

扬农化工 (600486)

证券研究报告

2018年01月05日

双抗作物加速推广，全球麦草畏龙头扬帆起航

孟山都 18 财年一季度净利润大幅增长，双抗作物加速推广

孟山都一季度营收 26.58 亿美元，同比增长 0.30%，净利润 1.83 亿美元，同比增长 101.10%。公司再次重申 Roundup Ready 2 Xtend 大豆推广种植预期为 4000 万英亩，较 17 年翻倍增长；同时 Bollgard II XtendFlex 棉花投放种植预期维持 600 万英亩不变。

扬农麦草畏 17 年放量超预期，18-19 年值得期待

根据孟山都双抗种子推广预期，我们测算 2020 年麦草畏需求为 7.04 万吨，较 16 年增长 3.5 倍。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大部分用于供应双抗需求，今年产销量预计为 1.3 万吨，18 年有望达到 2.2 万吨，19 年满产 2.5 万吨。考虑到麦草畏合理的盈利区间为 2.0-2.5 万元/吨，扬农麦草畏业务 17-19 年净利润贡献为 3.25/5.50/6.25 亿左右。

供需紧张难缓解，菊酯实际成交价缓慢抬升

对高毒有机磷类农药的替代叠加海外制剂企业补库存，农用菊酯需求保持稳定增长。安全事故（春江润田爆炸）叠加环保高压（江苏皇马等降负荷），原料不足（天泽停产），农用菊酯供给紧缺。供需趋紧之下，菊酯价格 17 年大幅上涨，其中功夫菊酯由年初的 15 万元/吨上涨至 25 万元/吨，涨幅 66.7%，联苯菊酯也上涨 8.7%。我们预计 18 年菊酯供需紧张局面难有缓解，菊酯价格将继续上行。

维持“买入”评级

我们预计公司 2017-2019 年净利润为 6.0/8.7/9.9 亿元，对应 EPS 为 1.94/2.82/3.18 元，现价对应 2018 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 70.5 元，25 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：麦草畏产销量低于预期

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	4,004.66	4,968.11	5,700.87
增长率(%)	10.41	(5.95)	36.73	24.06	14.75
EBITDA(百万元)	695.77	624.15	1,145.23	1,540.06	1,785.02
净利润(百万元)	455.09	439.26	600.66	873.85	985.55
增长率(%)	0.09	(3.48)	36.74	45.48	12.78
EPS(元/股)	1.47	1.42	1.94	2.82	3.18
市盈率(P/E)	38.00	39.37	28.79	19.79	17.55
市净率(P/B)	5.51	5.02	4.52	3.78	3.20
市销率(P/S)	5.55	5.90	4.32	3.48	3.03
EV/EBITDA	10.08	16.65	13.31	9.60	7.62

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（维持评级）
当前价格	55.80 元
目标价格	70.5 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)	17,292.36
流通 A 股市值(百万元)	17,292.36
每股净资产(元)	12.04
资产负债率(%)	41.24
一年内最高/最低(元)	56.12/33.00

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

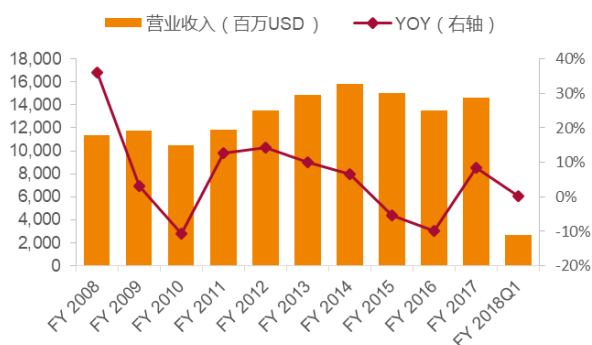
- 1 《扬农化工-季报点评:麦草畏放量超预期，扬农三季度业绩大幅增长》 2017-10-23
- 2 《扬农化工-公司点评:孟山都转基因作物超预期，麦草畏需求持续向好》 2017-10-09
- 3 《扬农化工-公司点评:禁用传言证伪，麦草畏打开成长空间》 2017-09-27

1. 孟山都 18 年一季度净利润大幅增长，双抗作物加速推广

今日孟山都发布 2018 财年一季报，公司一季度营收 26.58 亿美元，同比增长 0.30%，净利润 1.83 亿美元，同比增长 101.10%。一季度转基因大豆种子毛利同比增长约 30%，主要得益于南美地区种植的强劲开端；转基因棉花种子毛利同比下降 22%，利润的下跌主要是由于巴西种植面积的减少等原因。

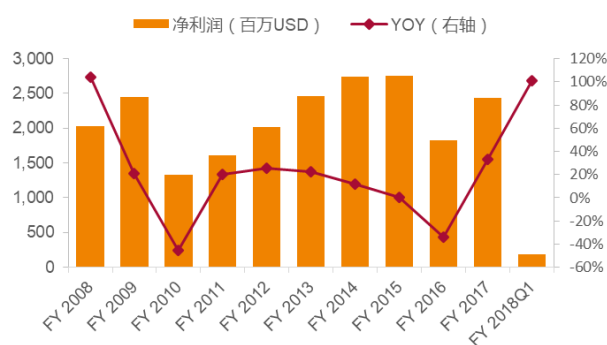
孟山都再次重申 18 年 Roundup Ready 2 Xtend 大豆推广种植预期为 4000 万英亩，较 17 年预计的 2000 万英亩翻倍。相关系统实验表明 2017 年，Roundup Ready 2 Xtend 大豆作物系统具备优异的杂草控制能力，平均每英亩比 LibertyLink® 作物系统高出 5.7 蒲式耳的收益。同时 Bollgard II XtendFlex 棉花投放种植预期维持 600 万英亩不变。

图 1：18Q1 孟山都营业收入 26.58 亿美元



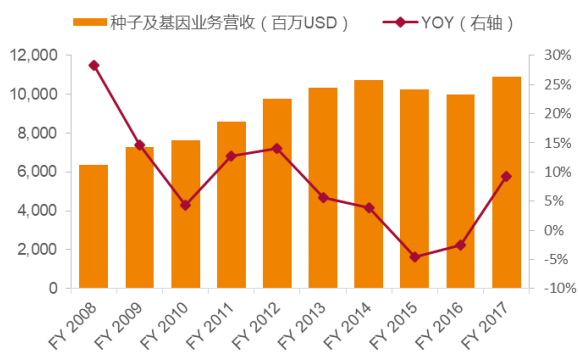
资料来源：公司公告，Bloomberg，天风证券研究所

图 2：18Q1 孟山都净利润同比增长 101.10%



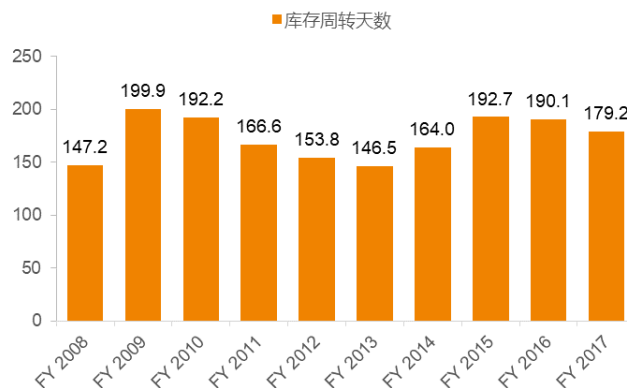
资料来源：公司公告，Bloomberg，天风证券研究所

图 3：孟山都种子及基因业务营收



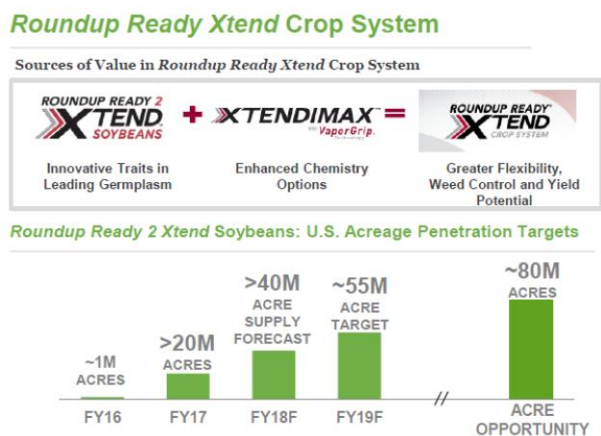
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 4：15-17 年库存周转天数持续下降



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

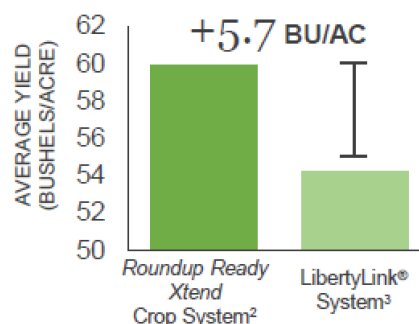
图 5: RR2 Xtend 大豆美国推广计划



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 6: RR2 Xtend 与 LibertyLink®收成比较

Roundup Ready 2 Xtend Soybean Crop System 2017 Yield Advantage vs. LibertyLink® System¹:



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 扬农麦草畏放量超预期, 18-19 年值得期待

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。

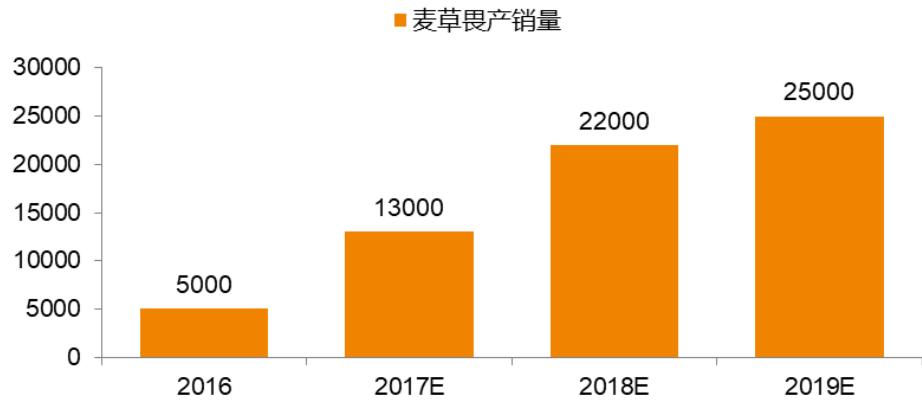
表 1: 麦草畏需求测算 (万吨)

	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, 扬农麦草畏大部分用于供应双抗需求, 今年产销量预计为 1.3 万吨, 18 年有望达到 2.2 万吨, 19 年满产 2.5 万吨。

图 7：扬农麦草畏产销量（吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

成本降低，麦草畏合理的盈利区间为 2.0-2.5 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 2.0-2.5 万元/吨。依此测算，扬农麦草畏 17-19 年净利润贡献为 3.25/5.50/6.25 亿左右。

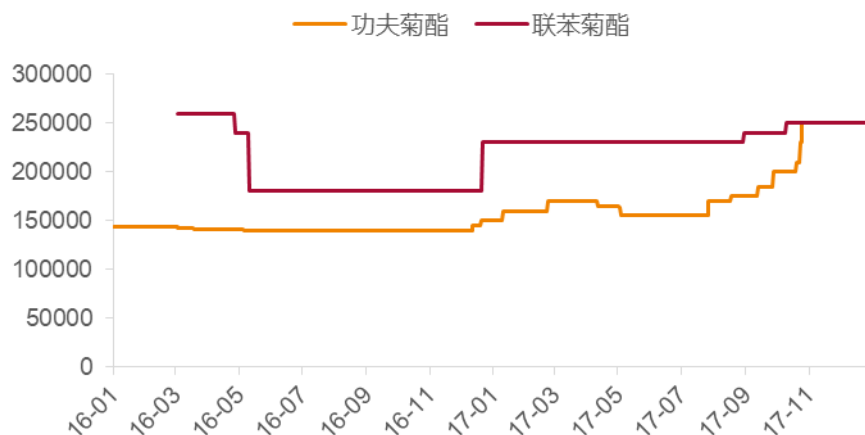
3. 供需紧张难缓解，菊酯价格将继续上行

卫用菊酯需求稳定，农用菊酯持续增长。卫用菊酯主要应用于蚊香、杀虫气雾剂、电热蚊香片和电热蚊香液等，该市场需求趋于稳定。作为低毒农药，农用菊酯市场前景依旧广阔。随着生态环保要求日趋严格，各国及地区不间断对各类农药毒性进行判定并颁布禁用条例，有机磷因高毒性而开始减用、限用，在全球杀虫剂的市场份额已降至 15.3%，高效低毒的菊酯产品成为重要替代品。

环保叠加安全事故，原料不足，农用菊酯供给紧缺。农用菊酯国内生产厂商较多，国内第二大企业春江润田发生安全事故，预计短期无法复产；环保高压之下，菊酯企业开工负荷偏低（江苏皇马等）。除此之外，原料供应不足也导致了菊酯供给紧缺。贲亭酸甲酯是菊酯的重要中间体，其重要生产商天泽化工因环保问题面临高额行政处罚，面临长期停产可能。

供需紧张，菊酯价格价格将持续上行。供需趋紧，菊酯价格 17 年大幅上涨。其中功夫菊酯由年初的 15 万元/吨上涨至 25 万元/吨，涨幅 66.7%，联苯菊酯也上涨 8.7%。我们预计 18 年菊酯供需紧张局面难有缓解，菊酯价格将继续上行。

图 8：菊酯价格持续上行（元/吨）



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

表 2: 菊酯产能 (吨)

厂商	所在省份	产能	类别	备注
扬农化工	江苏	8100	农用+卫生	
春江润田	江苏	4000	农用	安全事故停产, 短期无法复产
蓝丰生化	江苏	3800	氯氰菊酯, 高效氯氰菊酯等	
英德广农康盛	广东	2800	农用菊酯	
江苏皇马	江苏	2000	联苯菊酯、功夫菊酯	其它品种已经停产
辉丰股份	江苏	2000		
山东大成农药股份	山东	2000		
红太阳	江苏	1000		

资料来源: 百川资讯, 天风证券研究所

表 3: 苜蓿酸甲酯产能 (吨)

厂商	所在省份	产能
扬农化工	江苏	5000
天泽化工	江苏	5000
江苏泰阳	江苏	4,000
潍坊海联化工	山东	3,000
连云港光大化学	江苏	3,000
内蒙古同创高科化学	内蒙古	3,000

资料来源: 百川资讯, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值模型

核心假设:

麦草畏: 预计麦草畏 17 年产销量为 1.3 万吨, 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 8.9 万元/吨 (不含税), 随着产能扩张, 企业成本预计持续降低, 毛利水平维持 35-40%。

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 15 万元/吨上调至当前的 25 万元/吨, 我们认为公司菊酯产品均价全年涨幅达 3%达到 16.7 万元/吨。考虑到菊酯涨价将逐渐体现在公司成交价上, 上调 18 年菊酯均价 17.2 万元/吨。

草甘膦: 公司草甘膦年产能 3 万吨, 满产时全年产销量达到 3.5 万吨, 预计 17-19 年产量为 3.5 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 18 年草甘膦全年均价 2.2 万元/吨。

投资建议:

上调 18 年盈利预测及估值中枢。 麦草畏持续放量, 菊酯涨价预期强, 草甘膦产销量高于预期, 我们小幅上调公司 18 年净利润 8.7 亿元, 较 17 年 45% 增长。当前农药行业平均估值为 23x, 相关上市公司成长性 20-30%。我们认为扬农化工成长性高, 合理的估值中枢为 25x。

维持“买入”评级。 我们预计公司 2017-2019 年净利润为 6.0/8.7/9.9 亿元, 对应 EPS 为 1.94/2.82/3.18 元, 现价对应 2018 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 70.5 元, 25 倍 PE, 维持“买入”评级。

表 4：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 ^{LF}
					2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2017E
002258.SZ	利尔化学	5.24	18.06	94.70	0.40	0.65	0.88	45.46	27.78	20.52	3.54
002391.SZ	长青股份	3.59	15.55	55.90	0.45	0.67	0.94	34.37	23.21	16.54	1.71
000525.SZ	红太阳	5.81	22.70	131.84	0.22	1.25	1.66	104.27	18.09	13.66	2.08
600731.SH	湖南海利	3.27	7.19	23.53	0.04	0.08	0.13	166.44	94.98	54.22	2.82
600389.SH	江山股份	2.97	18.47	54.86	0.18	0.92	0.99	104.71	20.13	18.73	3.01
000553.SZ	沙隆达 A	23.42	16.55	372.18	-0.13	0.42	0.56	-	39.63	29.34	1.72
002734.SZ	利民股份	1.65	25.65	42.25	0.69	1.02	1.33	37.39	25.11	19.23	2.16
603599.SH	广信股份	3.76	19.95	75.11	0.48	0.94	1.16	41.47	21.28	17.26	2.48
300575.SZ	中旗股份	0.73	39.84	29.22	1.05	1.65	2.15	37.87	24.18	18.55	2.49
	行业均值				0.38	0.84	1.09	71.50	32.71	23.12	2.45
600486.SH	扬农化工	3.10	55.80	172.92	1.42	1.94	2.82	39.37	28.76	19.79	3.77

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,122.82	735.09	1,648.51	1,998.09	3,340.78
应收账款	554.18	683.03	540.61	839.42	744.16
预付账款	60.68	72.05	97.91	105.49	132.37
存货	321.40	372.19	340.15	423.90	461.57
其他	420.61	1,540.29	651.15	900.86	732.57
流动资产合计	2,479.69	3,402.65	3,278.34	4,267.75	5,411.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	955.46	870.97	1,901.35	2,153.45	2,276.92
在建工程	3.40	830.09	124.51	74.71	44.82
无形资产	151.10	146.69	142.35	138.01	133.67
其他	1,067.71	450.09	544.70	681.03	553.78
非流动资产合计	2,177.67	2,297.84	2,712.92	3,047.19	3,009.20
资产总计	4,657.36	5,700.48	5,991.26	7,314.95	8,420.65
短期借款	0.00	300.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	829.24	1,081.85	1,247.69	1,604.47	1,735.95
其他	578.96	709.24	768.73	959.84	1,060.82
流动负债合计	1,408.20	2,091.09	2,016.42	2,564.31	2,796.78
长期借款	0.00	29.90	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.46	19.28	13.38	15.71	16.12
非流动负债合计	14.46	49.18	13.38	15.71	16.12
负债合计	1,422.66	2,140.28	2,029.80	2,580.02	2,812.90
少数股东权益	98.10	114.99	135.53	166.23	201.33
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90
资本公积	815.37	815.37	815.37	815.37	815.37
留存收益	2,735.69	3,035.50	3,516.03	4,258.80	5,096.52
其他	(724.37)	(715.55)	(815.37)	(815.37)	(815.37)
股东权益合计	3,234.69	3,560.21	3,961.46	4,734.93	5,607.74
负债和股东权益总	4,657.36	5,700.48	5,991.26	7,314.95	8,420.65

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	470.40	455.74	600.66	873.85	985.55
折旧摊销	182.88	146.60	365.40	476.89	585.25
财务费用	(19.88)	(4.41)	50.00	0.00	0.00
投资损失	(49.60)	(80.82)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	8.89	(632.65)	635.48	(89.99)	431.39
其它	(347.37)	372.44	20.54	30.69	35.10
经营活动现金流	245.33	256.91	1,592.09	1,211.44	1,957.29
资本支出	96.82	877.30	679.91	671.67	673.58
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(894.52)	(1,717.18)	(756.52)	(1,402.83)	(1,140.84)
投资活动现金流	(797.70)	(839.88)	(76.61)	(731.16)	(467.26)
债权融资	0.00	333.22	1.11	1.47	1.97
股权融资	123.99	59.71	(149.82)	0.00	0.00
其他	(170.92)	(211.94)	(453.35)	(132.18)	(149.31)
筹资活动现金流	(46.92)	180.99	(602.06)	(130.71)	(147.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(599.30)	(401.98)	913.42	349.57	1,342.70

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,114.13	2,928.97	4,004.66	4,968.11	5,700.87
营业成本	2,286.81	2,202.04	2,849.35	3,438.22	3,984.62
营业税金及附加	7.54	10.70	14.02	17.39	19.95
营业费用	38.29	35.85	52.06	67.07	76.96
管理费用	291.01	268.83	344.40	427.26	484.57
财务费用	(57.07)	(50.89)	50.00	0.00	0.00
资产减值损失	27.18	14.83	45.00	35.00	15.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	49.60	80.82	80.00	80.00	80.00
其他	(99.19)	(161.64)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	569.96	528.44	729.83	1,063.17	1,199.76
营业外收入	5.85	9.12	9.00	9.00	9.00
营业外支出	6.50	7.94	8.00	8.00	8.00
利润总额	569.31	529.62	730.83	1,064.17	1,200.76
所得税	98.91	73.88	109.62	159.63	180.11
净利润	470.40	455.74	621.20	904.55	1,020.65
少数股东损益	15.32	16.48	20.54	30.69	35.10
归属于母公司净利润	455.09	439.26	600.66	873.85	985.55
每股收益(元)	1.47	1.42	1.94	2.82	3.18

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.41%	-5.95%	36.73%	24.06%	14.75%
营业利润	4.60%	-7.28%	38.11%	45.67%	12.85%
归属于母公司净利润	0.09%	-3.48%	36.74%	45.48%	12.78%
获利能力					
毛利率	26.57%	24.82%	28.85%	30.79%	30.11%
净利率	14.61%	15.00%	15.00%	17.59%	17.29%
ROE	14.51%	12.75%	15.70%	19.13%	18.23%
ROIC	42.15%	38.75%	31.58%	51.01%	49.54%
偿债能力					
资产负债率	30.55%	37.55%	33.88%	35.27%	33.40%
净负债率	-5.85%	8.42%	27.06%	8.03%	10.35%
流动比率	1.76	1.63	1.63	1.66	1.93
速动比率	1.53	1.45	1.46	1.50	1.77
营运能力					
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	11.24	13.00	12.88
总资产周转率	0.69	0.57	0.69	0.75	0.72
每股指标(元)					
每股收益	1.47	1.42	1.94	2.82	3.18
每股经营现金流	0.79	0.83	5.14	3.91	6.32
每股净资产	10.12	11.12	12.35	14.74	17.45
估值比率					
市盈率	38.00	39.37	28.79	19.79	17.55
市净率	5.51	5.02	4.52	3.78	3.20
EV/EBITDA	10.08	16.65	13.31	9.60	7.62
EV/EBIT	13.68	21.76	19.54	13.90	11.34

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	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