天风证券 TF SECURITIES

润丰股份（301035）

证券研究报告
2023 年 03 月 29 日

高景气带动销售规模大幅提升，稳步推进战略规划

事件：润丰股份发布 2022 年年报，实现营业收入 144.60 亿元，同比增长 47.60%；归属于上市公司股东的净利润 14.13 亿元，同比增长 76.72%。按 2.77 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 5.10 元，每股经营现金流为 4.95 元。其中第四季度实现营业收入 25.45 亿元，同比-16.26%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.07 亿元，同比-69.30%；折合单季度 EPS 0.39 元。

全年销售规模同比增长，22Q4 产品价格同比回落。2022 年，公司营业收入同比增加 46.63 亿元，yoy+47.60%；分业务看，除草剂/杀虫剂/杀菌剂业务分别同比增加 42.91/1.39/1.27 亿元。公司综合毛利率为 20.24%，yoy+1.27pcts；实现毛利额 29.27 亿元，同比增加 10.68 亿元。分业务看，除草剂/杀虫剂/杀菌剂毛利额分别同比增加 9.79/0.15/0.34 亿元，毛利率分别 19.74%/23.42%/22.46%，yoy+1.65/-2.03/+0.83pcts。除草剂业务是公司营收和利润增长的主要来源。**全年产品量价同比增加为业绩增长的核心动力。**从量上看，22 年产品产量为 23 万吨，同比增加 19.5%，销量实现 29 万吨，同比增加 16.5%；公司 2022 年产品的销售均价约为 5.0 万元/吨，同比上涨 26.7%。公司产品产销量的增长主要由于 2021 年 Q4 的能耗双控带来植保产品价格大幅上涨，各主要市场端对于供应的担忧使得在 22 年 Q1-Q3 期间保持加量采购，期间大部分产品还出现供不应求的状态。这三个季度的超量订购也推动了产品价格快速上涨，从全年角度，草甘膦/莠去津/2,4-D/莠灭净可湿性粉剂四种产品 22 年均价分别为 5.95/3.72/2.42/4.68 万元/吨，分别同比上涨 22.9%/52.9%/8.2%/50.0%。

成本管理能力提升，研发队伍不断扩充。2022 年，公司销售费用率 2.0%，管理费用率 2.6%，财务费用率-2.4%，分别同比 yoy-0.2/-0.4/-3.4pcts，三项费用金额合计 3.17 亿元，同比减少 2.9 亿元。研发费用 3.35 亿元，同比增加 0.23 亿元，研发费用率 2.3%；研发人员 509 人（增加 261 人），占公司总人数比例提升至 13.70%，较 21 年同期提升 5.96pcts。

持续完善全球营销网络方面，加码提速全球登记布局，稳步实现中期战略规划。公司登记团队成员规模从 2021 年的 119 人增加到现有的 169 人。截止 2022 年 12 月 31 日，公司共拥有 300 多项中国国内登记，4,900 多项海外登记（截至 21 年底拥有 242 项我国国内登记，4007 项海外登记），其中通过收购 Sarabia 获得了欧盟登记 131 个，公司将继续加码在已有登记的国家投资更多登记，以形成丰富而完整的产品组合来全面满足各国市场所需，按照中期战略规划全面有序地加速推进全球营销网络的构建。

盈利预测与估值：综合考虑公司新项目的投产情况，产品价格趋势，预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 15.3/16.9/18.4 亿元（2023、2024 年前值分别为 16.8/18.1 亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示：农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,797.11	14,460.18	14,472.64	15,577.97	17,283.21
增长率(%)	34.39	47.60	0.09	7.64	10.95
EBITDA(百万元)	1,626.34	2,002.43	1,963.86	2,148.76	2,321.24
净利润(百万元)	799.72	1,413.24	1,528.96	1,685.23	1,841.77
增长率(%)	82.74	76.72	8.19	10.22	9.29
EPS(元/股)	2.89	5.10	5.52	6.08	6.65
市盈率(P/E)	23.13	13.09	12.10	10.97	10.04
市净率(P/B)	3.77	2.99	2.49	2.09	1.78
市销率(P/S)	1.89	1.28	1.28	1.19	1.07
EV/EBITDA	7.76	10.37	6.83	5.45	4.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/农化制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	65.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	277.12
流通 A 股股本(百万股)	87.82
A 股总市值(百万元)	18,286.87
流通 A 股市值(百万元)	5,795.47
每股净资产(元)	22.32
资产负债率(%)	44.93
一年内最高/最低(元)	111.88/60.60

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com
张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1 《润丰股份-公司点评:新增原药产能落实先进制造战略，提升全球运营效率》2023-02-01

2 《润丰股份-季报点评:三季度业绩符合预期，中期规划持续推进》2022-10-28

3 《润丰股份-半年报点评:1H22 业绩超预期，中期规划成果逐步显现》2022-08-27

事件

润丰股份发布 2022 年年报，实现营业收入 144.60 亿元，同比增长 47.60%；实现营业利润 17.76 亿元，同比增长 75.33%；归属于上市公司股东的净利润 14.13 亿元，同比增长 76.72%，扣除非经常性损益后的净利润 14.18 亿元，同比增长 77.65%。按 2.77 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 5.10 元（扣非后为 5.13 元），每股经营现金流为 4.95 元。其中第四季度实现营业收入 25.45 亿元，同比-16.26%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.07 亿元（2021 年为 3.50 亿元）；折合单季度 EPS 0.39 元。

公司 2022 年年度利润分配方案：以 2022 年末总股本约 2.77 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 16.30 元（含税），现金分红比例为 31.96%。

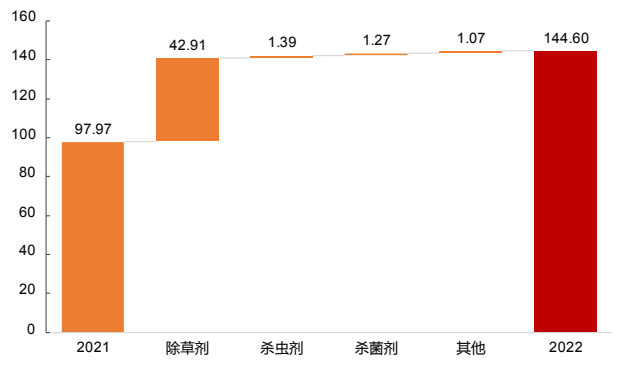
2022 年年报点评

全年销售规模同比增长，22Q4 产品价格同比回落

除草剂业务是公司营收和利润增长的主要来源。2022 年，公司营业收入同比增加 46.63 亿元，yoy+47.60%；分业务看，除草剂/杀虫剂/杀菌剂业务分别实现收入 122.83/10.03/7.97 亿元，分别同比增加 42.91/1.39/1.27 亿元。

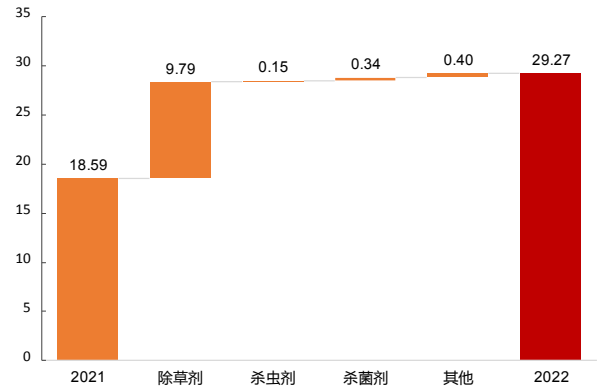
公司综合毛利率为 20.24%，yoy+1.27pcts；实现毛利额 29.27 亿元，同比增加 10.68 亿元。分业务看，除草剂/杀虫剂/杀菌剂毛利额分别 24.25/2.35/1.79 亿元，同比增加 9.79/0.15/0.34 亿元，毛利率分别 19.74%/23.42%/22.46%，yoy+1.65/-2.03/+0.83pcts。

图 1：2022 年公司分业务营收变化（单位：亿元）



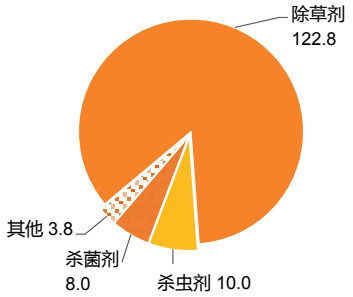
资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

图 2：2022 年公司分业务毛利变化（单位：亿元）



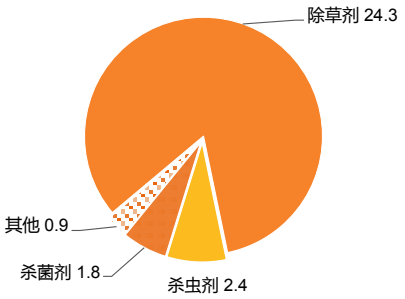
资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

图 3：2022 年分业务收入（单位：亿元）



资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

图 4：2022 年分业务毛利（单位：亿元）

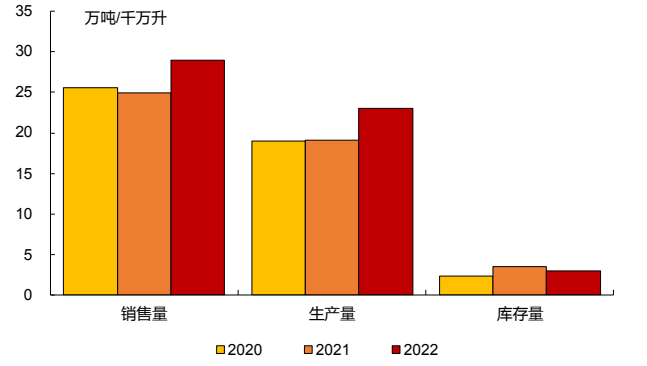


资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

全年产品量价同比增加为业绩增长的核心动力。截至 2022 年报披露日，公司制剂和原药产品设计产能分别为 21.69 万吨和 6.49 万吨，同时，分别在建 9.24/4.32 万吨的新增产能。从量上看，22 年产品产量为 23 万吨，同比增加 19.5%；销量实现 29 万吨，同比增加 16.5%。其中，公司主要销售产品除草剂产销量分别为 20.2/25.3 万吨，同比增加 20.2%/14.0%。公司产销量的增长主要由于 2021 年 Q4 的能耗双控带来植保产品价格大幅上涨，各主要市场端对于供应的担忧使得在 22 年 Q1-Q3 期间保持加量采购，期间大部分产品还出现供不应求的状态。

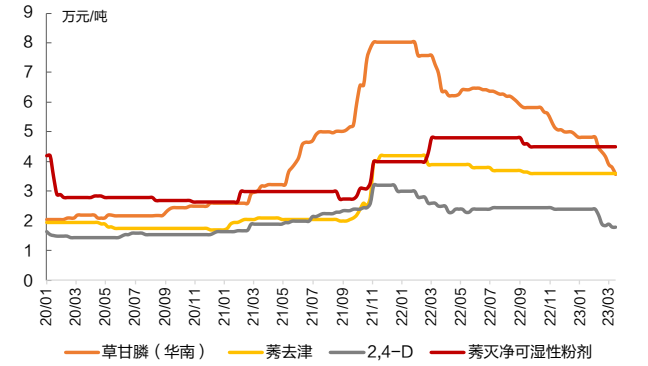
公司 2022 年产品的销售均价约为 5.0 万元/吨，同比上涨 26.7%。其中公司除草剂业务销售均价为 4.9 万元/吨，较去年上涨约 34.8%。2022 年前三季度的超量订购也推动了产品价格快速上涨，根据市场价格数据，公司主营产品草甘膦/莠去津/2,4-D/莠灭净可湿性粉剂在 22 年 Q1-Q3 的均价分别为 6.63/3.86/2.52/4.62 万元/吨，较 21 年同期分别上涨 72.5%/90.4%/26.4%/58%，从全年角度，上述四种产品 22 年均价分别为 5.95/3.72/2.42/4.68 万元/吨，分别同比上涨 22.9%/52.9%/8.2%/50.0%。进入 22 年四季度，伴随前三季度加量订购货物陆续到货，叠加供应端产能规模持续扩张，导致植保产品市场供求关系变化，产品价格开始回落，22Q4 主营产品市场平均价格低于 21 年同期，我们推测市场价格的波动是公司该季度销售业绩同环比明显下降的主要原因。相应的，公司四季度毛利率为 17.2%，环比下滑约 3.3%pcts，但处于历史中位数水平。

图 5：公司产品产销情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：除草剂主要品种市场价格



资料来源：百川盈孚、中农立华，天风证券研究所

成本管理能力提升，研发队伍不断扩充

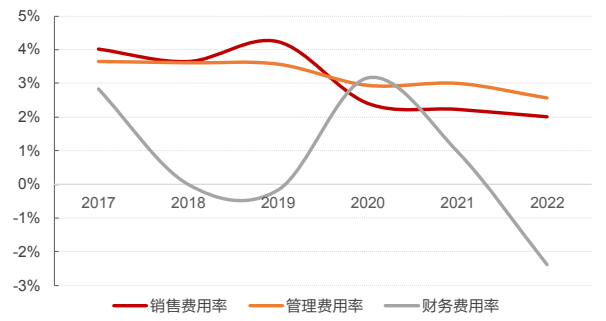
2022 年，公司销售费用率 2.0%，管理费用率 2.6%，财务费用率-2.4%，分别同比 yoy-0.2/-0.4/-3.4pcts。三项费用金额合计 3.17 亿元，同比减少 2.9 亿元；其中销售费用 2.92 亿元，同比增加 0.73 亿元，增长主要来源于公司加大对职工薪酬投入以及保险费用支出；管理费用 3.70 亿元，同比增加 0.76 亿元，主要系公司支付管理职工薪酬和股份支付所致（股份支付费用为 5310 万元，同比增加 4430 万元）。

此外，2022 年内汇率波动，公司汇兑收益增加带来公司财务费用同比减少 4.41 亿元为-3.45 亿元；投资收益较去年减少约 4.84 亿元，公允价值变动净收益较去年同期减少约 0.87 亿元。

公司研发投入持续增加，研发人员数量明显增长。22 年研发费用 3.35 亿元，同比增加 0.23 亿元，研发费用率 2.3%；研发人员 509 人（增加 261 人），占公司总人数比例提升至 13.70%，较 21 年同期提升 5.96pcts。

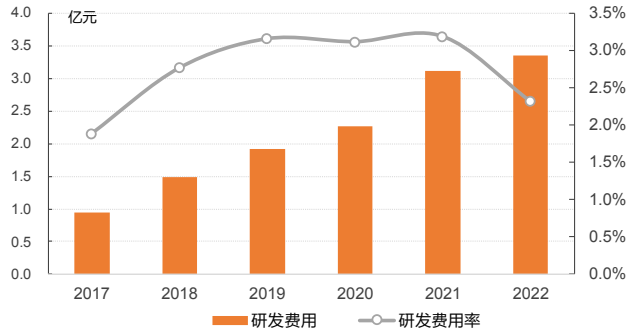
在公司中期战略规划中的“研发创新支撑的先进制造方面”，在原药制造领域，公司基于自动化、连续化、绿色化进行重要活性组分制造的工艺工程技术开发和优化，追求精细化工精细化和化工化。目前 1 个原药产品系国内首创的全流程连续化绿色工艺已投产；1 个原药产品全流程连续化项目目前正在试生产运行；2 个原药产品全流程连续化项目已完成开发，具备实施条件；2 个原药产品公司预计 2023 年下半年完成开发，2024 年具备实施条件；1 个原药产品公司预计 2024 年下半年完成开发，2025 年具备实施条件。

图 7：公司“三费”费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：公司研发费用及费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司研发投入项目

研发项目名称	项目进展	拟达到的目标
环己烯酮类除草剂清洁生产新工艺路线开发及应用	研发设计阶段	研究开发一项全新的提高产品质量，缩短工序流程，提高原料原子利用率，减少三废排放，降低能耗的一种环己烯酮类除草剂新的绿色工艺路线，开发全流程连续化、自动化生产技术，从而提产品清洁生产水平和市场核心竞争力。
苯氧羧酸类除草剂合成新工艺技术开发	小试研发阶段	研究开发全新的生产技术，提高产品质量，减少三废排放量，降低生产成本，并实现产业化。
有机硫类杀菌剂制备新工艺设计及清洁生产装置开发	研发设计阶段	开发新工艺，并建成一套国际先进的生产装置，从而大大提高我司产品竞争力。
异噁唑类除草剂新工艺开发及应用	中试阶段	实现科研成果的转化，构建该异噁唑类除草剂清洁生产体系，并最终实现产业化。
新型三酮类除草剂绿色新工艺设计开发	小试阶段	研究开发全新的生产工艺技术，并实现产业化，从而提高产品清洁生产水平，掌握市场主动权。
苯氧羧酸类选择性高效除草剂绿色合成新工艺开发	研发设计阶段	建成具有国际领先水平的该苯氧羧酸类除草剂绿色清洁连续化生产示范装置，并持续提升产品竞争力，掌握全球话语权。
PPO 抑制类除草剂安全绿色新工艺开发	研发设计阶段	建成全球领先水平的连续化和自动化装置，提升产品品质及成本竞争力，逐步掌握话语权。
吡啶羧酸类除草剂清洁新工艺开发	研发设计阶段	建设国内领先的生产装置，实现清洁化低碳生产，提升产品竞争力。
EW 型制剂高效环保新产品研发	中试阶段	开发出具备国际先进标准的 EW 产品，并将其应用于生产，提高 EW 产品的竞争力。
CS 型缓释剂型微胶囊悬浮剂的开发	中试阶段	研究开发新型农药剂型微囊悬浮剂，并实现产业化。
DF 型干悬浮剂高效环保新产品研发	小试阶段	研究开发新型农药剂型干悬浮剂，并实现产业化。
OD 型油悬浮剂高效环保新产品开发	小试阶段	开发完成环保、高效，符合 FAO 标准的合格油悬浮剂产品，并实现产业化。
FS 型种子处理剂高效环保新产品开发	小试阶段	开发完成环保、高效，对种子安全的种子处理剂产品，并实现产业化。

资料来源：2022 年年报、天风证券研究所

持续完善全球营销网络方面，加码提速全球登记布局，稳步实现中期战略规划

公司形成了以“团队+平台+创新”为基础要素，将作物保护品的传统出口模式与境外自主登记模式相结合，以“快速市场进入平台”为特点的全球营销网络。其中，在“快速市场进入平台”的构建方面，公司将于 2024 年在除美国、加拿大、日本之外的全球所有主要市场初步完成“快速市场进入平台”的构建，于 2025-2029 期间完成对全球所有主要市场的“快速市场进入平台”的构建。在自建当地团队开展自有品牌的 B-C 业务方面，公司将于 2024 年年底前完成在不少于 25 个新增目标国予以开展。

2022 年，公司在俄罗斯、哈萨克斯坦、卢旺达、安哥拉、博茨瓦纳、伊拉克等国家新成立全资或合资子公司或办事处；在巴西、阿根廷、墨西哥、厄瓜多尔、秘鲁、多米尼加、俄罗斯、哈萨克斯坦、印度尼西亚、菲律宾、泰国、科特迪瓦、尼日利亚、卢旺达、安哥拉、伊朗等国自建或合资组建了当地团队启动了在当地的 ToC 的渠道构建和品牌销售；此外，公司收购西班牙 Sarabia 公司并以此为基础全面提速在欧盟市场的投入和业务成长。

公司加码提速全球登记布局，稳步实现中期战略规划。公司登记团队成员规模从 2021 年的 119 人增加到现有的 169 人。截止 2022 年 12 月 31 日，公司共拥有 300 多项国内登记，4900 多项海外登记（截至 21 年底拥有 242 项国内登记，4007 项海外登记），其中通过收购 Sarabia 获得了欧盟登记 131 个，公司将继续加码在已有登记的国家投资更多登记，以形成丰富而完整的产品组合来全面满足各国市场所需，按照中期战略规划全面有序地加速

推进全球营销网络的构建。

表 2：2022 年公司全球市场拓展情况

	已完成深度调研国家	设立全资/合资子公司或办事处	自建团队进行 B-C 业务销售
亚洲	阿塞拜疆	哈萨克斯坦	哈萨克斯坦
	伊拉克	伊拉克	印度尼西亚
	伊朗		菲律宾
	亚美尼亚		泰国
	阿曼		伊朗
	沙特		
	阿联酋		
	约旦		
非洲	布基纳法索	卢旺达	科特迪瓦
	塞内加尔	安哥拉	尼日利亚
	卢旺达	博茨瓦纳	卢旺达
	布隆迪		安哥拉
	纳米比亚		
	博茨瓦纳		
	莫桑比克		
	阿尔及利亚		
欧洲	波兰	俄罗斯	俄罗斯
	白俄罗斯		
北美洲			墨西哥
			多米尼加
南美洲			巴西
			阿根廷
			厄瓜多尔
			秘鲁

资料来源：2022 年年报、天风证券研究所

盈利预测与估值

综合考虑公司新项目的投产情况，产品价格趋势，预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 15.3/16.9/18.4 亿元（2023、2024 年前值分别为 16.8/18.1 亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示

农药景气下行、产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,724.74	3,793.95	5,638.80	7,428.97	9,299.77
应收票据及应收账款	2,363.74	3,260.82	3,171.47	3,578.99	3,622.35
预付账款	77.31	75.29	161.25	61.29	178.09
存货	1,775.11	1,657.23	2,589.37	1,635.52	3,067.02
其他	525.03	227.57	322.53	355.89	330.64
流动资产合计	**8,465.94**	**9,014.87**	**11,883.42**	**13,060.66**	**16,497.87**
长期股权投资	1.81	1.67	1.67	1.67	1.67
固定资产	1,218.64	1,691.83	1,668.45	1,603.80	1,512.39
在建工程	281.86	360.84	276.50	225.90	195.54
无形资产	118.00	226.25	215.05	203.86	192.66
其他	225.41	303.42	330.60	325.29	319.98
非流动资产合计	**1,845.71**	**2,584.01**	**2,492.27**	**2,360.52**	**2,222.25**
资产总计	**10,311.66**	**11,598.87**	**14,375.69**	**15,421.18**	**18,720.12**
短期借款	550.35	404.21	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	4,248.70	4,120.20	5,679.66	5,234.65	6,913.59
其他	327.17	546.24	386.40	390.75	391.28
流动负债合计	**5,126.23**	**5,070.64**	**6,566.06**	**6,125.40**	**7,804.87**
长期借款	25.56	17.18	25.00	25.00	25.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	71.67	77.80	72.00	72.00	72.00
非流动负债合计	**97.23**	**94.98**	**97.00**	**97.00**	**97.00**
负债合计	**5,268.55**	**5,211.65**	**6,663.06**	**6,222.40**	**7,901.87**
少数股东权益	134.38	202.96	276.82	358.23	447.20
股本	276.18	277.12	277.12	277.12	277.12
资本公积	2,226.85	2,301.29	2,301.29	2,301.29	2,301.29
留存收益	2,397.30	3,580.48	4,849.52	6,248.27	7,776.93
其他	8.39	25.37	7.88	13.88	15.71
股东权益合计	**5,043.10**	**6,387.22**	**7,712.63**	**9,198.78**	**10,818.25**
负债和股东权益总计	**10,311.66**	**11,598.87**	**14,375.69**	**15,421.18**	**18,720.12**

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**9,797.11**	**14,460.18**	**14,472.64**	**15,577.97**	**17,283.21**
营业成本	7,938.16	11,533.46	11,759.82	12,674.68	14,107.64
营业税金及附加	12.97	17.99	21.71	23.37	25.92
销售费用	219.51	292.30	289.45	311.56	345.66
管理费用	293.70	369.52	347.34	311.56	345.66
研发费用	312.44	335.09	289.45	311.56	345.66
财务费用	95.67	(345.42)	(245.39)	(269.20)	(295.70)
资产/信用减值损失	(63.05)	(63.17)	(56.48)	(60.90)	(60.18)
公允价值变动收益	(84.36)	(171.10)	(45.88)	(50.00)	(50.00)
投资净收益	224.43	(259.46)	17.03	17.03	17.03
其他	(165.06)	975.43	0.00	0.00	0.00
营业利润	**1,012.70**	**1,775.54**	**1,924.92**	**2,120.57**	**2,315.19**
营业外收入	8.40	6.42	8.21	7.68	7.43
营业外支出	31.72	29.32	29.66	30.23	29.74
利润总额	**989.39**	**1,752.64**	**1,903.47**	**2,098.02**	**2,292.89**
所得税	143.34	265.13	285.52	314.70	343.93
净利润	**846.05**	**1,487.51**	**1,617.95**	**1,783.32**	**1,948.96**
少数股东损益	46.33	74.27	88.99	98.08	107.19
归属于母公司净利润	**799.72**	**1,413.24**	**1,528.96**	**1,685.23**	**1,841.77**
每股收益（元）	2.89	5.10	5.52	6.08	6.65

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	846.05	1,487.51	1,528.96	1,685.23	1,841.77
折旧摊销	140.86	182.08	218.91	226.44	232.96
财务费用	26.67	24.12	(245.39)	(269.20)	(295.70)
投资损失	(224.43)	260.25	(17.03)	(17.03)	(17.03)
营运资金变动	(160.31)	(436.75)	309.77	177.57	118.37
其它	162.23	(146.54)	43.11	48.08	57.19
经营活动现金流	**791.07**	**1,370.66**	**1,838.34**	**1,851.10**	**1,937.56**
资本支出	491.32	901.33	105.80	100.00	100.00
长期投资	(0.02)	(0.14)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,071.03)	(1,768.50)	(134.35)	(132.97)	(132.97)
投资活动现金流	**(579.73)**	**(867.31)**	**(28.55)**	**(32.97)**	**(32.97)**
债权融资	(208.70)	192.62	327.61	269.20	295.70
股权融资	1,076.93	92.36	(292.55)	(297.16)	(329.49)
其他	253.44	(750.32)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**1,121.67**	**(465.33)**	**35.06**	**(27.96)**	**(33.80)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**1,333.02**	**38.01**	**1,844.85**	**1,790.17**	**1,870.79**

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	34.39%	47.60%	0.09%	7.64%	10.95%
营业利润	78.79%	75.33%	8.41%	10.16%	9.18%
归属于母公司净利润	82.74%	76.72%	8.19%	10.22%	9.29%
获利能力					
毛利率	18.97%	20.24%	18.74%	18.64%	18.37%
净利率	8.16%	9.77%	10.56%	10.82%	10.66%
ROE	16.29%	22.85%	20.56%	19.06%	17.76%
ROIC	82.38%	80.09%	50.64%	66.59%	83.15%
偿债能力					
资产负债率	51.09%	44.93%	46.35%	40.35%	42.21%
净负债率	-62.05%	-52.47%	-66.30%	-75.05%	-81.11%
流动比率	1.64	1.76	1.81	2.13	2.11
速动比率	1.29	1.44	1.42	1.87	1.72
营运能力					
应收账款周转率	4.35	5.14	4.50	4.62	4.80
存货周转率	7.04	8.43	6.82	7.37	7.35
总资产周转率	1.11	1.32	1.11	1.05	1.01
每股指标（元）					
每股收益	2.89	5.10	5.52	6.08	6.65
每股经营现金流	2.85	4.95	6.63	6.68	6.99
每股净资产	17.71	22.32	26.83	31.90	37.42
估值比率					
市盈率	23.13	13.09	12.10	10.97	10.04
市净率	3.77	2.99	2.49	2.09	1.78
EV/EBITDA	7.76	10.37	6.83	5.45	4.28
EV/EBIT	8.49	11.39	7.69	6.10	4.76

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com