

**扬农化工 (600486.SH) 发布首期股权激励方案，彰显中长期发展信心**

2023年01月03日

**——公司信息更新报告**
**投资评级：买入（维持）**
**金益腾（分析师）**
**徐正凤（联系人）**
**杨占魁（联系人）**

jinyiteng@kysec.cn

xuzhengfeng@kysec.cn

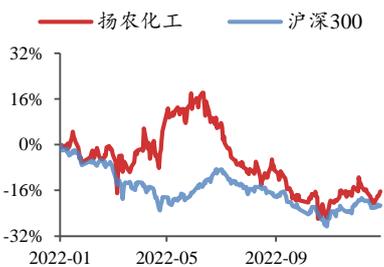
yangzhankui@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790122070041

证书编号：S0790122120028

日期	2022/12/30
当前股价(元)	103.90
一年最高最低(元)	148.88/89.57
总市值(亿元)	321.98
流通市值(亿元)	321.98
总股本(亿股)	3.10
流通股本(亿股)	3.10
近3个月换手率(%)	35.68

**股价走势图**


数据来源：聚源

**相关研究报告**

《费用计提及资产减值影响业绩，看好中长期成长——公司信息更新报告》  
-2022.10.26

《产销顺畅业绩同比高增，全力推进北方基地建设——公司信息更新报告》  
-2022.8.31

《2022H1扣非净利润预增106%，产销顺畅助力业绩提升——公司信息更新报告》  
-2022.7.13

**● 葫芦岛项目接力成长，首期股权激励方案彰显发展信心，维持“买入”评级**  
12月31日，公司公告2022年限制性股票激励计划（草案），拟授予激励对象限制性股票350.88万股，占公司股本总额的1.133%；其中首次授予282.88万股、预留授予68.00万股，授予价格为52.30元/股。我们认为，12月初公告的葫芦岛项目高资本开支将接力优嘉四期项目为公司带来新一轮成长，而此次股权激励方案则彰显了公司长期发展信心。我们维持盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润分别19.17、22.74、25.16亿元，对应EPS为6.19、7.34、8.12元/股，当前股价对应PE为16.8、14.2、12.8倍。我们看好公司凭借研产销一体化优势，中长期成长性确定，维持“买入”评级。

**● 发布首期股权激励方案绑定人才，国企改革彰显中长期发展信心**

公司限制性股票来源为向激励对象定向发行的公司A股普通股，拟授予激励对象限制性股票350.88万股，首次授予的激励对象不超过228人，其中包括总经理、董秘在内的9名高管，以及85名管理、技术关键岗位人员和134名其他业务骨干。考核目标来看，公司以扣非归母净利润作为计算依据，考核ROE、扣非归母净利润增长率和资产负债率，其中2023-2025年ROE分别不低于16.3%、16.5%和17.75%，且不低于同行业28家对标企业75分位值；扣非归母净利润较2021年度CAGR不低于15%，且不低于同行业28家对标企业75分位值；资产负债率分别不低于46.62%、46.61%和46.60%。本计划首次授予限制性股票总成本估计约为1.46亿元，预计2023-2027年分别分摊3,953、5,271、3,446、1,622、304万元。我们认为，随着首期股权激励计划落地，将进一步健全市场化激励机制，完善治理结构，为公司长远发展保驾护航。

**● 葫芦岛项目公示，高资本开支接力优嘉四期为公司带来新一轮成长**

公司12月初对葫芦岛项目进行第一次信息公示，总投资42.14亿元，将由辽宁优创植物保护有限公司建设年产15,650吨农药原药及7,000吨农药中间体项目，产品涉及功夫菊酯、氟唑菌酰胺、啉菌唑等，公司成长动力充足。

**● 风险提示：产品价格下跌、下游需求不及预期、汇兑风险、市场竞争加剧等。**

**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,831	11,841	15,294	16,747	18,747
YOY(%)	13.0	20.4	29.2	9.5	11.9
归母净利润(百万元)	1,210	1,222	1,917	2,274	2,516
YOY(%)	3.4	1.0	56.9	18.6	10.6
毛利率(%)	26.3	23.1	23.8	24.1	24.2
净利率(%)	12.3	10.3	12.5	13.6	13.4
ROE(%)	20.3	17.6	22.1	21.2	19.3
EPS(摊薄/元)	3.90	3.94	6.19	7.34	8.12
P/E(倍)	26.6	26.3	16.8	14.2	12.8
P/B(倍)	5.4	4.6	3.7	3.0	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 首期股权激励方案落地，彰显中长期发展信心.....	3
2、 葫芦岛项目公示，接力优嘉四期注入新一轮成长动力.....	5
3、 盈利预测与投资建议.....	6
4、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

表 1： 公司首期激励计划拟首次授予的激励对象包括公司董事、高管、管理、技术关键岗位人员等合计 228 人.....	3
表 2： 公司层面选取同行业 28 家对标企业，考核 2023-2025 年 ROE、扣非归母净利润增长率和资产负债率指标.....	4
表 3： 公司层面考核 ROE、扣非归母净利润增长率和资产负债率三大指标.....	5
表 4： 本股权激励计划首次授予限制性股票总成本约为 1.46 亿元，在 2023-2027 年期间分摊.....	5
表 5： 优嘉四期项目二阶段预计 2022 年底建成，葫芦岛项目接力注入成长新动力.....	6

## 1、首期股权激励方案落地，彰显中长期发展信心

发布首期股权激励方案，绑定高管及技术、业务骨干等。12月31日，公司公告2022年限制性股票激励计划（草案），拟授予激励对象限制性股票350.88万股，占公司股本总额的1.133%；其中首次授予282.88万股、预留授予68.00万股，授予价格为52.30元/股，股票来源为公司向激励对象定向发行的公司A股普通股。本激励计划拟首次授予的激励对象共计不超过228人，约占公司员工总数（截至2021年12月31日）3,118人的7.3%，其中包括总经理、董秘在内的9名高管，以及85名管理、技术关键岗位人员和134名其他业务骨干。

表1：公司首期激励计划拟首次授予的激励对象包括公司董事、高管、管理、技术关键岗位人员等合计228人

序号	姓名	职务	获授限制性股票数量 (万股)	占授予总量比例	占目前总股本的比例
1	吴孝举	董事、总经理	3.33	0.95%	0.011%
2	孔勇	副总经理	2.35	0.67%	0.008%
3	王东朝	副总经理	2.35	0.67%	0.008%
4	沈阳	副总经理	2.10	0.60%	0.007%
5	姜友法	副总经理	2.10	0.60%	0.007%
6	王明坤	副总经理	1.95	0.56%	0.006%
7	李安明	QHSE 总监	1.90	0.54%	0.006%
8	李常青	财务负责人	1.80	0.51%	0.006%
9	陆东升	董事会秘书	1.80	0.51%	0.006%
管理、技术关键岗位人员（85人）			129.20	36.82%	0.417%
其他业务骨干（134人）			134.00	38.19%	0.432%
首次授予部分合计（共228人）			282.88	80.62%	0.913%
预留授予部分			68.00	19.38%	0.219%
<b>合计</b>			<b>350.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.133%</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

考核目标以扣非归母净利润为基础，为公司长远发展保驾护航。从考核目标看，公司限制性股票激励计划考核指标分为两个层面，分别为公司层面业绩考核、个人层面绩效考核：

（一）公司层面方面，本计划首次及预留授予的限制性股票，在2023-2025年分年度进行考核并解除限售，每个会计年度考核一次，考核扣非加权净资产收益率（ROE）、扣非归母净利润增长率和资产负债率，其中：（1）2023-2025年ROE分别不低于16.3%、16.5%和17.75%，且不低于同行业28家对标企业75分位值；（2）扣非归母净利润较2021年度CAGR不低于15%，且不低于同行业28家对标企业75分位值；（3）资产负债率分别不低于46.62%、46.61%和46.60%。我们按照公司2021年扣非归母净利润11.37亿元、年同比增长率15%、不考虑股权激励费用及对标企业75分位值等影响进行计算，预计2023-2025年公司扣非归母净利润至少达到15.0、17.3、19.9亿元。

（二）个人层面方面，与公司业绩考核年度一致，激励对象可解除限售限制性股票数量与其年度绩效评价结果挂钩：若激励对象年度绩效评价结果为S等/A等/B

等，则员工解除限售系数为 1；若激励对象年度绩效评价结果为 C 等，则员工解除限售系数为 0.6；若激励对象年度绩效评价结果为不合格，则员工解除限售系数为 0。本计划首次授予限制性股票总成本估计约为 1.46 亿元，预计 2023-2027 年分别分摊 3,953、5,271、3,446、1,622、304 万元。我们认为，随着首期股权激励计划落地，将进一步健全市场化激励机制，完善治理结构，为公司长远发展保驾护航。

**表2：公司层面选取同行业 28 家对标企业，考核 2023-2025 年 ROE、扣非归母净利润增长率和资产负债率指标**

序号	证券代码	证券简称	2021 年	2021 年	2022 前三季度	2021 年	2022 前三季度
			扣非加权净资产收益率 (%)	扣非归母净利润 (百万元)	扣非归母净利润 (百万元)	资产负债率 (%)	资产负债率 (%)
1	002999.SZ	天禾股份	8.33	88.33	84.11	76.54	79.38
2	600691.SH	阳煤化工	6.73	386.70	146.16	72.05	71.21
3	600810.SH	神马股份	32.65	2,107.34	500.75	67.80	65.96
4	002092.SZ	中泰化学	12.16	2,649.09	1,113.19	57.22	59.93
5	002215.SZ	诺普信	8.69	224.31	255.17	53.68	55.07
6	600623.SH	华谊集团	13.10	2,624.11	762.53	52.82	56.09
7	600352.SH	浙江龙盛	8.16	2,366.03	1,656.88	49.86	52.10
8	600409.SH	三友化工	13.40	1,626.15	931.74	47.02	48.62
9	600727.SH	鲁北化工	17.15	487.28	36.05	46.64	56.00
10	002398.SZ	垒知集团	7.27	240.25	191.50	46.41	44.11
11	002274.SZ	华昌化工	44.46	1,582.21	771.25	46.26	40.07
12	300082.SZ	奥克股份	10.18	337.57	-6.38	45.24	43.26
13	000949.SZ	新乡化纤	28.09	1,413.24	-314.05	44.84	50.22
14	002002.SZ	鸿达兴业	10.60	841.82	295.55	43.90	42.55
15	600230.SH	沧州大化	5.53	203.64	189.79	42.68	43.24
16	600315.SH	上海家化	10.02	675.93	368.43	42.67	42.15
17	300409.SZ	道氏技术	14.60	564.74	125.41	42.25	44.91
18	000912.SZ	泸天化	7.13	402.79	322.43	39.32	41.32
19	002145.SZ	中核钛白	18.47	1,179.65	592.76	37.80	40.33
20	300320.SZ	海达股份	7.55	144.28	84.22	35.78	34.74
21	000930.SZ	中粮科技	9.69	1,054.34	797.04	34.90	31.72
22	000818.SZ	航锦科技	21.82	694.52	162.51	29.46	24.46
23	603810.SH	丰山集团	7.29	99.62	82.65	28.70	39.78
24	002942.SZ	新农股份	10.61	118.63	110.62	26.63	30.44
25	002666.SZ	德联集团	7.20	235.40	63.42	25.77	29.11
26	000990.SZ	诚志股份	6.25	1,066.83	7.86	24.48	26.92
27	000936.SZ	华西股份	6.94	337.02	147.30	23.70	22.18
28	002440.SZ	闰土股份	6.58	607.38	389.27	16.11	20.51
	600486.SH	扬农化工	17.75	1,137.25	1,800.01	46.98	47.79
扣非加权净资产收益率-对标企业 75 分位值水平：			17.15				
扣非归母净利润-对标企业 75 分位值水平：				1413.24	592.76		

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

**表3：公司层面考核 ROE、扣非归母净利润增长率和资产负债率三大指标**

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2023 年净资产收益率（ROE）不低于 16.3%，且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2021 年为基准，2023 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值水平；2023 年公司资产负债率不高于 46.62%。
第二个解除限售期	2024 年净资产收益率（ROE）不低于 16.3%，且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2021 年为基准，2024 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值水平；2024 年公司资产负债率不高于 46.61%。
第三个解除限售期	2025 年净资产收益率（ROE）不低于 17.75%，且不低于对标企业 75 分位值水平；以 2021 年为基准，2025 年扣非归母净利润复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值水平；2025 年公司资产负债率不高于 46.60%。

资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：净资产收益率（ROE）指扣非加权净资产收益率）

**表4：本股权激励计划首次授予限制性股票总成本约为 1.46 亿元，在 2023-2027 年期间分摊**

需摊销的总费用（万元）	2023 年（万元）	2024 年（万元）	2025 年（万元）	2026 年（万元）	2027 年（万元）
14,597	3,953	5,271	3,446	1,622	304

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、葫芦岛项目公示，接力优嘉四期注入新一轮成长动力

优嘉四期二阶段预计 2022 年底建成，葫芦岛项目接力成长。2022 年 9 月，公司公告优嘉四期项目分两个阶段进行建设，第一阶段建设苯醚甲环唑、硝磺草酮、联苯菊酯和氟啶胺四个项目，已于 2021 年 12 月建成，第二阶段项目计划将于 2022 年底建成。2022 年 12 月初，葫芦岛经济开发区官网对辽宁优创植物保护有限公司年产 15650 吨农药原药及 7000 吨农药中间体项目环境影响评价公众参与第一次信息公示，项目总投资达到 42.14 亿元，将新建 9 栋工艺主厂房，建设 11 条生产线，生产 1500t/a 咪草烟、200t/a 甲氧咪草烟、100t/a 甲基咪草烟、5000t/a 烯草酮、250t/a 烯禾啶、500t/a 莎稗磷、100t/a 啶菌噁唑、500t/a 吡氟酰草胺、500t/a 多效唑、3000t/a 功夫菊酯、2500t/a 氟唑菌酰胺、1500t/a 双酰胺类杀虫剂、2000t/a 一氟吡啶、2000t/a 环己二酮、3000t/a 三氟唑。配套建设污水预处理中心、固废焚烧中心、RTO 尾气焚烧、事故池等环保设施，及罐区、仓库、制冷、空压制氮、综合楼、技术质检中心等公用工程和辅助设施。厂区总占地面积为 77.55 公顷，本期项目占地面积约为 28.28 公顷。

氟唑菌酰胺前景广阔，沈阳科创已取得啶菌噁唑原药及制剂的正式登记。根据世界农化网和农药资讯网报道，氟唑菌酰胺是由先正达发现、开发并生产的琥珀酸脱氢酶抑制剂（SDHI）类杀菌剂，该产品于 2017 年在阿根廷率先上市，2020 年登陆中国市场；2020 年全球销售额预计达 3 亿美元，先正达预期其未来销售额将突破 10 亿美元。氟唑菌酰胺在广谱、高效、持久、稳定 4 个方面表现突出，上市以来已在全球 100 多种作物的 30 多种病害上获得登记；化学结构中特有的吡唑酰胺基团带来更高的抑菌活性，对于灰葡萄孢菌、禾谷镰刀菌和壳针孢菌的防治活性，与同类杀菌剂相比，活性最高可达 8-30 倍，防病更彻底；对叶斑病和白粉病活性高；对难以防治的病害，如葡萄孢菌、核盘菌和棒孢菌等病原菌引起的病害高效。我国目前登记的氟唑菌酰胺产品共有 7 个，包括 2 个原药和 5 个制剂（单剂 2 个+混剂

3个);目前已登记作物有小麦、柑橘树、油菜、番茄、芒果树、花生苹果树、草坪、草莓、葡萄、西瓜、观赏月季、香蕉、马铃薯、黄瓜共计15个作物。据公司公告,啶菌噁唑(试验代号:SYP-Z048)是沈阳化工研究院与美国罗门哈斯(现科迪华)共同开发的一种新型异噁唑烷类杀菌剂,对灰霉病有优异的防治效果,不仅可有效防治黄瓜、番茄、韭菜、草莓等蔬菜、水果的灰霉病,对小麦、黄瓜白粉病等也有实效,目前沈阳科创已经取得了啶菌噁唑原药及制剂的正式登记。

**表5: 优嘉四期项目二阶段预计2022年底建成,葫芦岛项目接力注入成长新动力**

项目名称	投资额(亿元)	产品分类	产品名称	产能(吨/年)	备注
优嘉四期(中化集团现代植保产业园二期)	23.25	杀虫剂-农用菊酯	高效氯氟氰菊酯(功夫菊酯)	3000	预计2022年底建成
			丙氟菊酯	50	
			右旋胺菊酯	360	
		杀虫剂-卫生菊酯	联苯菊酯	3800	2021年12月建成
			甲氧苄氟菊酯	50	预计2022年底建成
		杀菌剂	四氟甲醚菊酯	50	
			丙环唑	2000	
		除草剂	苯醚甲环唑	3000	2021年12月建成
			氟啶胺	1000	
		杀螨剂	硝磺草酮	6000	预计2022年底建成
			虱螨脲	1000	
		增效剂	羟吡啶	200	预计2022年底建成
			DV异丙酯	100	
		辽宁优创植物保护有限公司年产15650吨农药原药及7000吨农药中间体项目	42.14	杀虫剂-农用菊酯	功夫菊酯
除草剂	双酰胺类杀虫剂			1500	
	咪草烟			1500	
	甲氧咪草烟			200	
	甲基咪草烟			100	
	烯草酮			5000	
	烯禾啶			250	
	莎稗磷			500	
杀菌剂	吡氟酰草胺			500	
	啶菌噁唑			100	
调节剂	氟唑菌酰羟胺			2500	
	多效唑			500	
中间体	一氟吡啶			2000	
	环己二酮			2000	
	三氟唑	3000			

资料来源:公司公告、项目环评、葫芦岛经济开发区官网、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

2022前三季度,Q3传统淡季致农药量价回落叠加子公司计提土壤修复费用及资产减值影响公司短期业绩表现,我们认为,12月初公告的葫芦岛项目高资本开支

将接力优嘉四期项目为公司带来新一轮成长，而此次股权激励方案则彰显了公司长期发展信心。我们维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 19.17、22.74、25.16 亿元，对应 EPS 为 6.19、7.34、8.12 元/股，当前股价对应 PE 为 16.8、14.2、12.8 倍。我们看好公司凭借研产销一体化优势，中长期成长性确定，维持“买入”评级。

#### 4、风险提示

产品价格下跌、下游需求不及预期、汇兑风险、市场竞争加剧等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6376	7851	9956	9913	12773
现金	1891	2272	2934	3213	4194
应收票据及应收账款	1868	2820	3235	3395	4027
其他应收款	41	48	67	59	82
预付账款	498	527	797	653	970
存货	1632	1867	2606	2276	3184
其他流动资产	446	316	316	316	316
<b>非流动资产</b>	4550	5252	6815	7038	7113
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3607	3375	4550	4832	4980
无形资产	506	492	536	585	591
其他非流动资产	437	1385	1729	1620	1542
<b>资产总计</b>	10926	13102	16771	16951	19886
<b>流动负债</b>	4108	5724	6295	5647	6976
短期借款	451	276	1000	700	600
应付票据及应付账款	2695	3247	4350	3942	5331
其他流动负债	963	2200	945	1005	1045
<b>非流动负债</b>	866	432	182	181	179
长期借款	553	253	3	3	0
其他非流动负债	312	179	179	179	179
<b>负债合计</b>	4974	6155	6476	5828	7155
少数股东权益	4	3	5	6	8
股本	310	310	310	310	310
资本公积	637	592	592	592	592
留存收益	4898	5936	7539	9439	11542
<b>归属母公司股东权益</b>	5948	6944	10290	11116	12722
<b>负债和股东权益</b>	10926	13102	16771	16951	19886

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1378	1454	1260	2641	2702
净利润	1211	1223	1918	2276	2518
折旧摊销	393	579	506	657	760
财务费用	179	99	-254	-183	-45
投资损失	-24	-39	40	-40	-40
营运资金变动	-382	-113	-1054	22	-395
其他经营现金流	1	-294	102	-90	-96
<b>投资活动现金流</b>	-1178	-1138	-2258	-799	-755
资本支出	1162	1332	2070	879	835
长期投资	10	65	0	0	0
其他投资现金流	-26	128	-188	81	81
<b>筹资活动现金流</b>	-624	-142	-694	-17	-158
短期借款	-888	-175	724	-300	-100
长期借款	550	-300	-250	-1	-3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-101	-45	0	0	0
其他筹资现金流	-186	379	-1168	284	-56
<b>现金净增加额</b>	-481	147	-1692	1825	1789

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	9831	11841	15294	16747	18747
营业成本	7244	9110	11649	12714	14218
营业税金及附加	29	29	41	43	49
营业费用	219	269	327	368	394
管理费用	505	586	841	754	769
研发费用	332	374	500	519	553
财务费用	179	99	-254	-183	-45
资产减值损失	-47	-1	-199	-2	-2
其他收益	19	23	21	22	22
公允价值变动收益	116	43	-150	40	40
投资净收益	24	39	-40	40	40
资产处置收益	-1	1	2	1	1
<b>营业利润</b>	1434	1444	2268	2686	2970
营业外收入	2	5	4	4	4
营业外支出	16	9	13	11	12
<b>利润总额</b>	1420	1440	2259	2680	2962
所得税	209	217	341	404	444
<b>净利润</b>	1211	1223	1918	2276	2518
少数股东损益	1	1	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	1210	1222	1917	2274	2516
EBITDA	1820	1984	2772	3313	3626
EPS(元)	3.90	3.94	6.19	7.34	8.12

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.0	20.4	29.2	9.5	11.9
营业利润(%)	2.5	0.7	57.1	18.4	10.6
归属于母公司净利润(%)	3.4	1.0	56.9	18.6	10.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.3	23.1	23.8	24.1	24.2
净利率(%)	12.3	10.3	12.5	13.6	13.4
ROE(%)	20.3	17.6	22.1	21.2	19.3
ROIC(%)	17.4	14.8	19.7	19.5	17.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.5	47.0	38.6	34.4	36.0
净负债比率(%)	-14.1	-16.4	-21.0	-22.3	-26.7
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.8	1.8
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	7.4	7.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	6.0	15.3	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.90	3.94	6.19	7.34	8.12
每股经营现金流(最新摊薄)	4.45	4.69	4.06	8.52	8.72
每股净资产(最新摊薄)	19.19	22.41	27.94	34.63	42.10
<b>估值比率</b>					
P/E	26.6	26.3	16.8	14.2	12.8
P/B	5.4	4.6	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	17.2	15.7	11.0	9.0	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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，开源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。

## 分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn