

# 长青股份 (002391)

证券研究报告

2018年03月11日

## 吡虫啉价格中枢上移，产品扩产，18年值得期待

### 长青股份 17 年业绩小幅低于预期

公司近期披露 2017 年年度报告，实现营收 22.5 亿元，同比增长 22.5%，归母净利润 2.3 亿元，同比增长 40.1%，EPS 0.63 元，业绩小幅低于市场预期，主要原因是吡虫啉涨价滞后于市价。分季度来看，17Q1-Q4 分别实现净利润 0.44/0.76/0.43/0.64 亿元。我们认为 Q4 业绩环比增长主要原因是 Q4 吡虫啉价格大幅上涨（Q1-Q4 均价 15.04/16.46/16.83/23.12 万元/吨）。报告期内公司毛利率水平较 16 年增长 2.92PCT 达到 26.73%，其中杀虫剂毛利率水平提高 9.03%，除草剂和杀菌剂毛利率水平小幅下滑，我们认为毛利率水平提升的主要因素是杀虫剂吡虫啉/啶虫脒盈利能力的大幅提升。报告期内，公司财务费用同比增加 91.8%（0.16 亿），主要因为汇兑损失及贷款利息支出造成。

此外公司规划 2018 年实现营业收入 28.8 亿元，较 2017 年增长 28.27%，力争 2018 年净利润实现同步增长（出自公司年报）。

### 供需紧平衡维持，吡虫啉 18 年价格中枢有望维持在 20 万/吨以上

吡虫啉是一种低毒高效的烟碱类杀虫剂，对高毒有机磷类农药进行替代。受益于农药行业复苏，吡虫啉需求稳定增长。供给端，国内吡虫啉有效产能约 2 万吨，从 17 年环保督查以来，部分企业一直处于停产状态，至今未能复产，包括中农联合产能 4000 吨，江苏克胜产能 3000 吨等，我们认为吡虫啉供给紧张的局面 18 年将持续。此外吡虫啉重要中间体 CCMP 当前供给偏紧，价格维持在 14.5 万元/吨，公司配套 2000 吨/年产能，显著受益于产业链一体化（出自卓创资讯、百川资讯）。

17 年吡虫啉价格持续上涨最高达到 25 万元/吨，考虑到公司实际成交价滞后于市价，我们认为 18Q1 吡虫啉盈利继续向好。公司拥有吡虫啉/啶虫脒产能 4000 吨/年，吡虫啉/啶虫脒价格上升 1 万元/吨，公司归母净利润增厚 0.31 亿元，EPS 增厚 0.09 元/股，杀虫剂产品弹性大。

### 产品扩产，除草剂持续放量

17 年公司除草剂营收占比 46.7%，主要包括麦草畏、氟磺胺草醚等产品。随着孟山都双抗种子加速推广，麦草畏需求有望从 16 年的 1.58 万吨增长至 20 年 7.04 万吨。国内有效供给仅有扬农和长青。公司麦草畏 5000 吨产能已经满产，19-20 年有望再扩产 6000 吨。此外，公司氟磺胺草醚是国内最大企业，现有 2400 吨产能，市场份额超 60%，公司规划 18 年将产能进一步扩张到 4400 吨。氟磺胺草醚当前价格 13.5 万元/吨，同比增长 32%。

### 盈利预测和投资建议

长青股份 18 年受益于吡虫啉价格中枢上移，且公司 1600 吨丁醚脒、2000 吨氟磺胺草醚、5000 吨盐酸羟胺有望于 18 年陆续投放。19 年 3500 吨草铵膦，6000 吨麦草畏有望投产，公司进一步打开成长空间。我们将盈利预测由 18/19 年 3.4/4.3 亿元下调为 2018-2020 年净利润为 3.1/3.9/4.6 亿元（考虑到新产品投放进度），现价对应 2018 年 PE 17X。参考农药行业可比上市公司，将目标价下调至 17.4 元（20X）维持“增持”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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,832.82	2,245.31	2,835.24	3,325.84	3,854.18
增长率(%)	0.66	22.51	26.27	17.30	15.89
EBITDA(百万元)	323.67	483.51	524.55	672.41	782.72
净利润(百万元)	162.65	227.90	313.35	394.18	459.58
增长率(%)	(31.54)	40.12	37.50	25.80	16.59
EPS(元/股)	0.45	0.63	0.87	1.10	1.28
市盈率(P/E)	32.73	23.36	16.99	13.51	11.58
市净率(P/B)	1.82	1.75	1.68	1.60	1.51
市销率(P/S)	2.90	2.37	1.88	1.60	1.38
EV/EBITDA	20.32	10.91	11.34	8.98	8.08

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（调高评级）
当前价格	14.81 元
目标价格	17.4 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)	5,323.99
流通 A 股市值(百万元)	3,520.55
每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	19.99
一年内最高/最低(元)	18.00/12.83

### 作者

**李辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040001  
huili@tfzq.com

**陈宏亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517100001  
chenhongliang@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 《长青股份-季报点评:吡虫啉大幅涨价，四季度值得期待》 2017-10-20
- 2 《长青股份-公司深度研究: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》 2017-10-10

## 1. 供需紧平衡维持，吡虫啉 18 年价格中枢有望维持在 20 万/吨以上

受益于全球农药行业复苏，需求持续向好。吡虫啉是一种低毒高效的烟碱类杀虫剂，对高毒有机磷类农药进行替代。受益于农药行业复苏，吡虫啉需求稳定增长。

表 1：吡虫啉主要应用作物

作物	2016	三年趋势	代表国家
大豆	2,604	10.1%	巴西
其他/非农	2,079	0.1%	
谷物	2,050	12.7%	欧洲
果蔬	1,920	-0.7%	
水稻	1,724	-30.6%	中国
玉米	1,666	21.2%	巴西
棉花	1,383	-11.8%	印度、巴基斯坦
甘蔗	881	26.6%	巴西

资料来源：Wind，天风证券研究所

部分生产企业继续停产，供给紧张。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%。从 17 年环保督查以来，部分企业一直处于停产状态，至今未能复产。其中中农联合产能 4000 吨，江苏克胜产能 3000 吨，麒麟农化产能 2000 吨，我们认为吡虫啉供给紧张的局面 18 年将持续。

表 2：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	
2	河北野田	4000	
3	中农联合	4000	停车，未复产
4	长青股份	3000	基本出口
5	江苏克胜	3000	停车，未复产
5	海利尔	2500	
6	扬农化工	2000	基本出口
7	江苏常隆	2000	2 月复产
8	华盛化工	2000	
9	麒麟农化	2000	停产检修
10	江苏丰山	1000	
	其他产能	8500	
	合计	~40000	

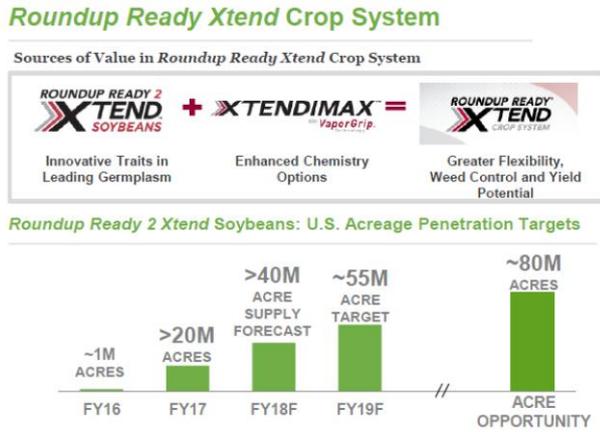
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

## 2. 麦草畏加速推广，公司远期扩产至 1.1 万吨/年产能

孟山都在 2018 财年一季报再次重申 18 年 Roundup Ready 2 Xtend 大豆推广种植预期为 4000 万英亩，较 17 年预计的 2000 万英亩翻倍。相关系统实验表明 2017 年，Roundup Ready

2 Xtend 大豆作物系统具备优异的杂草控制能力, 平均每英亩比 LibertyLink®作物系统高出 5.7 蒲式耳的收益。同时 Bollgard II XtendFlex 棉花投放种植预期维持 600 万英亩不变。

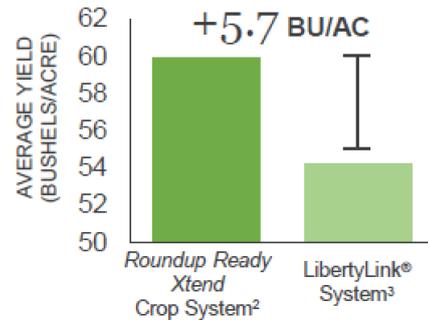
图 1: RR2 Xtend 大豆美国推广计划



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: RR2 Xtend 与 LibertyLink®收成比较

Roundup Ready 2 Xtend Soybean Crop System 2017 Yield Advantage vs. LibertyLink® System<sup>1</sup>:



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

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, 18 年大于 4000 万英亩, 19 年进一步达到 5500 万英亩。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 3: 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

公司麦草畏 5000 吨产能已经满产, 19 年有望再扩产 6000 吨。公司 17 年将麦草畏产能扩产到 5000 吨, 国内规模仅次于扬农化工, 目前已经满产。此外公司 6000 吨产能也已经通过环评, 未来随着麦草畏转基因作物的推广, 公司可能进一步扩大产能, 切入该领域。

### 3. 新产品投放、老产品扩产, 公司 18-20 年成长性好

公司未来将持续投放新产品, 以及对老产品扩产。当前主要包括可转债项目, 其中麦草畏 6000 吨产能, 氟磺系列产品 2500 吨、丁醚脲 1600 吨、盐酸羟胺 5000 吨、草铵膦 3500 吨、异噁草松 500 吨。公司可研报告, 项目全部投产后, 可实现营收 15.5 亿元, 净利润 2.0 亿元。此外公司规划的茚虫威及环氧菌唑有望于 18H1 投产, 19 年贡献利润。

表 4：新增产能

类别	产品	规划产能（吨）	当前价格（万元）	预计投产时间
除草剂	麦草畏	6000	10.5	2019 年
	氟磺胺草醚	2000	13.4	2018 年 Q1
	三氟羧草醚	500	-	2018 年 Q1
	草铵膦	3500	19	2019 年初
	异噁草松	500	8.3	
杀虫剂	丁噁脲	1600	13	2018 年中
	茚虫威	200		2018 年上半年
	盐酸羟胺	5000	-	2018 年下半年
杀菌剂	环氧菌唑	300		2018 年上半年

资料来源：公司公告，环评公告，卓创资讯，天风证券研究所

## 4. 投资建议

长青股份 18 年受益于吡虫啉价格中枢上移，且公司 1600 吨丁噁脲、2000 吨氟磺胺草醚、5000 吨盐酸羟胺有望于 18 年陆续投放。19 年 3500 吨草铵膦，6000 吨麦草畏有望投产，公司进一步打开成长空间。我们将盈利预测由 18/19 年 3.4/4.3 亿元下调为 2018-2020 年净利润为 3.1/3.9/4.6 亿元（考虑到新产品投放进度），现价对应 2018 年 PE 17X。参考农药行业可比上市公司，将目标价下调至 17.4 元（20X）“增持”评级。

表 5：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 6：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			PE			PB <sup>LF</sup>
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2018E
600486.SH	扬农化工	3.10	51.19	158.64	1.42	1.90	2.52	36.12	26.99	20.32	3.44
002258.SZ	利尔化学	5.24	21.49	112.69	0.40	0.65	1.39	54.09	33.12	15.49	3.93
000525.SZ	红太阳	5.81	24.71	143.51	0.22	1.25	1.88	113.50	17.36	13.11	2.44
600731.SH	湖南海利	3.55	7.17	25.47	0.04	0.08	0.12	165.97	55.50	24.56	3.05
600389.SH	江山股份	2.97	19.04	56.55	0.18	0.92	0.99	107.94	24.15	21.39	3.36
000553.SZ	沙隆达 A	24.47	14.46	340.41	-0.13	0.42	0.82	-115.31	35.14	25.88	2.12
002734.SZ	利民股份	1.65	23.95	39.45	0.69	1.02	1.33	34.91	24.60	19.75	2.03
603599.SH	广信股份	4.65	16.95	78.76	0.48	0.94	0.99	35.23	23.51	18.98	2.25
300575.SZ	中旗股份	0.73	41.19	30.21	1.05	1.65	2.02	39.16	34.60	26.09	2.67
	<b>行业均值</b>				<b>0.48</b>	<b>0.98</b>	<b>1.34</b>	<b>52.40</b>	<b>30.55</b>	<b>20.62</b>	<b>2.44</b>
002391.SZ	长青股份	3.59	14.81	53.24	0.45	0.63	0.87	32.73	23.36	16.99	1.61

资料来源：Wind，天风证券研究所（除扬农、长青，其它公司盈利采用 Wind 一致预期）

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	410.71	171.64	567.05	665.17	770.84
应收账款	391.41	271.03	831.56	410.32	1,028.85
预付账款	32.23	82.11	20.91	106.51	50.68
存货	562.58	757.60	722.82	1,051.99	1,007.95
其他	374.27	336.29	420.44	602.88	461.53
<b>流动资产合计</b>	<b>1,771.20</b>	<b>1,618.68</b>	<b>2,562.78</b>	<b>2,836.87</b>	<b>3,319.84</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,967.69	1,808.92	1,988.77	2,141.48	2,272.71
在建工程	93.46	172.19	139.32	119.59	107.75
无形资产	128.94	128.30	124.51	120.72	116.94
其他	28.24	96.93	117.57	100.87	105.12
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,218.32</b>	<b>2,206.34</b>	<b>2,370.17</b>	<b>2,482.67</b>	<b>2,602.53</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,989.52</b>	<b>3,825.02</b>	<b>4,932.95</b>	<b>5,319.54</b>	<b>5,922.37</b>
短期借款	696.00	360.00	1,146.44	1,456.58	1,851.06
应付账款	202.30	184.88	323.94	274.26	392.65
其他	120.52	192.71	104.80	216.58	118.70
<b>流动负债合计</b>	<b>1,018.82</b>	<b>737.59</b>	<b>1,575.17</b>	<b>1,947.42</b>	<b>2,362.41</b>
长期借款	0.00	0.00	143.46	3.17	9.23
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.00	26.91	30.21	29.04	28.72
<b>非流动负债合计</b>	<b>30.00</b>	<b>26.91</b>	<b>173.68</b>	<b>32.20</b>	<b>37.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,048.82</b>	<b>764.49</b>	<b>1,748.85</b>	<b>1,979.63</b>	<b>2,400.36</b>
少数股东权益	13.38	13.14	11.39	9.52	7.78
股本	359.49	359.49	359.49	359.49	359.49
资本公积	1,629.85	1,629.85	1,629.85	1,629.85	1,629.85
留存收益	2,567.84	2,687.89	2,813.23	2,970.90	3,154.74
其他	(1,629.85)	(1,629.84)	(1,629.85)	(1,629.85)	(1,629.85)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,940.70</b>	<b>3,060.53</b>	<b>3,184.11</b>	<b>3,339.91</b>	<b>3,522.01</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,989.52</b>	<b>3,825.02</b>	<b>4,932.95</b>	<b>5,319.54</b>	<b>5,922.37</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	161.42	227.66	313.35	394.18	459.58
折旧摊销	131.57	179.56	116.82	130.80	144.39
财务费用	22.47	31.40	35.00	74.67	90.29
投资损失	(2.10)	(4.17)	(3.88)	(3.88)	(3.88)
营运资金变动	14.79	17.56	(525.59)	(99.29)	(357.15)
其它	(133.99)	63.06	(1.90)	(1.86)	(1.70)
<b>经营活动现金流</b>	<b>194.18</b>	<b>515.07</b>	<b>(66.20)</b>	<b>494.62</b>	<b>331.54</b>
资本支出	348.76	101.22	256.69	261.17	260.32
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(583.10)	(354.65)	(512.41)	(517.38)	(516.52)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(234.34)</b>	<b>(253.43)</b>	<b>(255.72)</b>	<b>(256.20)</b>	<b>(256.20)</b>
债权融资	720.00	360.00	1,299.90	1,471.08	1,867.40
股权融资	(17.45)	(33.46)	(34.57)	(74.52)	(90.09)
其他	(441.20)	(822.94)	(548.01)	(1,536.86)	(1,746.98)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>261.35</b>	<b>(496.40)</b>	<b>717.32</b>	<b>(140.30)</b>	<b>30.33</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>221.19</b>	<b>(234.76)</b>	<b>395.41</b>	<b>98.12</b>	<b>105.67</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,832.82</b>	<b>2,245.31</b>	<b>2,835.24</b>	<b>3,325.84</b>	<b>3,854.18</b>
营业成本	1,396.36	1,645.19	2,049.81	2,346.84	2,709.35
营业税金及附加	6.72	15.10	25.52	33.26	42.40
营业费用	72.48	86.64	99.23	116.40	134.90
管理费用	165.21	205.82	255.17	292.67	335.31
财务费用	17.45	33.47	35.00	74.67	90.29
资产减值损失	2.26	(6.95)	1.50	(1.06)	(2.17)
公允价值变动收益	0.21	0.28	(0.15)	0.00	0.05
投资净收益	2.10	4.17	3.88	3.88	3.88
其他	(4.61)	(18.53)	(7.46)	(7.76)	(7.85)
<b>营业利润</b>	<b>174.65</b>	<b>280.10</b>	<b>372.74</b>	<b>466.93</b>	<b>548.04</b>
营业外收入	21.32	0.58	10.72	10.87	7.39
营业外支出	14.66	17.25	16.87	16.26	16.79
<b>利润总额</b>	<b>181.31</b>	<b>263.43</b>	<b>366.59</b>	<b>461.55</b>	<b>538.64</b>
所得税	19.89	35.77	54.99	69.23	80.80
<b>净利润</b>	<b>161.42</b>	<b>227.66</b>	<b>311.60</b>	<b>392.32</b>	<b>457.84</b>
少数股东损益	(1.23)	(0.24)	(1.75)	(1.87)	(1.74)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>162.65</b>	<b>227.90</b>	<b>313.35</b>	<b>394.18</b>	<b>459.58</b>
每股收益(元)	0.45	0.63	0.87	1.10	1.28

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.66%	22.51%	26.27%	17.30%	15.89%
营业利润	-36.11%	60.38%	33.07%	25.27%	17.37%
归属于母公司净利润	-31.54%	40.12%	37.50%	25.80%	16.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.81%	26.73%	27.70%	29.44%	29.70%
净利率	8.87%	10.15%	11.05%	11.85%	11.92%
ROE	5.56%	7.48%	9.88%	11.84%	13.08%
ROIC	5.92%	8.41%	11.00%	12.12%	13.42%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.29%	19.99%	35.45%	37.21%	40.53%
净负债率	5.30%	-2.68%	7.31%	-3.54%	-4.45%
流动比率	1.74	2.19	1.63	1.46	1.41
速动比率	1.19	1.17	1.17	0.92	0.98
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.58	6.78	5.14	5.36	5.36
存货周转率	3.53	3.40	3.83	3.75	3.74
总资产周转率	0.49	0.57	0.65	0.65	0.69
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	0.63	0.87	1.10	1.28
每股经营现金流	0.54	1.43	-0.18	1.38	0.92
每股净资产	8.14	8.48	8.83	9.26	9.78
<b>估值比率</b>					
市盈率	32.73	23.36	16.99	13.51	11.58
市净率	1.82	1.75	1.68	1.60	1.51
EV/EBITDA	20.32	10.91	11.34	8.98	8.08
EV/EBIT	34.25	17.35	14.59	11.15	9.90

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