

# 扬农化工 (600486)

证券研究报告

2017年09月27日

## 禁用传言证伪，麦草畏打开成长空间

### 麦草畏禁用传言证伪，扬农化工麦草畏产销不受影响

近日，路透社报道了美国麦草畏使用过程中出现的意外漂移事故，指出麦草畏有被禁用可能。然而美国环保署(EPA)对此作出官方回应，在满足安全条件之下，允许农民明年继续使用麦草畏；孟山都也作出回应称，事故发生是由于农民施用不当造成，计划加强教育和推广工作。

我们认为美国环保署和孟山都的声明预示麦草畏在美国被禁用的概率微乎其微，因而扬农的麦草畏产销不受影响。

### 扬农技术优势突出，18年2.5万吨麦草畏有望达产

原料二氯苯供给充足，全产业链优势极其明显。公司采用二氯苯工艺，扬农集团拥有对二氯苯产能6万吨，为公司原料供应提供安全保障。当前国内外较多企业以三氯苯为原料制备麦草畏，受林丹(六六六)禁用影响，三氯苯供应紧张，扬农是少数有能力供应三氯苯的企业。扬农的全产业链优势极其明显。

### 公司麦草畏快速放量，成长确定性高。

2020年麦草畏需求预计为7.04万吨，较16年增长3.5倍。麦草畏和草甘膦的复配比例为1:3-1:9，麦草畏的使用量为1.0-2.5千克/公顷(0.40-1.01千克/英亩)。按此测算17年转基因作物麦草畏需求量8000-20000吨，符合我们预期的1.20万吨。类似可测算出18、19、20年转基因作物麦草畏需求量分别为2.16万吨、3.30万吨、4.62万吨。结合传统除草业务10%的年增速，2020年麦草畏需求量将达到7.04万吨，拥有广阔的市场空间。

双抗种子推广加速，我们预计公司17-19年产销量为1.2/2.2/2.5万吨。成本降低，麦草畏合理的盈利区间为2.5-3.0万元/吨。依此测算，扬农麦草畏17-19年净利润贡献为3.36/5.72/6.25亿左右。

### 环保驱动，菊酯和草甘膦涨价

环保趋严之下，菊酯和草甘膦大幅上涨。其中功夫菊酯价格而从16Q3的14万元/吨上涨至当前18.5万元/吨，草甘膦7月至今大幅涨价至27000元/吨。我们测算，菊酯每涨价1000元/吨，公司EPS增厚0.02元；草甘膦每涨价1000元/吨，公司EPS增厚0.07元。

### 维持“买入”评级

我们预计公司2017-2019年净利润为6.2/8.5/9.7亿元，对应EPS为1.99/2.75/3.12元，现价对应2017年PE 20X。随着如东二期2万吨麦草畏负荷提高，扬农化工打开成长空间。此外公司是国内菊酯龙头企业，受益于菊酯涨价，盈利持续改善；草甘膦涨价预期大，为公司提供业绩弹性。参考可比公司，给予目标价51.0元，26倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：麦草畏产销量低于预期

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	39.60元
目标价格	51.0元
上次目标价	51元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	309.90
流通A股股本(百万股)	309.90
A股总市值(百万元)	12,272.00
流通A股市值(百万元)	12,272.00
每股净资产(元)	11.54
资产负债率(%)	41.37
一年内最高/最低(元)	44.48/29.46

### 作者

李辉	分析师
SAC执业证书编号: S1110517040001	
huili@tfzq.com	
吴頔	联系人
wudi@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《扬农化工-半年报点评:麦草畏持续放量，菊酯、草甘膦有望继续涨价》 2017-08-22
- 2 《扬农化工-首次覆盖报告:菊酯龙头，麦草畏谱写成长新篇章》 2017-06-11

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,114.13	2,928.97	3,951.49	4,940.99	5,753.20
增长率(%)	10.41	(5.95)	34.91	25.04	16.44
EBITDA(百万元)	695.77	624.15	882.09	1,124.92	1,268.14
净利润(百万元)	455.09	439.26	615.87	852.31	967.38
增长率(%)	0.09	(3.48)	40.21	38.39	13.50
EPS(元/股)	1.47	1.42	1.99	2.75	3.12
市盈率(P/E)	26.97	27.94	19.93	14.40	12.69
市净率(P/B)	3.91	3.56	3.20	2.69	2.28
市销率(P/S)	3.94	4.19	3.11	2.48	2.13
EV/EBITDA	10.08	16.65	11.16	8.05	6.13

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 麦草畏禁用传言证伪，扬农化工麦草畏产销不受影响

据路透社报道，今年夏季在美国发生了多起麦草畏意外漂移事故，美国环保署（EPA）考虑未来禁止在作物上喷洒麦草畏，此外阿肯色州也表示考虑 2018 年 4 月 15 日后禁用麦草畏。

**正规使用麦草畏不会使作物受损，麦草畏禁用传言证伪，扬农麦草畏需求旺盛。**美国环保署于 9 月 21 日官方回应，在满足安全条件之下，将允许农民继续使用麦草畏。美国环保署此次表态证明了麦草畏在正常使用不会造成意外漂移事故。此外，孟山都在分析阿肯色州的麦草畏意外漂移事故时指出，该事故由非法使用旧款高挥发性麦草畏的、滥用低挥发性麦草畏涂药器以及其他除草剂污染等原因综合导致，同时，孟山都呼吁加强对农民的教育和低挥发性麦草畏的正规推广。我们认为美国环保署和孟山都的声明一方面预示麦草畏在美国被禁用的概率微乎其微，另一方面强调了麦草畏正规推广与农民教育的重要性，有利于正规的麦草畏品牌制剂进一步开拓市场。**扬农的麦草畏原药和国际巨头孟山都、巴斯夫均已完成联合登记，随着 9、10 月旺季来临，公司产品需求旺盛。**

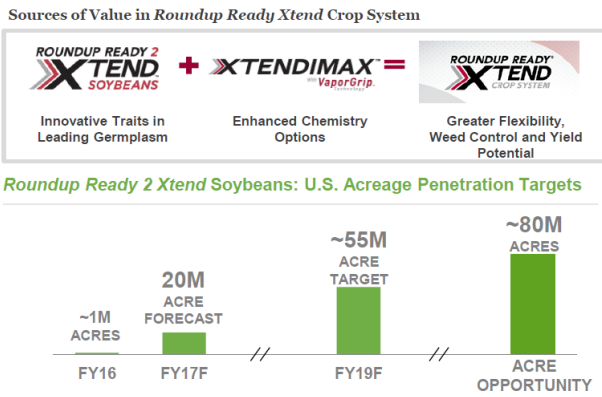
**耐麦草畏转基因作物获多国政府批准，麦草畏需求爆发式增长。**Roundup Ready 2 Xtend 大豆是孟山都开发的第一种可同时耐草甘膦和麦草畏的转基因作物。2012 年，该品种耐麦草畏大豆在加拿大获批准，并推广种植。2015 年，美国农业部批准孟山都耐麦草畏转基因大豆及棉花商业化种植。公司于 2016 年开始面向农户出售这种生物技术大豆的种子，但一些粮食公司以该品种大豆未获欧盟批准为由拒绝收购这种大豆，推广不及预期。2016 年 7 月，欧盟批准进口耐麦草畏转基因大豆，清除了孟山都此前面临的不确定性。同年 12 月，巴西批准耐麦草畏转基因大豆商业化，耐麦草畏作物推广速度开始加快。在此背景下，孟山都在 17 年三季报中将 Roundup Ready 2 Xtend 大豆 17 年的推广面积由 1800 万英亩提高至 2000 万英亩，且预测 19 年推广 5500 万英亩，17-19 年复合增速 66%。

表 1：耐麦草畏作物推广进程

时间	事件
2012.3	孟山都将麦草畏转基因大豆商标定为 Round Ready 2 Xtend，兼具草甘膦和麦草畏耐性
2014.4	孟山都和巴斯夫合作开发的低挥发性麦草畏制剂（Engenia）在美国申请登记
2012.11	孟山都耐麦草畏大豆获加拿大登记批准并推广种植
2013.3	孟山都将其耐麦草畏转基因棉花商标定为 Bollgard II XtendFlex，兼具草甘膦、麦草畏和草铵膦耐性
2015.1	美国批准孟山都的耐麦草畏转基因大豆及棉花商业化种植
2016.4	美国环保署建议，批注登记孟山都的耐麦草畏除草剂用于耐除草剂转基因大豆及棉花
2016.5	美国环保署禁止 2016 种植季麦草畏用于耐麦草畏转基因大豆
2016.7	欧盟批准进口孟山都研发的耐麦草畏转基因大豆
2016.11	美国环保署（EPA）批准孟山都使用 VaporGrip 技术的 XtendiMax™麦草畏除草剂在 34 个州进行使用
2016.12	巴西批准耐麦草畏转基因大豆商业化
2016.12	巴斯夫 Engenia 除草剂获得美国环保署登记批准
2017.02	杜邦 FeXapan™除草剂结合 VaporGrip™技术获得美国环保署登记批准
2017.09	美国环保署允许农民在明年喷洒麦草畏，但需要附加使用条件

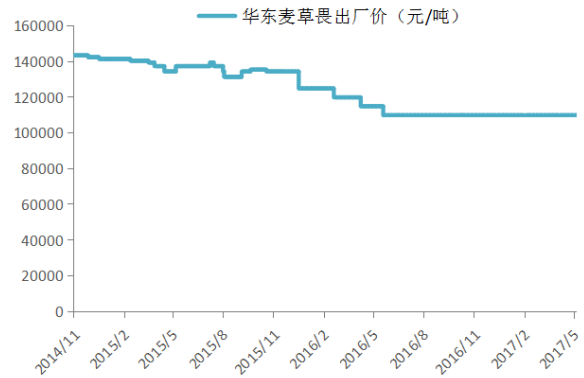
资料来源：农药快讯，天风证券研究所

图 1：孟山都上调 Roundup Ready 2 Xtend 大豆推广面积



资料来源：孟山都公告，天风证券研究所

图 2：16 年至今麦草畏价格稳定



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

## 2. 扬农技术优势突出，19 年 2.5 万吨麦草畏有望达产

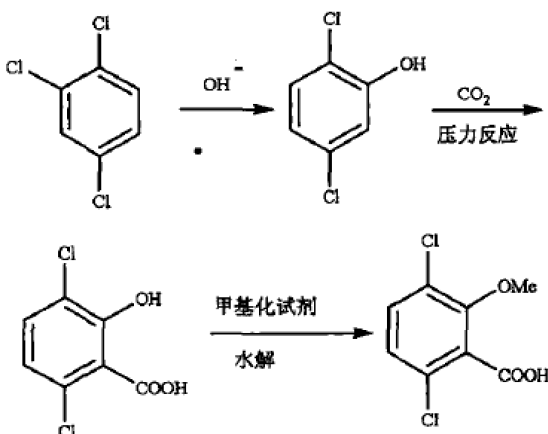
### 2.1. 产业链一体化，技术路线优势明显

**原料二氯苯完全自给，技术优势大。**扬农生产麦草畏使用的是二氯苯工艺，主要原料为对二氯苯。集团拥有二氯苯产能 8 万吨，其中对二氯苯产能 6 万吨，邻二氯苯产能 2 万吨。我们测算生产 1 吨麦草畏原药消耗对二甲苯 0.67 吨（100%计），据此测算扬农集团二氯苯足够生产麦草畏 9.0 万吨。

**扬农是少数有能力供应三氯苯的企业。**除二氯苯技术路线以外，国内外较多企业以三氯苯为原料，制备麦草畏。工业上三氯苯主要合成途径有两种，一种是以林丹副产无效体分解得到，另一种是苯-氯化苯-二氯苯-三氯苯。上世纪 90 年代，随着《限制某些持久性有机污染物的具有法律约束力的国际文书》的 PIC 国际公约的签署，林丹被逐步限制生产，其副产的有效体供应也大幅减少，三氯苯供应紧张。通过定向氯化制备三氯苯工艺难度较大，根据我们草根调研，仅有日本、中国、印度等少数国家企业能量产三氯苯。扬农通过定向氯化技术，可以根据市场需求调整二氯苯、三氯苯生产比例。**公司生产的三氯苯供应给国内外麦草畏生产企业。**

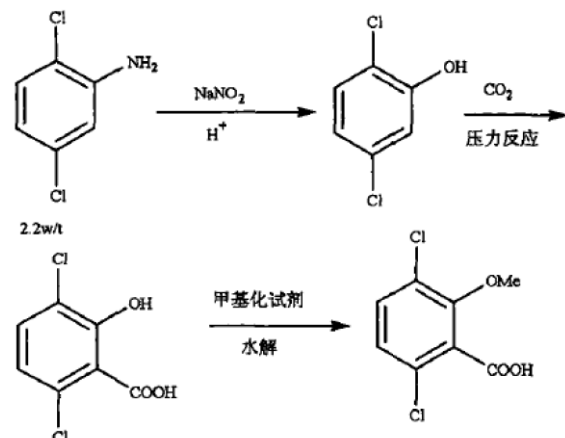
**二氯苯路线优势明显。**扬农二氯苯工艺生产处的麦草畏含量高达 98%，并且副产品较少，环保标准高。除了前文提到的工艺路线之外，升华拜克在 98 年研发了二氯苯胺路线，此工艺以二氯苯为原料通过硝酸酸化、重氮化等反应，也能制备出含量高的麦草畏原药。然而该工艺生产成本低，并且生产过程伴随大量酸性废水产生，环保压力大。

图 3：三氯苯工艺路线



资料来源：CNKI，天风证券研究所

图 4：二氯苯胺工艺路线



资料来源：CNKI，天风证券研究所

## 2.1. 公司麦草畏快速放量，成长确定性高

2020年麦草畏需求预计为7.04万吨，较16年增长3.5倍。孟山都 Roundup Ready 2 Xtend 大豆 17 年的推广面积预期 2000 万英亩，19 年 5500 万英亩，复合增速 66%。麦草畏和草甘膦的复配比例为 1:3-1:9，麦草畏的使用量为 1.0-2.5 千克/公顷（0.40-1.01 千克/英亩）。按此测算 17 年转基因作物麦草畏需求量 8000-20000 吨，符合我们预期的 1.20 万吨。根据孟山都双抗种子推广预期，可测算出 18、19、20 年转基因作物麦草畏需求量分别为 2.16 万吨、3.30 万吨、4.62 万吨。结合传统除草业务 10% 的年增速，2020 年麦草畏需求量将达到 7.04 万吨，拥有广阔的市场空间。

表 2：麦草畏需求测算（万吨）

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
除草需求	1.32	1.58	1.82	2.00	2.20	2.42
YoY	28%	20%	15%	10%	10%	10%
转基因作物需求	0	0	1.20	2.16	3.30	4.62
YoY	0	0	/	80%	53%	40%
合计	1.32	1.58	3.02	4.16	5.50	7.04
YoY	/	20%	91%	38%	32%	28%

资料来源：孟山都公告，天风证券研究所

**双抗种子推广加速，公司麦草畏 19 年有望满产。**根据孟山都对双抗作物种植面积的指引，我们测算出双抗应用到麦草畏需求在 17-19 年分别为 1.2/2.16/3.30 万吨。当前获得美国环保局（EPA）批准使用的麦草畏制剂仅有孟山都的 XtendiMax™，巴斯夫的 Engenia™ 和杜邦的 FeXapan™，扬农是孟山都和巴斯夫的核心供应商。我们认为，扬农麦草畏全部用于供应双抗需求，今年产销量预计为 1.2 万吨，18 年有望达到 2.2 万吨，19 年满产 2.5 万吨。

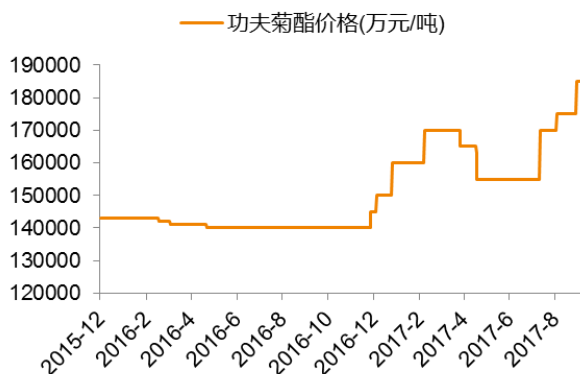
**成本降低，麦草畏合理的盈利区间为 2.5-3.0 万元/吨。**随着扬农等国内外企业相继扩产，企业自发技改，麦草畏的生产成本有望平缓下行。由于麦草畏的供给格局相对稳定，我们预计生产企业将能赚取一个稳定的盈利。我们预测，麦草畏合理的盈利区间为 2.5-3.0 万元/吨。依此测算，扬农麦草畏 17-19 年净利润贡献为 3.36/5.72/6.25 亿左右。

## 3. 环保驱动，菊酯和草甘膦涨价

**菊酯龙头受益于产品涨价。**公司是菊酯行业龙头，地位稳固，卫生菊酯国内市场占有率 70%，农用菊酯国内市场占有率约 30%。此外公司拥有菊酯完整产业链，技术优势雄厚。16 年三季度以来，功夫菊酯价格而从 14 万元/吨上涨至当前 18.5 万元/吨，主因是菊酯需求好转，叠加环保趋严（山东产能占比 18%），未来仍存涨价预期。我们测算，菊酯每涨价 1000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.02 元。

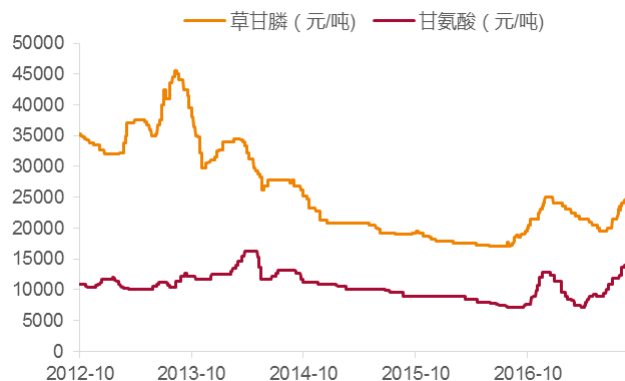
**甘氨酸大幅涨价，IDA 工艺更受益。**上半年草甘膦价格整体呈现下跌走势，7 月以来草甘膦持续涨价至 27000 元/吨，我们预计草甘膦价格年内有望创新高。近期环保高压，草甘膦供给继续收缩，此外厂商库存低位，原料甘氨酸供应紧张价格大幅上涨。扬农采用乙二醇胺-IDA 法，三废更低、副产物较少，环保压力小。我们测算，草甘膦每涨价 1000 元/吨，公司 EPS 增厚 0.07 元。

图 5：菊酯价格



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 6：草甘膦价格



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

表 3：公司主营产品弹性测算

	菊酯	草甘膦
产量 (万吨, 16 年)	0.9	3.0
增值税税率	11%	11%
吨价格上涨 1000 元税前利润增厚	900.9	900.9
所得税率	15%	15%
吨价格上涨 1000 元税后利润增厚	765.8	765.8
归母净利润增厚 (亿元)	0.07	0.23
股本 (亿股)	3.10	3.10
EPS 增厚	0.02	0.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

核心假设：

**麦草畏**：麦草畏今年产销量为 1.2 万吨，明后年随着双抗种子的快速推广，18-19 年公司产销量为 2.2/2.5 万吨。麦草畏 17 年均价为 10.5 万元/吨 (含税)，随着产能扩张，企业成本预计持续降低。

**菊酯**：公司杀虫剂产品主要是菊酯产品，产量稳定，17 年无新增产能，我们预计 17-18 年杀虫剂的产量为 1.05 万吨，此外优嘉三期公司将投产 1 万吨农用菊酯，预计 19 年公司杀虫剂产销量为 1.35 万吨。菊酯价格从 16 年底进入上涨通道，其中功夫菊酯由 14 万元/吨上调至当前的 18.5 万元/吨，我们认为公司菊酯产品均价全年涨幅达 8%。

**草甘膦**。公司草甘膦年产能 3 万吨，并且处于满产状态，预计 17 年产量为 3 万吨。环保趋严导致供给紧张，草甘膦价格走出谷底，我们预计草甘膦全年均价有望较 16 年上涨 10% 达到 2.2 万元/吨。

投资建议：

**维持“买入”评级**。我们预计公司 2017-2019 年净利润为 6.2/8.5/9.7 亿元，对应 EPS 为 1.99/2.75/3.12 元，现价对应 2017 年 PE 20X。随着如东二期 2 万吨麦草畏负荷提高，扬农化工打开成长空间。此外公司是国内菊酯龙头企业，受益于菊酯涨价，盈利持续改善；草甘膦涨价预期大，为公司提供业绩弹性。参考可比公司，给予目标价 51.0 元，26 倍 PE，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,122.82	735.09	2,018.17	2,702.15	4,145.92	营业收入	3,114.13	2,928.97	3,951.49	4,940.99	5,753.20
应收账款	554.18	683.03	524.37	848.13	749.98	营业成本	2,286.81	2,202.04	2,785.47	3,425.55	4,007.73
预付账款	60.68	72.05	94.10	108.55	130.69	营业税金及附加	7.54	10.70	13.83	17.29	20.14
存货	321.40	372.19	324.18	437.05	453.55	营业费用	38.29	35.85	51.37	66.70	77.67
其他	420.61	1,540.29	643.77	905.23	734.02	管理费用	291.01	268.83	367.49	459.51	535.05
<b>流动资产合计</b>	<b>2,479.69</b>	<b>3,402.65</b>	<b>3,604.59</b>	<b>5,001.12</b>	<b>6,214.15</b>	财务费用	(57.07)	(50.89)	50.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	27.18	14.83	15.00	15.00	15.00
固定资产	955.46	870.97	1,424.58	1,425.34	1,389.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	3.40	830.09	207.52	124.51	74.71	投资净收益	49.60	80.82	80.00	80.00	80.00
无形资产	151.10	146.69	142.35	138.01	133.67	其他	(99.19)	(161.64)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
其他	1,067.71	450.09	546.10	681.86	554.28	<b>营业利润</b>	<b>569.96</b>	<b>528.44</b>	<b>748.33</b>	<b>1,036.93</b>	<b>1,177.62</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,177.67</b>	<b>2,297.84</b>	<b>2,320.55</b>	<b>2,369.73</b>	<b>2,152.47</b>	营业外收入	5.85	9.12	9.00	9.00	9.00
<b>资产总计</b>	<b>4,657.36</b>	<b>5,700.48</b>	<b>5,925.14</b>	<b>7,370.85</b>	<b>8,366.62</b>	营业外支出	6.50	7.94	8.00	8.00	8.00
短期借款	0.00	300.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>569.31</b>	<b>529.62</b>	<b>749.33</b>	<b>1,037.93</b>	<b>1,178.62</b>
应付账款	829.24	1,081.85	1,195.46	1,646.18	1,713.62	所得税	98.91	73.88	112.40	155.69	176.79
其他	578.96	709.24	742.16	980.42	1,051.62	<b>净利润</b>	<b>470.40</b>	<b>455.74</b>	<b>636.93</b>	<b>882.24</b>	<b>1,001.83</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,408.20</b>	<b>2,091.09</b>	<b>1,937.62</b>	<b>2,626.60</b>	<b>2,765.24</b>	少数股东损益	15.32	16.48	21.06	29.94	34.45
长期借款	0.00	29.90	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>455.09</b>	<b>439.26</b>	<b>615.87</b>	<b>852.31</b>	<b>967.38</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	1.47	1.42	1.99	2.75	3.12
其他	14.46	19.28	13.38	15.71	16.12						
<b>非流动负债合计</b>	<b>14.46</b>	<b>49.18</b>	<b>13.38</b>	<b>15.71</b>	<b>16.12</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,422.66</b>	<b>2,140.28</b>	<b>1,951.00</b>	<b>2,642.31</b>	<b>2,781.36</b>						
少数股东权益	98.10	114.99	136.05	165.99	200.44	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90	<b>成长能力</b>					
资本公积	815.37	815.37	815.37	815.37	815.37	营业收入	10.41%	-5.95%	34.91%	25.04%	16.44%
留存收益	2,735.69	3,035.50	3,528.19	4,252.65	5,074.92	营业利润	4.60%	-7.28%	41.61%	38.57%	13.57%
其他	(724.37)	(715.55)	(815.37)	(815.37)	(815.37)	归属于母公司净利润	0.09%	-3.48%	40.21%	38.39%	13.50%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,234.69</b>	<b>3,560.21</b>	<b>3,974.14</b>	<b>4,728.54</b>	<b>5,585.26</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,657.36</b>	<b>5,700.48</b>	<b>5,925.14</b>	<b>7,370.85</b>	<b>8,366.62</b>	毛利率	26.57%	24.82%	29.51%	30.67%	30.34%
						净利率	14.61%	15.00%	15.59%	17.25%	16.81%
						ROE	14.51%	12.75%	16.05%	18.68%	17.96%
						ROIC	42.15%	38.75%	32.33%	62.31%	74.25%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	30.55%	37.55%	32.93%	35.85%	33.24%
						净负债率	-5.85%	8.42%	26.97%	-1.44%	-1.10%
						流动比率	1.76	1.63	1.86	1.90	2.25
						速动比率	1.53	1.45	1.69	1.74	2.08
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	6.91	4.73	6.55	7.20	7.20
						存货周转率	11.67	8.45	11.35	12.98	12.92
						总资产周转率	0.69	0.57	0.68	0.74	0.73
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.47	1.42	1.99	2.75	3.12
						每股经营现金流	0.79	0.83	4.17	2.80	4.46
						每股净资产	10.12	11.12	12.38	14.72	17.38
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	26.97	27.94	19.93	14.40	12.69
						市净率	3.91	3.56	3.20	2.69	2.28
						EV/EBITDA	10.08	16.65	11.16	8.05	6.13
						EV/EBIT	13.68	21.76	12.34	8.73	6.60

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com