膦价格处于上行通道

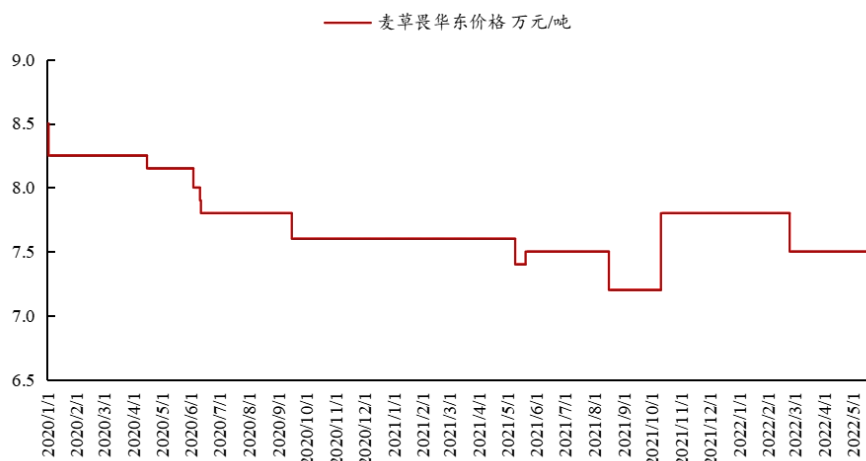


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

耐麦草畏转基因作物推广种植，贡献麦草畏需求新增量。2016年，孟山都推出耐麦草畏转基因大豆，该耐麦草畏转基因大豆在美国种植面积迅速增长。虽然麦草畏存在漂移问题，但并非无解。2020年10月，美国环保署宣布批准登记 XtendiMax（拜耳）和 Engenia（巴斯夫）两款麦草畏制剂，并延长麦草畏制剂 Tavium（先正达）的注册，以上三款登记将延长至2025年。同时，环保署针对麦草畏漂移问题采取了控制措施，以保证其有效施用。此外，2021年6月拜耳第三代转基因大豆 Intacta 2 XTend 在巴西上市，该品种兼有耐草甘膦、耐麦草畏特性。耐麦草畏作为在全球的商业化种植，有望推动麦草畏需求进一步提升。

目前麦草畏价格处于低位，未来有较大上涨空间。截至2022年5月24日，麦草畏华东市场价报7.5万元/吨，相比2019年初的9.5万元/吨，下降约21%。生产麦草畏的原材料主要为石油化工行业的下游产物，且在生产成本中占比较大，可达70%左右。从历史数据来看，麦草畏价格趋势与原油价格高度相关，变动时间相对滞后。2021年以来全球原油价格大幅上涨，布伦特原油现货价从2021年年初的51美元/桶，上涨至2022年5月23日的113美元/桶。原油价格的上涨或将带动麦草畏成本提升。目前麦草畏价格处于低位，但在需求不断增长，农产品价格高企的支撑下，未来麦草畏价格有望进一步上涨。

图表 29. 截至 2022 年 5 月 10 日麦草畏华东市场价报 7.5 万元/吨



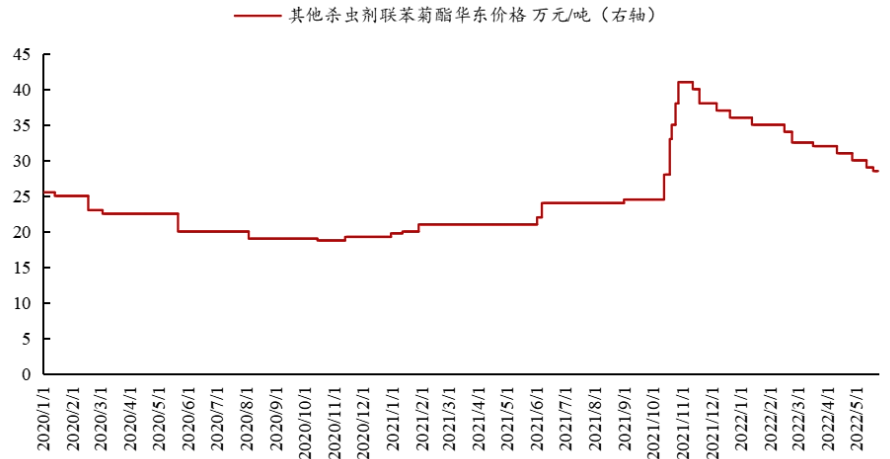
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.3.2. 拟除虫菊酯高效低毒，未来市场空间广阔

拟除虫菊酯高效低毒，未来市场空间广阔。拟除虫菊酯类杀虫剂是一种高效、低毒、低残留、易于降解的杀虫剂，广泛应用于农作物和卫生害虫防治，根据中国农药工业网数据，2019 年，农用拟除虫菊酯类杀虫剂占全球农用杀虫剂市场的 19%。拟除虫菊酯高效低毒的特性致使其成为中高毒农药杀虫剂的最佳替代品，伴随我国农药产业政策升级，拟除虫菊酯类杀虫剂替代空间广阔，有着良好的发展前景。

联苯菊酯价格有所调整，仍高于历史平均水平。拟除虫菊酯类杀虫剂品种众多，以联苯菊酯为例。2021 年下半年联苯菊酯价格大幅上涨，并于 2021 年 10 月 28 日上涨至最高点 41 万元/吨，较 2021 年初上涨 21.25 万元/吨，涨幅为 107.59%。2021 年 11 月以来，联苯菊酯价格有所回落，但仍位于历史高位，截至 2022 年 5 月 24 日，联苯菊酯价格报 28.5 万元/吨，较 2021 年初上涨 44.3%。

图表 30. 2021 年联苯菊酯价格



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

3. 优势：项目创新齐推进，打开增长空间

3.1. 新建项目稳步推进，打开业绩增长空间

公司优嘉四期项目稳步推进，第一阶段已建成投产。根据公司公告，公司优嘉四期项目包括 8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂项目，项目总投资为 23.3 亿元，项目建设期两年。其中，杀虫剂包含拟除虫菊酯、虱螨脲、羟吡酯，除草剂包括硝磺草酮，杀菌剂包括氟啶胺、苯醚甲环唑、丙环唑。根据公司公告，优嘉四期项目第一阶段已建成投产，产品涉及苯醚甲环唑、硝磺草酮、联苯菊酯、氟啶胺四个品种。

图表 31. 优嘉四期项目

产品分类	产品	产能 吨
杀虫剂	拟除虫菊酯	7310
	虱螨脲	1000
	羟吡酯	200
除草剂	硝磺草酮	6000
杀菌剂	氟啶胺	1000
	苯醚甲环唑	3000
	丙环唑	2000
其他	增效剂	500
	内部配套中间体	4500
	副产品	46121.37

资料来源：南通市行政审批局，东亚前海证券研究所

公司年产 7310 吨的拟除虫菊酯类农药预计 2022 年底建成，届时产能将增至 21530 吨/年。公司在建拟除虫菊酯类农药包括联苯菊酯 3800 吨/年、

功夫菊酯 3000 吨/年、丙氟菊酯 50 吨/年、甲氧苄氟菊酯 50 吨/年、四氟甲醚菊酯 50 吨/年、右旋胺菊酯 360 吨/年。根据公司公告，该项目截至 2021 年底已投资 9 亿元，预计 2022 年末完工。拟除虫菊酯类农药为公司核心品种，规模名列全国农药行业第一。公司为全球拟除虫菊酯原药核心供应商，拟除虫菊酯类农药新增产能投产有望打开公司业务增长空间。

图表 32. 2021 年公司菊酯类农药在建情况

产品	在建产能 吨/年	在建产能已投 资额 万元	预计完工 时间	投产后产能 吨/年
菊酯类农药	7310	90014.56	2022 年末	21530

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

杀菌剂在建项目丰富，贡献公司新的业绩增长点。目前公司在建杀菌剂项目包括氟啶胺 1000 吨/年、苯醚甲环唑 3000 吨/年、丙环唑 2000 吨/年。氟啶胺属于成熟的杀菌剂品种，即可做单剂使用，也可与多种其它杀菌剂复配使用。苯醚甲环唑不会伤害有益生物，与环境相容性良好。丙环唑是一种具有保护和治疗作物用的内吸性三唑类杀菌剂，其销售额稳步增长，是成长性较好的杀菌剂品种。近年来，杀菌剂使用量不断增大，具有较大的发展空间。公司杀菌剂在建项目投产后，有望贡献公司新的业绩增长点。

图表 33. 在建杀菌剂产品用途

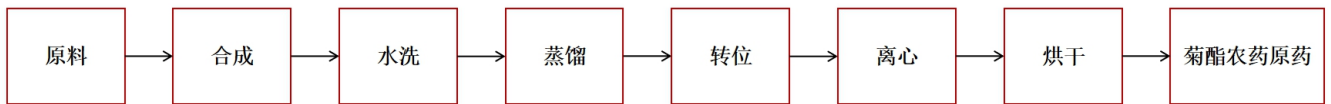
产品	用途
氟啶胺	主要用于辣椒疫病、马铃薯晚疫病和大白菜根肿病的防治，在欧洲、南美、北美等市场均有不俗表现。
苯醚甲环唑	对子囊菌纲、担子菌纲和包括链格孢属、壳二孢属、尾孢霉属、刺盘孢属、球座菌属、茎点霉属、柱隔孢属、壳针孢属、黑星菌属在内的半知菌、白粉菌科、锈菌目和某些种传原菌有持久保护和治疗活性，对葡萄、花生、仁果、马铃薯、小麦和各种蔬菜的病害有优异的防效。
丙环唑	可被根、茎、叶部吸收，并能很快在植物株体内向上传到，防治子囊菌，担子菌和半知菌引起的病害，特别是对小麦全蚀病、白粉病、锈病、根腐病，睡到恶菌病，香蕉叶斑病具有较好的防治效果。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 菊酯原药完整产业链，农药创制能力强

公司拥有菊酯农药完整产业链。在菊酯农药行业，公司是目前国内唯一一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯生产原药的企业。公司菊酯产品关键中间体均自成体系、配套完善、资源得到充分利用，具有显著的成本优势。

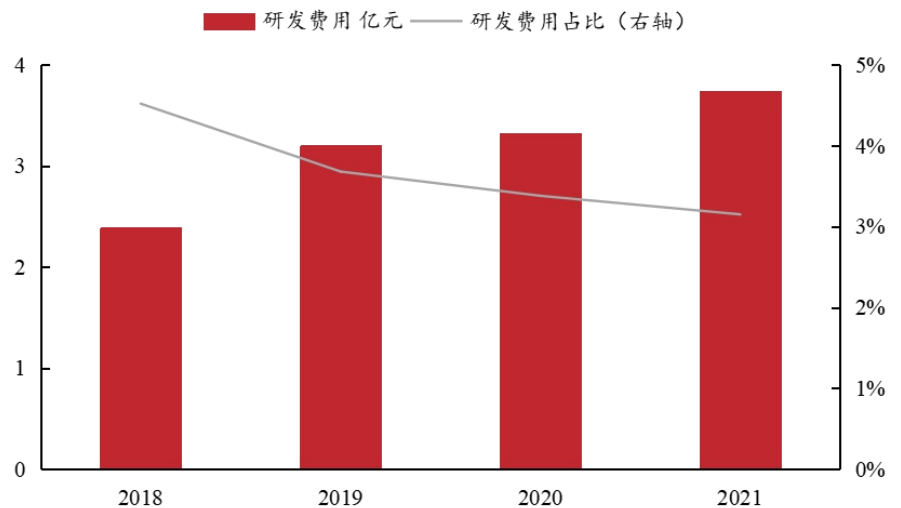
图表 34. 菊酯类农药工艺流程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司研发投入逐年上升，持续专注原药创新。2018-2021年，公司研发投入从2018年的2.39亿元上升至2021年的3.74亿元，年均复合增长率达16.1%。公司具有较强的研发能力，持续专注创制品种的研发，并取得重要进展，2021年公司申请国内发明专利75项，PCT专利5件，获得授权40件，1项专利获中国中化专利金奖。

图表 35. 研发投入逐年增加



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

公司开发了多个农药创制新品种，均成为市场主导产品。公司开发的农药创制新品种包括杀虫剂氯氟醚菊酯、杀菌剂氟吗啉、杀菌剂乙唑螨腈、杀虫剂四氯虫酰胺等。根据公司公告，氯氟醚菊酯是国内第一个销售过2亿元的农药创制品种，氟吗啉是我国第一个获准正式登记的具有自主知识产权的农药产品，乙唑螨腈是中国第一大杀螨剂单品。此外，公司全资子公司农研公司相继研发的多个创制新品种获得专利奖、发明奖、进步奖等。

图表 36. 全资子公司农研公司研发获奖成果

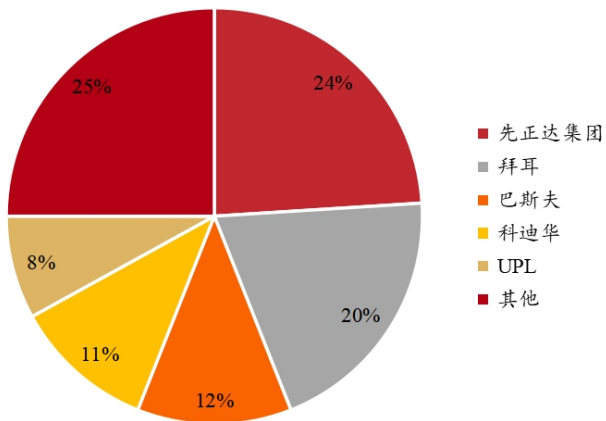
奖励成果名称	授奖类别	等级
高效杀菌剂唑菌酯的创制与产业化	辽宁省技术发明奖	1
高效杀菌剂丁香菌酯的创制及产业化	中国农药工业协会创新贡献奖	1
不饱和呋醚类杀菌剂	中国专利奖	优秀奖
创制高效农用杀菌剂唑菌酯及其产业化	中国石油和化学工业联合会技术发明奖	1
杀菌剂氟吗啉绿色生产工艺和应用技术研究及产业化	辽宁省科技进步奖	2
创制高效农用杀菌剂唑菌酯及其产业化	中国农药工业协会创新贡献奖	1
创制高效农用杀菌剂唑菌酯及其产业化	沈阳市科技奖	1
创制高效杀菌剂唑菌酯及其产业化	集团技术发明奖	1
高效除草剂三甲苯草酮	集团科技进步奖	3
苯并吡喃酮类化合物及其制备与应用	中国专利奖	优秀奖
取代唑类化合物及其制备与应用	中国专利奖	优秀奖
杀菌剂氟吗啉绿色生产工艺和应用技术研究及产业化	集团科技进步奖	1
杀菌剂氟吗啉绿色生产工艺和应用技术研究及产业化	中国石油和化学工业联合会科技进步奖	1
吡蚜酮原药清洁生产技术	辽宁省科技进步奖	2
吡蚜酮原药清洁生产技术	中国石油和化学工业联合会科技进步奖	2
高效杀菌剂氟环唑生产技术	集团技术发明奖	2
莎稗磷原药工业化生产技术	辽宁省科技进步奖	2
高效杀菌剂氟环唑生产技术	中国石油和化学工业联合会科技进步奖	3

资料来源：沈阳中化农药化工研发公司官网，东亚前海证券研究所

3.3. 先正达赋能原药开发，内部资源协同发展

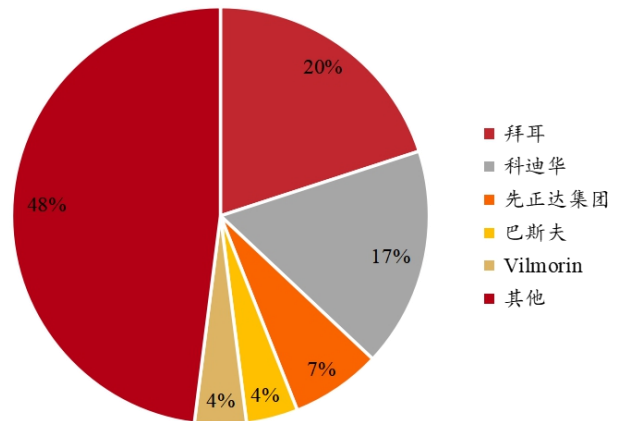
先正达集团为国际农化巨头，业务涵盖广泛。先正达集团成立于2019年，由先正达植保、先正达种子、先正达集团中国和安道麦四个业务单元组成，其中先正达植保拥有全球一流的新化合物创制能力，公司主营业务属于先正达植保业务单元。先正达集团作为全球领先的农业科技创新企业，主营业务包含植物保护、种子、作物营养产品的研发、生产与销售。据先正达集团招股说明书，2020年先正达集团植保业务市场份额排名第一，种子业务市场份额排名第三，占植保、种子行业市场份额比例分别为24%、7%。

图表 37. 2020 年先正达集团居全球植保行业第一



资料来源：先正达集团招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 38. 2020 年先正达集团居全球种子行业第三



资料来源：先正达集团招股说明书，东亚前海证券研究所

对接先正达资源，发挥协同效应。一方面，先正达集团拥有领先的生物育种技术与研发能力，累积开发了 6000 余种具有自主知识产权的种子产品。根据先正达集团招股说明书，2020 年先正达集团种子业务在中国种子行业市场占有率排名第二。**另一方面**，安道麦为全球最大的仿制药销售企业，拥有强大的销售网络，根据世界农化网数据，2020 年安道麦销售额为 37.38 亿元，在全球农化企业销售排名第七。公司有望与先正达集团较强的研发创新能力与遍布全球的销售渠道发挥协同效应，同时凭借先正达集团丰富的产品、营销资源，拓宽下游产业链，有助于公司成为全球性综合农药供应商。

4. 盈利预测

2021 年，国际粮食价格大幅上涨，支撑农产品价格上行，农药行业景气回升，公司业绩稳步增长突破百亿。我们假设：（1）价格方面：农药行业景气有望上行，我们预计公司除草剂、杀虫剂等原药产品价格将维持高位；（2）产量方面：目前公司优嘉四期项目稳步推进，2022 年第一季度四期项目第一阶段建成投产，已贡献部分产能和产量，项目预计将于 2022 年底建设完工。因此预计 2022 年公司优嘉四期项目将贡献部分产量，2023 年将贡献全部产量。

结合行业景气周期上行，预期 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 171.60/181.31/187.88 亿元，归母净利润分别为 21.06/23.59/26.07 亿元，对应 EPS 分别为 6.80/7.61/8.41 元，以 2022 年 5 月 26 日收盘价 137.2 元为基准，对应的 PE 分别为 20.19/18.02/16.31 倍。结合行业景气度，看好公司的发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

安全环保政策升级、国际贸易摩擦、气候异常等。

1、安全环保政策升级：农药行业生产用大部分原料为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，产品生产过程中存在因设备或工艺不完善、操作不当等原因而造成意外安全事故的风险。同时农药行业环保政策趋严，将对行业发展产生较大的影响。

2、国际贸易摩擦：我国农药出口依赖度较大，国际贸易摩擦将对农药产品价格和销量产生不确定性的影响。

3、气候异常：近年来全球恶劣天气情况频繁发生，不利于农作生长，或将导致农作物种植面积下降，进而对农药需求产生不利影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11841	17160	18131	18788
%同比增速	20%	45%	6%	4%
营业成本	9110	13023	13716	14070
毛利	2731	4137	4414	4719
%营业收入	23%	24%	24%	25%
税金及附加	29	45	47	48
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	269	421	427	446
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	586	722	694	710
%营业收入	5%	4%	4%	4%
研发费用	374	569	593	614
%营业收入	3%	3%	3%	3%
财务费用	99	-13	-33	-74
%营业收入	1%	-0%	-0%	-0%
资产减值损失	-1	-1	-0	1
信用减值损失	-35	0	0	0
其他收益	23	34	36	37
投资收益	39	59	59	62
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	43	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	1444	2484	2780	3074
%营业收入	12%	14%	15%	16%
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	1440	2484	2780	3074
%营业收入	12%	14%	15%	16%
所得税费用	217	376	418	464
净利润	1223	2108	2361	2610
%营业收入	10%	12%	13%	14%
归属于母公司的净利润	1222	2106	2359	2607
少数股东损益	1	2	2	3
EPS (元/股)	3.94	6.80	7.61	8.41

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	3.94	6.80	7.61	8.41
BVPS	22.41	29.20	36.81	45.23
PE	33.27	20.19	18.02	16.31
PEG	32.68	0.28	1.50	1.55
PB	5.86	4.70	3.73	3.03
EV/EBITDA	19.37	13.11	11.35	9.70
ROE	18%	23%	21%	19%
ROIC	15%	19%	18%	16%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2272	2907	4310	6453
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	2820	3671	3953	4134
存货	1867	2884	2970	3042
预付账款	527	752	819	827
其他流动资产	365	392	400	407
流动资产合计	7851	10606	12451	14863
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	3375	4899	5851	6399
无形资产	489	543	576	608
商誉	16	21	26	30
递延所得税资产	104	104	104	104
其他非流动资产	1268	1263	889	723
资产总计	13102	17435	19897	22726
短期借款	276	300	0	0
应付票据及应付账款	3247	4785	5000	5123
预收账款	8	104	67	74
应付职工薪酬	309	470	485	498
应交税费	84	82	92	100
其他流动负债	1800	1890	2069	2119
流动负债合计	5724	7631	7713	7914
长期借款	253	553	553	553
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	113	113	113	113
其他非流动负债	65	83	101	119
负债合计	6155	8380	8481	8700
归属于母公司的所有者权益	6944	9049	11409	14016
少数股东权益	3	5	8	10
股东权益	6947	9055	11416	14026
负债及股东权益	13102	17435	19897	22726

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1454	2593	3089	3444
投资	65	0	0	0
资本性支出	-1330	-2331	-1432	-1356
其他	127	59	59	62
投资活动现金流净额	-1138	-2272	-1374	-1293
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	462	324	-300	0
筹资成本	-242	-28	-30	-25
其他	-362	18	18	18
筹资活动现金流净额	-142	314	-312	-7
现金净流量	147	635	1403	2144

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，东亚前海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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>