

长青股份 (002391)

证券研究报告

2017 年 10 月 10 日

吡虫啉高景气度，麦草畏、氟磺胺草醚扩产，龙头企业成长看点足

长青股份是极具成长性的国内综合性农药生产企业。公司是国内主要农药生产商之一，产品涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂三大系列共 30 余种原药，110 余种制剂及部分化工中间体。当前杀虫剂产品主要包括吡虫啉和啉虫脒，除草剂产品主要包括麦草畏和氟磺胺草醚等。吡虫啉/啉虫脒涨价，麦草畏扩产，公司 17H1 实现营收 10.5 亿元（同比+10.0%），净利润 1.2 亿元（同比+12.5%）。18-19 年氟磺胺草醚、麦草畏、丁醚脲陆续扩产，进一步打开成长空间。

国内吡虫啉龙头企业，受益产品价格上涨。吡虫啉/啉虫脒是一种高效低毒的新烟碱类杀虫剂，市场占有率提高，其需求量稳定增长。吡虫啉/啉虫脒产能集中在国内，受环保影响，行业多家龙头企业降低负荷，供给紧张。此外原料中间体 CCMP 和咪唑烷在环保高压之下，9 月报价 15 万元/吨（同比+111.27%）和 3.7 万元/吨（同比+68.18%）。供给紧张，原料涨价，我们预计吡虫啉价格将继续上行，年内有望突破 20 万元/吨。

公司受益产业链一体化与环保优势，杀虫剂产品弹性大长。公司 CCMP 产能 2000 吨，自给率达 62.5%，受益于原料中间体部分自给，吡虫啉/啉虫脒价差扩大明显。公司地处江苏，历来重视环保投入，相较于同行，受环保核查影响小。公司现有吡虫啉产能 3000 吨，啉虫脒产能 1000 吨，我们测算吡虫啉/啉虫脒价格上涨 1 万元/吨，公司归母净利润增厚 0.31 亿元，EPS 增厚 0.09 元/股。

除草剂放量，转基因作物打开市场需求空间。公司除草剂产品主要包括麦草畏和氟磺胺草醚等。受益于双抗作物推广，17-19 年麦草畏需求有望保持 58% 以上复合增速。由于原料限制和技术壁垒高，麦草畏供给稳定、格局良好。公司 17 年新增 2000 吨麦草畏产能，此外如东 6000 吨麦草畏项目已经通过环评，预计 19 年有望投产。公司是氟磺胺草醚龙头企业，先正达核心供应商，现有产能 2400 吨，我们预计公司 18 年中将新增 2000 吨产能。新项目陆续投产，公司进一步打开成长空间。

盈利预测及投资建议。长青股份是氟磺胺草醚、麦草畏等多个细分子行业龙头。17 年公司新增 2000 吨麦草畏产能，吡虫啉/啉虫脒大幅涨价，全年净利润有望同比增长 63%。18-19 年公司 1600 吨丁醚脲、2000 吨氟磺胺草醚、6000 吨麦草畏陆续投产，公司进一步打开成长空间。我们测算公司 2017-2019 年净利润为 2.5/3.4/4.5 亿元，对应 EPS 为 0.71/0.94/1.26 元，现价对应 2017 年 PE 22.6X。参考农药行业可比上市公司，给予目标价 20 元，对应 2017 年 28X PE，“买入”评级。

风险提示：环保政策宽松，麦草畏推广低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,820.81	1,832.82	2,283.74	2,758.75	3,530.61
增长率(%)	0.65	0.66	24.60	20.80	27.98
EBITDA(百万元)	394.01	323.67	414.32	549.71	714.41
净利润(百万元)	237.56	162.65	254.32	338.75	451.73
增长率(%)	1.45	(31.54)	56.36	33.20	33.35
EPS(元/股)	0.66	0.45	0.71	0.94	1.26
市盈率(P/E)	24.21	35.36	22.62	16.98	12.73
市净率(P/B)	2.00	1.96	1.90	1.82	1.72
市销率(P/S)	3.16	3.14	2.52	2.08	1.63
EV/EBITDA	16.42	20.32	15.01	12.20	9.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	16.01 元
目标价格	20.0 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	359.49
流通 A 股股本(百万股)	237.71
A 股总市值(百万元)	5,755.37
流通 A 股市值(百万元)	3,805.81
每股净资产(元)	8.18
资产负债率(%)	25.11
一年内最高/最低(元)	19.32/12.83

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

内容目录

1. 极具成长性的国内综合性农药生产企业	4
1.1. 主营杀虫剂、除草剂和杀菌剂，毛利率高	4
1.2. 细分产品行业龙头，研发实力强劲	5
2. 国内吡虫啉龙头企业，受益产品价格上涨	7
2.1. 需求稳步增长，环保趋严供给收缩明显	7
2.2. 原料中间体大幅涨价，吡虫啉价格预计继续上行	9
2.3. 公司受益产业链一体化与环保优势，杀虫剂产品弹性大	9
3. 除草剂放量，转基因作物打开市场需求空间	11
3.1. 麦草畏：需求高速增长，公司持续扩产	11
3.2. 氟磺胺草醚：先正达核心原药供应商，受益转基因作物推广	12
3.3. S-异丙甲草胺：极具潜力的低毒品种，开拓市场等待放量	14
4. 盈利预测与投资建议	15
4.1. 核心假设	15
4.2. 投资建议	16

图表目录

图 1：17H1 营业收入同比增长 10.03%	4
图 2：17H1 净利润同比增长 12.47%	4
图 3：公司主营业务为除草剂和杀虫剂	4
图 4：公司各业务毛利率	4
图 5：公司股权结构以及下设子公司	5
图 6：公司研发人员占比高	6
图 7：公司研发投入占比高	6
图 8：公司各年规划新增产品与设计产能情况	7
图 9：新烟碱类杀虫剂已成为全球销售额最大的品种	8
图 10：CCMP 是吡虫啉重要中间体	9
图 11：吡虫啉成本构成	9
图 12：长青吡虫啉价差扩大明显（万元/吨）	10
图 13：二苯醚类除草剂全球销售额	13
图 14：氟磺胺草醚是最主要的二苯醚类除草剂	13
图 15：氟磺胺草醚全球销售额（亿美元）	13
图 16：美国和巴西大豆年均种植面积（百万公顷）	14
图 17：全球 S-异丙甲草胺销售额增长率	15
表 1：主要农药上市公司 2017H1 毛利率	5
表 2：公司已有以及未来新增产能	6
表 3：吡虫啉 2015 年全球销售额排在第 3 位	7

表 4: 国内吡虫啉企业受环保影响, 停限产较多	8
表 5: 啉虫脒国内产能	9
表 6: 不同自给率吡虫啉-CCMP 价差变化 (17 年 8 月同比)	10
表 7: 公司上市以来已完成的环保建设项目	10
表 8: 耐麦草畏作物推广进程	11
表 9: 麦草畏需求测算 (万吨)	12
表 10: 全球主要麦草畏企业产能	12
表 11: 国内 S-异丙甲草胺主要产能	15
表 12: 公司主要产品弹性测算	16
表 13: 可比公司估值比较	16

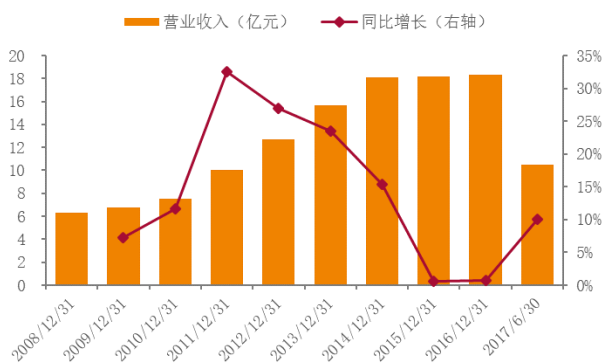
1. 极具成长性的国内综合性农药生产企业

1.1. 主营杀虫剂、除草剂和杀菌剂，毛利率高

长青股份是国内主要农药生产商之一，产品包括杀虫剂、除草剂、杀菌剂等三大系列，均为“高效、低毒、低残留”农药产品。公司主要产品原药合成收率均已达到或接近国际著名农药公司的水平，在国内处于领先地位。

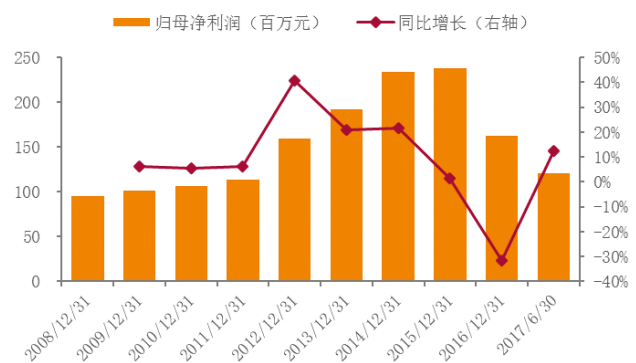
17 年公司盈利改善。2016 年，国际经济增速乏力，国内经济增速放缓，农药行业受农产品价格走低、农药国际市场库存水平偏高等因素影响，全球农药市场需求疲弱，农药出口受阻，国内市场需求低迷、竞争激烈。同期公司营业收入 18.3 亿元，同比增长 0.66%；归母净利润 1.6 亿元，同比下降 31.54%。17H1 原油价格企稳带动基础材料和中间体价格上涨，国际农化巨头在经历了前几年的去库存之后，开始进入补库存行情，部分产品需求有所回暖，全球农药市场景气度有所回升，中国农药出口销售规模逐步恢复。同期公司营业收入 10.5 亿元，同比增长 10.0%；归母净利润 1.2 亿元，同比增长 12.5%。

图 1：17H1 营业收入同比增长 10.03%



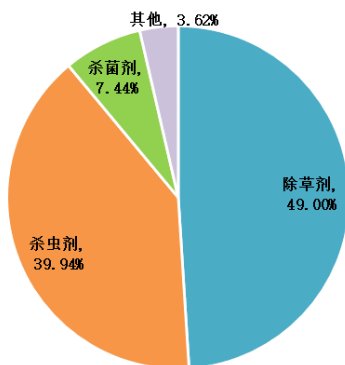
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：17H1 净利润同比增长 12.47%



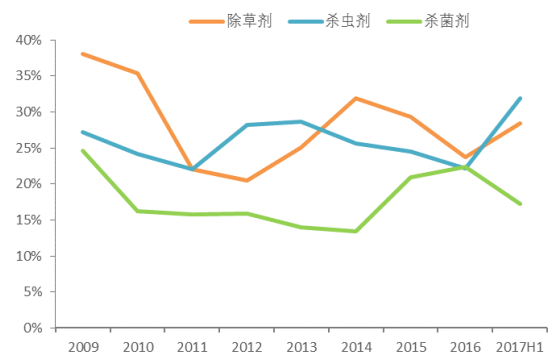
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司主营业务为除草剂和杀虫剂



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

产品毛利率水平高于行业平均。2015-2016 年原油价格低迷，农产品价格大幅下跌，农药行业毛利率整体下滑，公司盈利能力有所下降，但与主要的农业生产企业相比仍保持了较好的毛利率。具体来看，2017 上半年公司实现营业收入 10.50 亿元，归母净利润 1.21 亿元，销售毛利率 29.70%，在主要农药上市公司中名列前茅，明显高于主要农药上市公司毛利率的平均值。

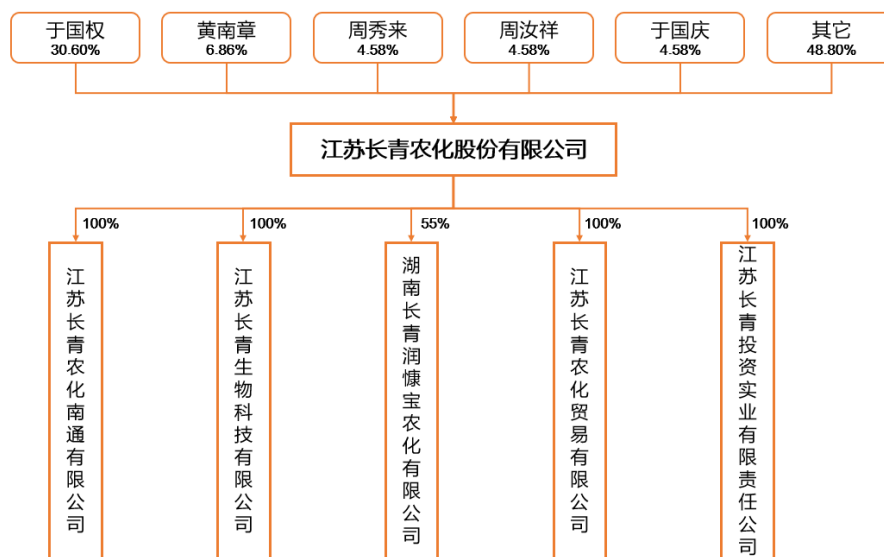
表 1：主要农药上市公司 2017H1 毛利率

公司	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	毛利率
海利尔	8.30	5.38	35.18%
红太阳	24.43	17.05	30.20%
蓝丰生化	8.51	5.98	29.73%
长青股份	10.50	7.38	29.70%
扬农化工	20.02	14.89	25.64%
湖南海利	6.52	4.90	24.89%
沙隆达 A	14.66	11.01	24.87%
中旗股份	6.48	5.07	21.88%
新安股份	36.65	30.42	17.01%
江山股份	17.23	14.89	13.54%
辉丰股份	60.49	55.82	7.72%
行业均值			23.93%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司实际控制人是于国权先生。公司于 2010 年 4 月上市，经过改制已成为一家民营企业，大股东为自然人于国权先生，持股 30.60%。公司下设 6 个子公司，其中子公司江苏长青农化南通有限公司、江苏长青生物科技有限公司和湖南长青润慷宝农化有限公司负责原材料以及主、副营产品的研发与生产；江苏长青农化贸易有限公司负责产品的销售与进出口业务；江苏长青投资实业有限责任公司负责公司的投资活动。完善的产业网络以及广阔的覆盖面降低了公司的期间费用，多种经营则降低了公司的非系统性风险。

图 5：公司股权结构以及下设子公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 细分产品行业龙头，研发实力强劲

公司杀虫剂产品主要包括吡虫啉和啶虫脒。2017 上半年除草剂占主营业务收入的 39.94%，毛利率 31.89%。公司是国内第 3 大吡虫啉生产厂商和第 5 大啶虫脒生产厂商，目前吡虫啉和啶虫脒均处于满产状态，产量分别为 3000 吨和 1000 吨，吡虫啉中间体 CCMP 超过一半自产，为江苏省质量信得过产品，获中国名牌产品称号。

公司除草剂产品主要包括麦草畏、氟磺胺草醚和 S-异丙甲草胺。除草剂是公司传统核心产品，2017 上半年占主营业务收入的 49.00%，毛利率 28.45%。公司是国内麦草畏龙头企业之一，2017 年初新增麦草畏产能 2000 吨，全年产量可达 5000 吨，另规划 18 年扩大产能至 11000 吨，成为国内第二大麦草畏生产企业。公司是国内最大的二苯醚类除草剂生产商

和出口基地，氟磺胺草醚全年产量 2400 吨，国内市场占有率超过 60%，另规划 18 年扩大产能至 4400 吨。公司是先正达公司在国内唯一登记的氟磺胺草醚供应商，同时也是先正达公司在亚太地区唯一授予 HSE 进步奖的生产企业。

公司杀菌剂产品主要包括稻瘟酰胺和三环唑。2017 上半年杀菌剂占主营业务收入的 7.44%，毛利率 17.20%。公司目前在建 300 吨环氧菌唑原药项目，进一步扩大杀菌剂产能。

表 2：公司已有以及未来新增产能

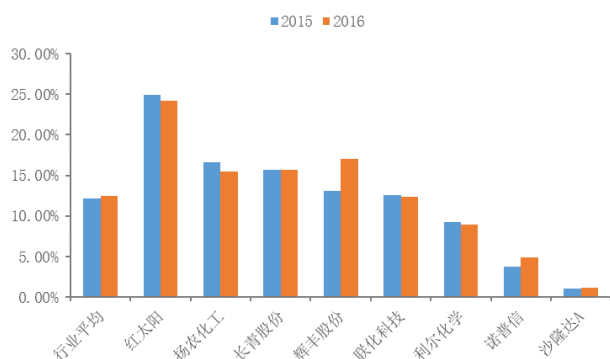
	类别	产品	产能（吨）
已有产能	除草剂	麦草畏	5000
		氟磺胺草醚	2400
		S-异丙甲草胺	3000
		甲基磺草酮	400
		烯草酮	800
		氟氟草酯	300
	杀虫剂	吡虫啉	3000
		啉虫脒	1000
		丁醚脲	1200
		氟虫腈	500
	杀菌剂	三环唑	600
		稻瘟酰胺	500
在建（规划）新增产能	中间体	CCMP	2000
		2-苯并咪唑酮	1000
		麦草畏	6000
	除草剂	氟磺胺草醚	2000
		醚苯磺隆	450
	杀虫剂	茚虫威	200
	杀菌剂	环氧菌唑	300

资料来源：公司公告，天风证券研究所

研发投入大，新产品不断投放。公司研发人员占员工总人数的 15.68%，投入的研发经费均占当年销售收入的 4%以上，与行业平均水平相比较。公司致力于引进和研发农药新品种与新工艺，截至 2017 年一季度，公司已获发明专利 22 项，实用新型专利 29 项，并参与制定了 32 项农药产品的国家和行业标准。

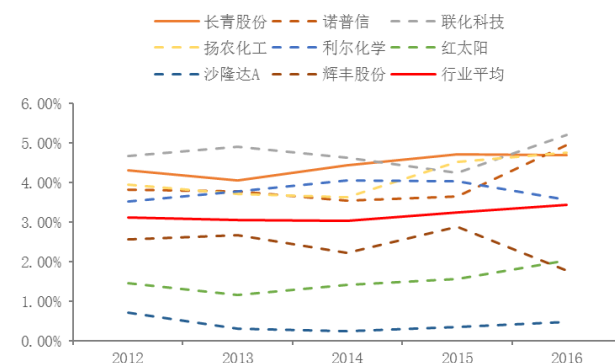
高研发投入带来新产品的不断出现。公司在保持已有产能的基础上，不断通过科研投入和技术创新增设新农药品种。截至 2017 年 6 月，公司已有主要批复产品 19 种，与 2010 年上市时相比增加 13 种，平均每年新增近 2 种，逐步形成了多品种战略，能有效规避因单一品种价格波动对公司销售收入带来的风险。

图 6：公司研发人员占比高



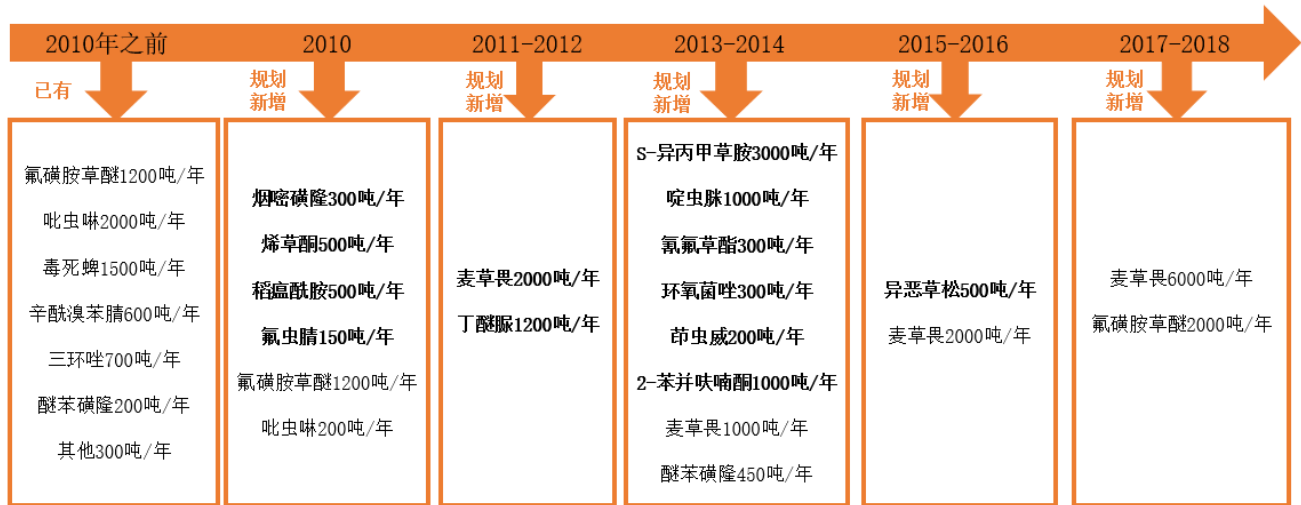
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司研发投入占比高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司各年规划新增产品与设计产能情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 国内吡虫啉龙头企业，受益产品价格上涨

2.1. 需求稳步增长，环保趋严供给收缩明显

公司主营杀虫剂为新烟碱类杀虫剂。公司主营杀虫剂品种为吡虫啉和啶虫脒，均属于新烟碱类杀虫剂。吡虫啉由拜耳旗下的日本特殊农药株式会社在 1984 年开发研制成功，于 1991 年上市。作为最早上市的新烟碱类杀虫剂，2015 年全球销售额为 10.3 亿美元，排在各杀虫剂品种中的第 3 位，是新烟碱类杀虫剂的主要品种。啶虫脒为吡虫啉的同类品种，价格基本保持一致。

表 3：吡虫啉 2015 年全球销售额排在第 3 位

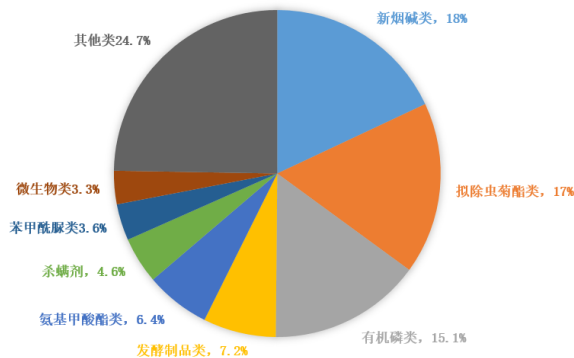
排名	中文通用名	销售额/亿美元	类别	上市时间
1	氯虫苯甲酰胺	14.0	其他	2008
2	噻虫嗪	11.0	新烟碱类	1997
3	吡虫啉	10.3	新烟碱类	1991
4	毒死蜱	6.7	有机磷类	1965
5	高效氯氟氰菊酯	6.3	拟除虫菊酯类	1984
6	氟虫腈	5.0	其他	1993
7	乙酰甲胺磷	4.8	有机磷类	1971
8	氟苯虫酰胺	4.8	其他	2007
9	阿维菌素	4.7	发酵产品	1985
10	噻虫胺	3.5	新烟碱类	2002
11	溴氰菊酯	3.3	拟除虫菊酯类	1977
12	氯氰菊酯	3.2	拟除虫菊酯类	1978
13	多杀霉素	2.9	发酵产品	1995
14	联苯菊酯	2.9	拟除虫菊酯类	1986
15	灭多威	3.3	氨基甲酸酯类	1966

资料来源：《现代农药》，天风证券研究所

新烟碱类杀虫剂有望替代有机磷类杀虫剂。新烟碱类杀虫剂具有选择毒性强、高效、广谱和对环境相容性好等优点，自上市后迅速受到青睐，目前已超越拟除虫菊酯类杀虫剂，成

为全球杀虫剂中体量最大的品种。从目前的趋势看，随着人们环保意识的增强，对低毒以及环境友好型杀虫剂的使用比例不断上升，新烟碱类杀虫剂会进一步替代高毒性的有机磷类杀虫剂，未来市场前景良好，需求量有望进一步提升。

图 9：新烟碱类杀虫剂已成为全球销售额最大的品种



资料来源：《现代农药》，天风证券研究所

吡虫啉产能集中在中国，受环保影响负荷降低明显。目前全球吡虫啉年产能约 4 万吨，最大的生产商为德国拜耳公司，年产能 6000 吨。国内吡虫啉名义产能约 3 万吨，实际产能约 2 万吨，名义产能占到全球产能的 75%，其中长青股份年产能为 3000 吨，位于河北野田、中农联合之后，居国内第 3 位。今年 8-9 月中央环保督查组进行了第四轮环保督察，受此影响，山东地区吡虫啉企业停限产情况较多，根据卓创资讯统计，当前包括中农联合在内的多家企业都有明显的停限产。四季度 2+26 城市大气整治，河南、河北、山东、山西、天津、北京等地印发的通知中均明确指出，涉及原料药生产的医药企业以及生产过程中使用有机溶剂的农药企业 VOCs 排放工序原则上停产。河北野田、中农联合等企业大概率受到影响，负荷短期难有提高。

新产能准入门槛提高，新建几无可能。对于吡虫啉，环保整顿的关键内容之一是将新产能的审批进程严格化。最新颁布的农药准入要求规定，新增吡虫啉生产项目必须装置在工业聚集区，且年产能须大于 1000 吨。由于生产过程中的高污染，吡虫啉并不属于国家鼓励发展的产业，吡虫啉原药很难再有新产能通过审批。

表 4：国内吡虫啉企业受环保影响，停限产较多

序号	公司	产能（吨）	当前运行状态
1	德国拜耳	6000	停车
2	河北野田	4000	
3	中农联合	4000	
4	长青股份	3000	
5	海利尔	2500	常规检修
6	扬农化工	2000	负荷偏低，出口为主
7	江苏常隆	2000	
8	华盛化工	2000	负荷偏低
9	麒麟农化	2000	停产检修
10	江苏丰山	1000	
	其他产能	17000	
合计		40000	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

表 5：吡虫啉国内产能

序号	公司	产能（吨）
1	扬农化工	2000
2	中农联合	2000
3	海利尔	1500
4	江苏克胜	1500
5	长青股份	1000
6	河北野田	1000
7	江苏常隆	1000
	其他产能	3300
合计		13300

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

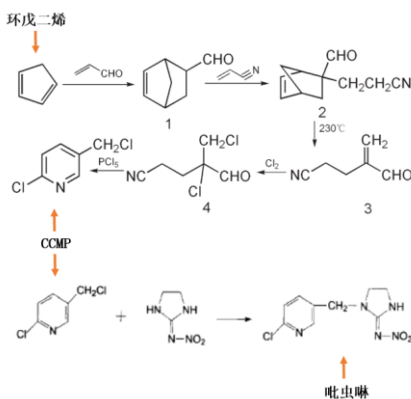
2.2. 原料中间体大幅涨价，吡虫啉价格预计继续上行

吡虫啉是由 2-氯-5-氯甲基吡啶（CCMP）和咪唑烷在碱合溶剂存在下缩合而成的，其关键步骤在于中间体 CCMP 的制备。目前合成 CCMP 的常用路线有双环戊二烯合成法、3-甲基吡啶氧化法、吗啉-丙醛环合法等。企业大多采用双环戊二烯合成法生产 CCMP，该工艺生产成本最低，缺点是固废产生较多，环保压力大。CCMP 和咪唑烷大幅涨价，支撑吡虫啉价格上行。

环保压力大，CMP 价格大幅上涨。CCMP 成本占比达 70%以上。CCMP 在生产过程中产生污染较高，根据相关项目环评书，每生产 1 吨 CCMP 会产生废水 6.70 吨、废气 23.33 吨，属于高污染项目。国内 CCMP 主要生产厂商集中在江苏、河北、山东一带，2016 年 3 季度对于山东、河北等省份的环保核查使部分 CCMP 生产厂商被迫停车，许多大型 CCMP 一吡虫啉一体化生产商也降低了开工负荷，CCMP 的供给受到了较大程度的冲击，大幅上涨，由 2016 年 9 月的 7.10 万元/吨涨至 2017 年 9 月的 15 万元/吨，上涨 111.27%。考虑到未来环保政策持续趋严，我们预计 CCMP 价格大概率继续上涨。

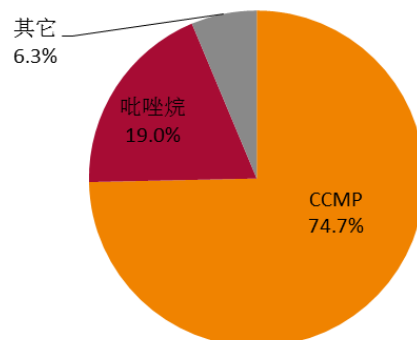
咪唑烷价格近乎翻倍。目前国内咪唑烷生产企业装置负荷欠佳，库存有限，驱动咪唑烷价格大幅上升。据卓创资讯统计，山东中农联合、南通天泽化工、宁夏东吴农化等企业近期均检修。咪唑烷 9 月初报价 3.7 万元/吨，相比去年同期增长 68.18%。在原材料价格支撑下，我们预计吡虫啉价格将继续上行，年内有望突破 20 万元/吨。

图 10：CCMP 是吡虫啉重要中间体



资料来源：CNKI，天风证券研究所

图 11：吡虫啉成本构成



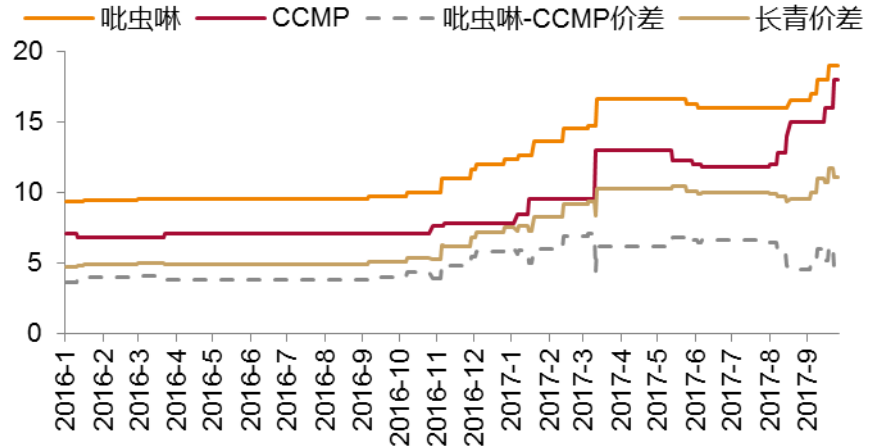
资料来源：百川资讯，天风证券研究所

2.3. 公司受益产业链一体化与环保优势，杀虫剂产品弹性大

CCMP 超半数自给，价差扩大，吡虫啉盈利明显改善。CCMP 价格上涨的更主要原因在于环保限产造成的供给减少，对于不具有 CCMP 生产能力的吡虫啉生产商，在受益吡虫啉价格上涨的同时，还要承担原料成本的大幅上升。长青是 CCMP-吡虫啉一体化生产商，

拥有 CCMP 产能 2000 吨/年。按照 CCMP 0.8t 的单耗测算，公司现有吡虫啉产能 3000 吨/年和啉虫腈产能 1000 吨/年，每年共需 CCMP 3200 吨，仅有 37.5% 的 CCMP 需要外购。17 年初至今，吡虫啉和 CCMP 均大幅涨价，行业价差仅小幅扩大；长青受益于 CCMP 部分自给，价差扩大明显。

图 12：长青吡虫啉价差扩大明显（万元/吨）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

表 6：不同自给率吡虫啉-CCMP 价差变化（17 年 8 月同比）

自给率	0%	40%	62.5% (公司)	70%	100%
每吨吡虫啉所需外购 CCMP (吨)	0.80	0.48	0.30	0.24	0.00
CCMP 同比涨价 (万元)	7.90	7.90	7.90	7.90	7.90
吡虫啉吨成本上涨 (万元)	6.32	3.79	2.37	1.90	0.00
吡虫啉价格上涨 (万元)	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20
吡虫啉-CCMP 价差变化 (万元)	0.88	3.41	4.83	5.30	7.20

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

公司完成吡虫啉生产技改与清洁工艺建设，受环保核查影响小。公司始终重视环保投入，于 2012 年 12 月完成了对吡虫啉原药生产线 6800 万元的技术改造项目，重点改进了中间体 CCMP 的合成方法，减少了废水排放量和生产成本，同时配套完成了一系列三废处理工程。目前公司中闸原药厂区车间技改工程以及中闸原药厂区三废治理工程正在有序进行中，进口流化床焚烧炉项目工程已进入调试运行阶段，环保措施到位，受到环保核查影响较小。

表 7：公司上市以来已完成的环保建设项目

开始时间	项目	项目支出
2011	年处理 5000 吨废弃物治理节能减排工程	3000 万元
2012	年产 1000 吨吡虫啉原药生产线技术改造项目	6800 万元
2012	扩建废水处理工程	3500 万元
2013	中闸污水处理三期工程	3000 万元
2013	中闸原药厂区车间技改	7000 万元
2013	中闸危险废物焚烧项目扩建工程	3000 万元
2014	中闸厂区环境治理工程	720 万元
2014	浦头厂区污水处理扩建工程	350 万元
2015	南通子公司原药车间技改	1800 万
2015	农化危险废物焚烧工程	7500 万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

杀虫剂产品弹性大。当前吡虫啉和啉虫脒的价格为 16.5 万元/吨，公司共有产能 4000 吨/年，则吡虫啉和啉虫脒价格上升 10000 元/吨，公司归母净利润增厚 0.31 亿元，EPS 增厚 0.09 元/股，杀虫剂产品弹性很大。

3. 除草剂放量，转基因作物打开市场需求空间

3.1. 麦草畏：需求高速增长，公司持续扩产

麦草畏的传统除草业务稳定增长。目前市场对麦草畏的需求分为两类，一类是用于传统市场的除草领域，另一类是和草甘膦复配用于抗转基因作物的新兴领域。13-15 年，麦草畏需求量分别为 0.71、1.03、1.32 万吨，主要为传统需求（玉米、小麦、水稻），复合增速 36.4%。我们预计未来传统需求增速将逐渐稳定至 10%。

禁用传言证伪，耐麦草畏基因作物继续推广，双抗需求进入高速增长期。近期路透社报道由于麦草畏漂移事故，麦草畏可能在美国被禁用。然而美国环保署（EPA）与孟山都均正面回应，麦草畏在正常使用不会造成漂移事故。我们认为麦草畏在美国被禁用的概率微乎其微，双抗转基因作物将继续推广。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 16 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%。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，取中值 1.5 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 2.55 万吨、4.08 万吨、6.32 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 8.74 万吨，拥有广阔的市场空间。

表 8：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

表 9：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

原料和技术壁垒高，麦草畏供给格局良好。从供给看，由于麦草畏生产具备较高的技术壁垒、原料供应厂商有限，行业新进入者较少，行业总体产能扩张有序，行业集中度较高。麦草畏的生产工艺主要分为二氯苯工艺和三氯苯工艺，除扬农采用二氯苯技术路线外，国内外较多企业以三氯苯为原料制备麦草畏。由于剧毒农药林丹（六六六）的禁用，三氯苯供应有限，间接制约了麦草畏产能的无序扩张。目前麦草畏全球已有产能包括扬农化工 25000 吨、巴斯夫 8000 吨、先正达 2000 吨、长青股份 5000 吨、升华拜克 2000 吨、嘉隆化工 1,000 吨，国内还有小产能企业如润丰化工等，规模有限，全球产能总计约 4.4 万吨。

表 10：全球主要麦草畏企业产能

	公司	装置位置	现有产能（吨）	未来规划产能
国外	巴斯夫	德国	8000	投资 2.7 亿美元在北美扩建麦草畏，预计产能将增加 50%以上
	先正达	瑞士	2000	
	GHARDA	印度	1000	投资 10 亿美元新建麦草畏产能，预计 2019 年开始投入使用，可满足全球 25%-35%麦草畏产品需求。
	孟山都			
国内	扬农化工	江苏	25000	规划 18-19 年扩产至 11000 吨
	长青股份	江苏	5000	
	升华拜克	浙江	2000	
	嘉隆化工	江苏	1000	

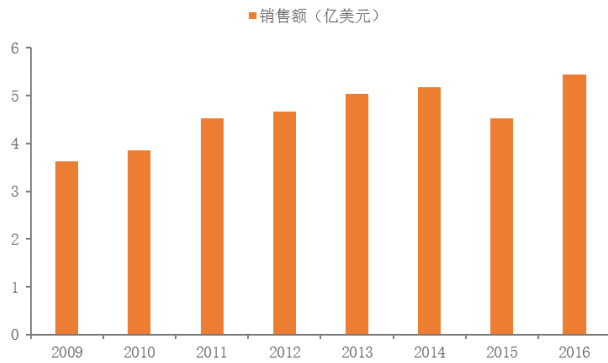
资料来源：金农网，农药快讯，天风证券研究所

满足市场需求，公司积极扩大产能。公司是国内最早生产麦草畏的企业之一，于 17 年初将麦草畏产能扩大至 5000 吨/年，目前已是全球麦草畏生产龙头企业之一。公司与国际农药巨头开产密切合作，目前已有 3 个大型跨国企业客户，可以保证产能的充分利用。为满足麦草畏高速增长的需求，公司规划 18-19 年将麦草畏产能扩大至 1.1 万吨/年，我们预计麦草畏持续放量将支撑公司持续成长。

3.2. 氟磺胺草醚：先正达核心原药供应商，受益转基因作物推广

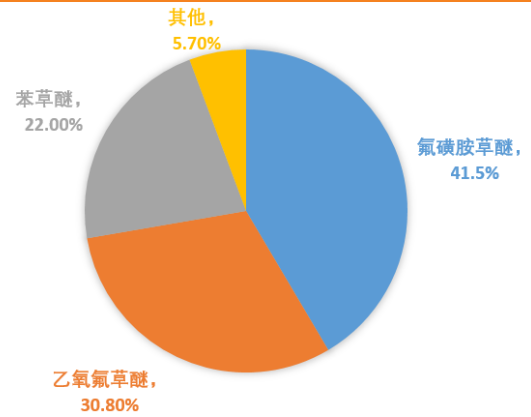
氟磺胺草醚是二苯醚类除草剂主要品种。二苯醚类除草剂是一类重要的除草剂，对马齿苋和铁苋菜等抗性杂草有显著防治功能，能够与草甘膦等混用体现良好的除草效果。氟磺胺草醚是二苯醚类除草剂中最主要的一种类型，市占比超过了 40%。氟磺胺草醚主要用于大豆田，也可用于干豆和蔬菜中，具有杀草谱宽、除草效果好、对大豆安全，对环境及后茬作物安全等优点。氟磺胺草醚的全球需求量稳步增长，2016 年销售额为 2.26 亿美元，近 5 年复合增长率达到 7.13%，后市可观。

图 13：二苯醚类除草剂全球销售额



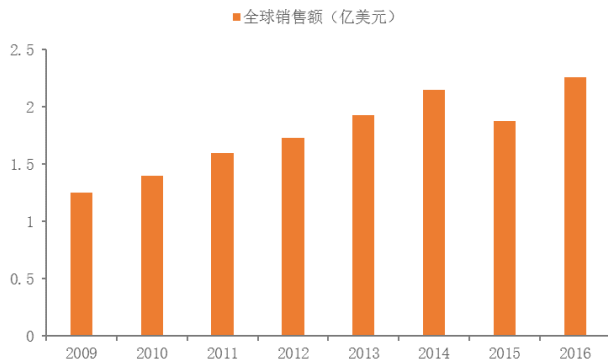
资料来源：CNKI，天风证券研究所

图 14：氟磺胺草醚是最主要的二苯醚类除草剂



资料来源：CNKI，天风证券研究所

图 15：氟磺胺草醚全球销售额 (亿美元)

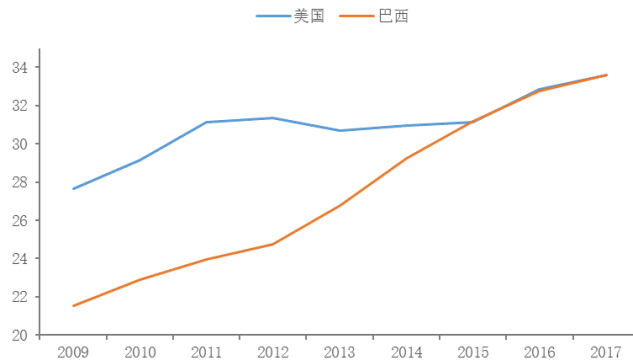


资料来源：农药快讯，天风证券研究所

转基因作物快速发展, 推动氟磺胺草醚需求。氟磺胺草醚的需求分为两类, 一是用于大豆、干豆、蔬菜田的传统除草需求, 二是复配用于转基因双抗作物杂草防治的新兴需求。传统需求方面, 大豆等作物的年种植面积保持上升趋势, 保证了氟磺胺草醚传统需求的稳定增长。新兴需求方面, 先正达研制的由氟磺胺草醚和乙草胺复配而成的除草剂 Flexstar®于 2017 年 1 月获美国北达科他州特别登记, 早一年获得美国环保署批准并上市的氟磺胺草醚复配除草剂还有孟山都 WarrantUltra 除草剂。这两款除草剂均用于 Roundup Ready®系列转基因作物的杂草防治, 近年来随着耐麦草畏作物推广速度的加快, 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%。在此背景下, 农民对氟磺胺草醚复配除草剂的需求量势必会上升, 进而为氟磺胺草醚的新兴需求提供广阔的空间。

公司氟磺胺草醚产销量全国第一, 是先正达核心原药供应商。公司作为国内最大的二苯醚类除草剂生产商和出口基地, 拥有氟磺胺草醚产能 2400 吨, 年产量大约 2200 吨, 产销量位居国内第一, 市场占有率超 60%, 其中 70%以上以年度定价的长单模式销售给国外客户, 目前每吨销售价格 12 万元左右, 毛利率超过 30%。公司与先正达在美国和巴西市场取得了氟磺胺草醚的联合登记, 是先正达在美国和巴西市场该产品唯一的原药供应商, 出口产品在美国和巴西市场没有其它厂商竞争。美国和巴西的大豆、棉花种植面积较大且保持稳定增长, 为公司氟磺胺草醚产品带来了较好的市场支撑。同时长单定价模式保证了公司氟磺胺草醚海外毛利率的稳定。

图 16：美国和巴西大豆年均种植面积（百万公顷）



资料来源：Wind 资讯，天风证券研究所

公司注重自主创新，技术优势显著。氟磺胺草醚合成工艺和提纯工艺较为复杂，技术壁垒较高，主要集中在三氟羧酸草醚关键中间体的合成，以及最后的结晶工艺。公司通过自主创新发明了复合催化剂，即以空气作为氧化剂进行催化氧化生产中间体，以代替间羟基苯甲酸催化反应，可直接进行下一步反应，三废少，成本低，产品收率高达 94%，纯度在 98% 以上，质量达到国际领先水平。这一方面降低了公司的生产成本，提高公司盈利能力，另一方面可通过技术优势扩大产能，在未来进一步抢占市场。

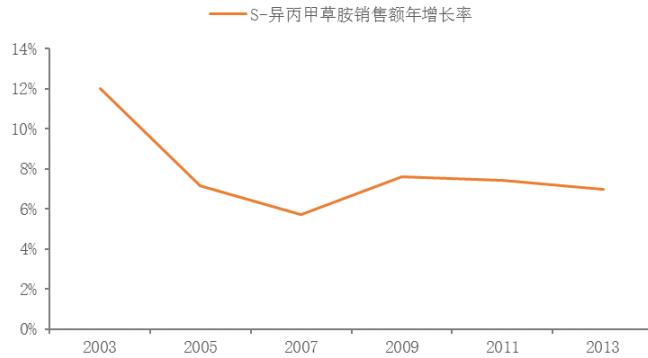
进一步扩大产能，巩固市场地位。公司已规划于 18 年将氟磺胺草醚的产能由 2400 吨/年扩大至 4400 吨/年。借助客户资源优势与技术优势，此举将进一步巩固公司在国内外氟磺胺草醚市场的龙头地位。

3.3. S-异丙甲草胺：极具潜力的低毒品种，开拓市场等待放量

S-异丙甲草胺毒性小且增产玉米，具有竞争优势。S-异丙甲草胺是先正达公司开发的氯乙酰胺类选择性除草剂，除具有异丙甲草胺的优点外，在安全性和防治效果上比异丙甲草胺更胜一筹。与其竞争产品相比，S-异丙甲草胺纯度高、安全性强，毒性小。随着乙草胺、莠去津、异丙甲草胺的禁用，S-异丙甲草胺会逐渐取代它们在玉米田的市场份额。且酰胺类除草剂与其他玉米田除草剂相比，优势是对玉米有增产作用。S-异丙甲草胺对玉米增产明显，且对玉米安全性高，市场潜力较大。

极具市场潜力，公司开拓市场等待放量。自先正达成功开发 S-异丙甲草胺之后，为保护环境，发达国家及地区开始限用异丙甲草胺。2002 年欧盟禁用了异丙甲草胺产品，S-异丙甲草胺销售大幅上升，有逐渐替代异丙甲草胺的趋势。过去几年 S-异丙甲草胺全球销售额以 7% 左右的速度发展，预计未来市场发展至少维持这个速度，甚至可能达到 10%，是极具市场潜力的产品。目前国内产能约为 5 万余吨，产能主要用于出口，主供东欧和澳大利亚地区，开工的主要生产企业包括浙江上虞、江苏常隆、长青股份等。公司于 2014 年开始生产该产品，产能 3000 吨/年，当前公司仍在开拓市场，未来将持续放量。

图 17：全球 S-异丙甲草胺销售额增长率



资料来源：现代农药，天风证券研究所

表 11：国内 S-异丙甲草胺主要产能

企业	产能（吨/年）
浙江上虞	20000
常隆化工	10000
江山股份	8000
山东滨农	8000
庆丰农化	5000
长青股份	3000

资料来源：《山东工业技术》，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

1 杀虫剂：

吡虫啉/啉虫脒：长青现有吡虫啉产能 3000 吨，啉虫脒产能 1000 吨。17 年由于环保趋严，行业开工率出现明显下滑，长青地处江苏，受影响较小。我们预计公司 17-19 年产销量分别为 3800/4000/4000 吨。价格方面，16 年吡虫啉/啉虫脒均价为 8.9 万元/吨，17 年供给收缩，原料 CCMP 大幅涨价，17H1 吡虫啉/啉虫脒均价大幅上涨至 13.8 万元/吨，9 月底报价 19 万元/吨，我们预计 17-19 年吡虫啉/啉虫脒均价为 13.5/15.3/15.77 万元/吨。

丁醚脲：公司现有丁醚脲产能 1200 吨，根据草根调研，我们预计公司 18 年中将新增产能 1600 吨，公司 17-19 年产销量预计为 1200/2000/28000 吨。17 年丁醚脲价格基本维持在 11.6 万元/吨，我们预计 17-19 年丁醚脲均价为 11.6/11.6/12.2 万元/吨。

2 除草剂：

麦草畏：长青 17 年初新增 2000 吨产能，现有麦草畏产能 5000 吨，考虑到麦草畏需求高速增长我们预计公司今年即可满产满销。此外公司如东 6000 吨麦草畏项目已经通过环评，预计 19 年有望投产。我们认为公司 17-19 年麦草畏产销量分别为 5000/5000/9000 吨。扩产之后，公司生产成本有望明显降低，预计 17-19 年麦草畏均价为 9.5/9.0/8.6 万元/吨。

氟磺胺草醚：公司是氟磺胺草醚龙头企业，先正达核心供应商，现有产能 2400 吨。随着双抗作物推广，氟磺胺草醚需求将快速增长，我们预计公司 18 年中将新增 2000 吨产能，17-19 年产销量为 2400/3400/4400 吨。17 年氟磺胺草醚价格整体平稳，我们预计 17-19 年均价为 10.8/11.3/11.3 万元/吨。

S-异丙甲草胺：公司 3000 吨产能与 14 年底投放，目前仍处在市场开拓阶段，我们判断 17-19 年产销量为 1000/2000/3000 吨。当前 S-异丙甲草胺价格为 3.5 万元/吨。

4.2. 投资建议

给予买入评级。长青股份是氟磺胺草醚、麦草畏等多个细分子行业龙头。17 年公司新增 2000 吨麦草畏产能，吡虫啉/啉虫脒大幅涨价，全年净利润有望同比增长 63%。18-19 年公司 1600 吨丁醚脲、2000 吨氟磺胺草醚、6000 吨麦草畏陆续投产，公司进一步打开成长空间。我们测算公司 2017-2019 年净利润为 2.5/3.4/4.5 亿元，对应 EPS 为 0.71/0.94/1.26 元，现价对应 2017 年 PE 22.6X。参考农药行业可比上市公司(平均 27.3X PE，2.7X PB)，给予目标价 20 元，对应 2017 年 28 倍 PE，“买入”评级。

表 12：公司主要产品弹性测算

	吡虫啉/啉虫脒	麦草畏	氟磺胺草醚
已有产能（万吨）	0.40	0.50	0.24
增值税税率	0.11	0.11	0.11
吨价格上涨 10000 元税前利润增厚	9009.01	9009.01	9009.01
所得税率	0.15	0.15	0.15
吨价格上涨 10000 元税后利润增厚	7657.66	7657.66	7657.66
归母净利润增厚（亿元）	0.31	0.38	0.18
股本（亿股）	3.59	3.59	3.59
EPS 增厚	0.09	0.11	0.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 13：可比公司估值比较

股票代码	简称	总股本 (亿股)	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS 2016	EPS 2017E	EPS 2018E	PE 2016	PE 2017E	PE 2018E	PB ^{LF} 2017E
600486.SH	扬农化工	3.10	38.95	120.71	1.42	1.99	2.75	27.48	19.93	14.40	3.20
002258.SZ	利尔化学	5.24	12.36	64.81	0.40	0.67	0.83	31.11	18.56	14.87	2.72
000525.SZ	红太阳	5.81	21.88	127.07	0.22	1.26	1.67	100.52	17.36	13.11	2.35
600731.SH	湖南海利	3.27	8.22	26.91	0.04	0.15	0.33	190.08	55.50	24.56	2.66
600389.SH	江山股份	2.97	21.05	62.52	0.18	0.87	0.98	119.35	24.15	21.39	3.98
000553.SZ	沙隆达 A	24.05	14.00	319.85	-0.13	0.40	0.54	-452.0	35.14	25.88	1.59
002734.SZ	利民股份	1.65	27.12	44.67	0.69	1.10	1.37	39.53	24.60	19.75	2.56
603599.SH	广信股份	3.76	16.68	62.80	0.48	0.71	0.88	34.67	23.51	18.98	2.47
	行业均值	6.23		103.67	0.41	0.89	1.17	11.35	27.34	19.12	2.69
002391.SZ	长青股份	3.59	16.00	57.52	0.45	0.74	0.96	35.36	21.69	16.73	1.90

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所（除扬农、长青外，EPS 采用 Wind 一致预期）

PE-Band

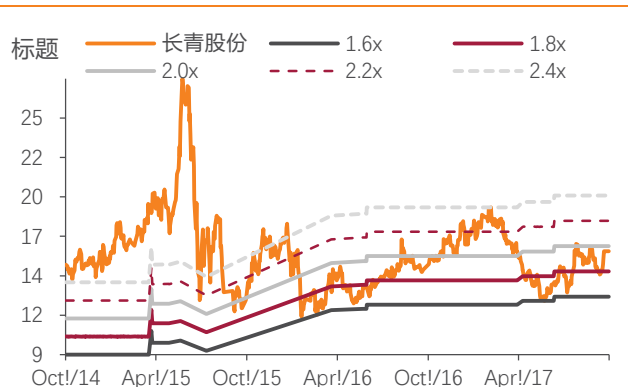
长青股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band

长青股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	198.93	410.71	456.75	551.75	706.12
应收账款	408.23	391.41	496.71	603.19	804.45
预付账款	28.00	32.23	35.56	43.44	58.96
存货	476.43	562.58	623.35	766.08	1,019.99
其他	355.69	374.27	253.93	662.99	409.40
流动资产合计	1,467.27	1,771.20	1,866.29	2,627.44	2,998.92
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,299.97	1,967.69	2,151.00	2,320.72	2,477.08
在建工程	544.37	93.46	92.07	91.24	90.75
无形资产	132.29	128.94	125.24	121.55	117.85
其他	107.83	28.24	64.87	66.98	53.36
非流动资产合计	2,084.45	2,218.32	2,433.18	2,600.49	2,739.05
资产总计	3,551.73	3,989.52	4,299.47	5,227.93	5,737.96
短期借款	249.00	696.00	954.49	1,473.88	1,827.94
应付账款	190.25	202.30	165.71	307.05	305.84
其他	136.82	120.52	91.91	162.11	141.60
流动负债合计	576.07	1,018.82	1,212.11	1,943.04	2,275.38
长期借款	54.00	0.00	14.41	79.60	80.67
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.73	30.00	32.57	32.10	31.56
非流动负债合计	87.73	30.00	46.98	111.69	112.22
负债合计	663.80	1,048.82	1,259.09	2,054.73	2,387.61
少数股东权益	14.61	13.38	11.33	8.65	5.11
股本	362.14	359.49	359.49	359.49	359.49
资本公积	1,644.22	1,629.85	1,629.85	1,629.85	1,629.85
留存收益	2,528.21	2,567.84	2,669.56	2,805.07	2,985.76
其他	(1,661.25)	(1,629.85)	(1,629.85)	(1,629.85)	(1,629.85)
股东权益合计	2,887.92	2,940.70	3,040.38	3,173.20	3,350.36
负债和股东权益总计	3,551.73	3,989.52	4,299.47	5,227.93	5,737.96

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	235.62	161.42	254.32	338.75	451.73
折旧摊销	116.02	131.57	81.76	94.80	107.83
财务费用	13.10	22.47	35.00	58.68	80.98
投资损失	(5.37)	(2.10)	(2.66)	(2.66)	(2.66)
营运资金变动	(84.35)	14.79	(135.21)	(460.44)	(227.95)
其它	(92.44)	(133.99)	(1.86)	(2.76)	(3.55)
经营活动现金流	182.58	194.18	231.35	26.37	406.38
资本支出	419.87	348.76	257.43	260.47	260.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(697.04)	(583.10)	(514.81)	(517.76)	(517.90)
投资活动现金流	(277.17)	(234.34)	(257.38)	(257.29)	(257.36)
债权融资	309.00	720.00	978.90	1,566.81	1,924.39
股权融资	485.37	(17.45)	(34.25)	(57.99)	(80.50)
其他	(717.04)	(441.20)	(872.59)	(1,182.90)	(1,838.54)
筹资活动现金流	77.33	261.35	72.06	325.92	5.35
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(17.27)	221.19	46.03	95.00	154.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,820.81	1,832.82	2,283.74	2,758.75	3,530.61
营业成本	1,333.38	1,396.36	1,642.06	1,933.72	2,452.45
营业税金及附加	1.17	6.72	20.55	27.59	38.84
营业费用	55.43	72.48	79.93	96.56	123.57
管理费用	149.04	165.21	205.54	242.77	307.16
财务费用	4.62	17.45	35.00	58.68	80.98
资产减值损失	9.18	2.26	5.94	5.79	4.66
公允价值变动收益	0.02	0.21	0.18	(0.08)	(0.01)
投资净收益	5.37	2.10	2.66	2.66	2.66
其他	(10.77)	(4.61)	(5.69)	(5.16)	(5.31)
营业利润	273.37	174.65	297.56	396.22	525.60
营业外收入	10.27	21.32	14.73	15.44	17.16
营业外支出	18.71	14.66	15.49	16.29	15.48
利润总额	264.93	181.31	296.79	395.38	527.29
所得税	29.30	19.89	44.52	59.31	79.09
净利润	235.62	161.42	252.27	336.07	448.19
少数股东损益	(1.94)	(1.23)	(2.04)	(2.68)	(3.54)
归属于母公司净利润	237.56	162.65	254.32	338.75	451.73
每股收益 (元)	0.66	0.45	0.71	0.94	1.26

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.65%	0.66%	24.60%	20.80%	27.98%
营业利润	0.20%	-36.11%	70.38%	33.16%	32.65%
归属于母公司净利润	1.45%	-31.54%	56.36%	33.20%	33.35%
获利能力					
毛利率	26.77%	23.81%	28.10%	29.91%	30.54%
净利率	13.05%	8.87%	11.14%	12.28%	12.79%
ROE	8.27%	5.56%	8.40%	10.70%	13.50%
ROIC	9.36%	5.92%	8.77%	11.05%	12.51%
偿债能力					
资产负债率	18.69%	26.29%	29.28%	39.30%	41.61%
净负债率	0.52%	5.30%	-2.69%	-5.56%	-1.91%
流动比率	2.55	1.74	1.54	1.35	1.32
速动比率	1.72	1.19	1.03	0.96	0.87
营运能力					
应收账款周转率	5.39	4.58	5.14	5.02	5.02
存货周转率	3.96	3.53	3.85	3.97	3.95
总资产周转率	0.55	0.49	0.55	0.58	0.64
每股指标 (元)					
每股收益	0.66	0.45	0.71	0.94	1.26
每股经营现金流	0.51	0.54	0.64	0.07	1.13
每股净资产	7.99	8.14	8.43	8.80	9.31
估值比率					
市盈率	24.21	35.36	22.62	16.98	12.73
市净率	2.00	1.96	1.90	1.82	1.72
EV/EBITDA	16.42	20.32	15.01	12.20	9.69
EV/EBIT	23.28	34.25	18.71	14.75	11.41

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