

扬农化工 (600486)

证券研究报告

2023年04月03日

高景气叠加新项目落地，22年业绩实现快速增长

事件：扬农化工发布 2022 年年报，实现营业收入 158.11 亿元，同比增长 33.52%；归属于上市公司股东的净利润 17.94 亿元，同比增长 46.82%。按 3.10 亿股总股本计，实现每股收益 5.79 元（扣非后为 6.24 元），每股经营现金流为 6.85 元。其中第四季度实现营业收入 27.08 亿元，同比增长 4.18%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.56 亿元，同比下降 24.52%；折合单季度 EPS 0.50 元。

价格同比增长叠加项目产能释放，共同推动公司营收及利润规模同比增加。2022 年，公司销售收入 158.11 亿元，同比增加 39.69 亿元，从结构上看，原药、制剂、贸易收入分别为 94.90、16.96、43.67 亿元，分别同比变动+24.67%、-2.99%、+16.79 亿元，yoy+35.13%、-14.97%、+62.47%。公司营业收入增长主要由于：（1）部分主要农药产品平均价格高于上年同期；（2）子公司优嘉三期项目全面达产，四期项目第一阶段项目相继投产，产能规模增加，产销顺畅。从销售价格上看，公司 2022 年原药平均销售价格为 10.86 万元/吨，制剂平均销售价格为 4.86 万元/吨，分别较 2021 年增长 33.24%和 9.40%。从销量上看，2022 年全年原药销量 8.74 万吨，同比增长 1.42%，制剂（不折百）业务销量为 3.49 万吨，同比下滑约 22.27%。公司综合毛利率 25.68%，yoy+2.62pcts；毛利润 yoy+13.29 亿元。分业务看，其中原药业务毛利率为 31.53%，yoy+5.35pcts，毛利润 yoy+11.53 亿元；制剂业务毛利率为 47.06%，yoy+9.45pcts，毛利润 yoy+0.48 亿元；贸易业务毛利率为 5.91%，yoy+0.26pcts，毛利润 yoy+1.06 亿元。

期间费用率同比下降，但投资收益与公允价值变动收益减少影响业绩。2022 年，公司期间费用合计 14.39 亿元，同比增加约 1.11 亿元，期间费用率 9.1%，yoy-2.1pcts。其中，子公司预计土壤修复费用 1.85 亿元，以及资产减值损失同比增加 1.67 亿元，对公司净利润有影响。

优嘉四期稳步投产，辽宁基地接力增长。优嘉四期一阶段于 2022 年有序释放，第二阶段项目已具备试生产条件，预计将为 2023 年公司带来重要增量。同时，公司北方基地项目（辽宁优创植物保护有限公司）实现重大突破，有望接力南通基地成为公司下一阶段增长的重要来源。

创新研发构建第二增长曲线，迈向全产业链一流农化企业。当前公司大力推动创制品种研发，全年合成新化合物 2980 个，并且聚焦具有较好商业化前景的 5 个品种，加快商品化进程，取得阶段性进展，预计后续伴随公司创制药内部体系构建的逐步完善和释放，有望成为公司第二增长曲线。

盈利预测与估值：综合考虑公司产品价格变化、项目进度，预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 21.0/22.5/27.9 亿元（2023、2024 年前值为 24/26.5 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、气候异常风险及汇率风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,841.46	15,810.76	16,586.95	18,353.48	20,384.09
增长率(%)	20.45	33.52	4.91	10.65	11.06
EBITDA(百万元)	2,506.52	3,452.74	3,165.59	3,401.58	4,078.19
归属母公司净利润(百万元)	1,222.03	1,794.21	2,097.04	2,253.91	2,793.37
增长率(%)	1.02	46.82	16.88	7.48	23.93
EPS(元/股)	3.94	5.79	6.77	7.27	9.01
市盈率(P/E)	24.63	16.78	14.35	13.35	10.78
市净率(P/B)	4.33	3.53	2.93	2.47	2.08
市销率(P/S)	2.54	1.90	1.81	1.64	1.48
EV/EBITDA	15.68	8.48	8.31	7.33	5.63

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	94.41 元
目标价格	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)	29,257.56
流通 A 股市值(百万元)	29,257.56
每股净资产(元)	27.54
资产负债率(%)	42.28
一年内最高/最低(元)	148.88/89.57

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

- 《扬农化工-公司点评:上市以来首次实施激励，辽宁基地稳步推进》2023-01-04
- 《扬农化工-季报点评:一次性费用计提影响业绩，主营经营符合预期》2022-10-26
- 《扬农化工-半年报点评:上半年业绩超预期，新项目建设稳步推进》2022-08-31

事件

扬农化工发布 2022 年年报，实现营业收入 158.11 亿元，同比增长 33.52%；实现营业利润 21.47 亿元，同比增长 48.68%；归属于上市公司股东的净利润 17.94 亿元，同比增长 46.82%，扣除非经常性损益后的净利润 19.32 亿元，同比增长 69.92%。按 3.10 亿股的总股本计算，实现每股收益 5.79 元（扣非后为 6.24 元），每股经营现金流为 6.85 元。其中第四季度实现营业收入 27.08 亿元，同比增长 4.18%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.56 亿元，同比下降 24.52%；折合单季度 EPS0.50 元。

公司 2022 年年度利润分配方案：以 2022 年 12 月 31 日总股本约 3.10 亿股为基数，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 13.0 元（含税），现金分红比例为 22.45%（2021 年为 16.48%）；向全体股东按每 10 股送红股 3 股，本次送转股后，公司总股本为 4.03 亿股。

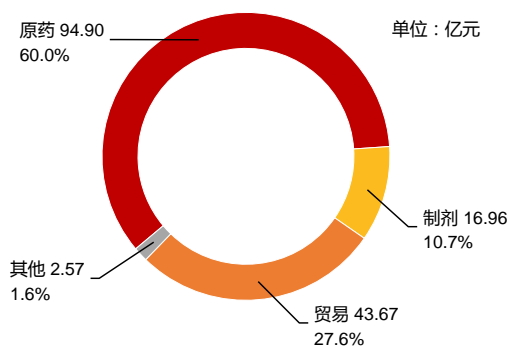
点评

价格同比上涨叠加项目产能释放，共同推动公司营收及利润规模同比增加

2022 年，公司销售收入 158.11 亿元，较上年增加 39.69 亿元；从结构上看，原药、制剂、贸易收入分别为 94.90、16.96、43.67 亿元，分别同比变动+24.67%、-2.99%、+16.79 亿元，yoy+35.13%、-14.97%、+62.47%。公司营业收入增长主要由于：（1）部分主要农药产品平均价格高于上年同期；（2）子公司优嘉三期项目全面达产，四期项目第一阶段项目相继投产，产能规模增加，产销顺畅；（3）贸易业务收入规模明显扩大。

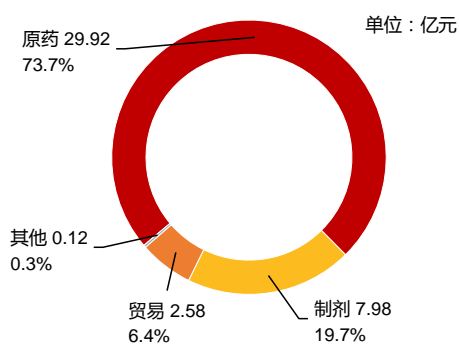
2022 年，公司综合毛利率 25.68%，yoy+2.62pcts；毛利润为 40.60 亿元，同比增加 13.29 亿元。分业务看，公司各项业务的毛利率水平均较上年有所提升：其中原药业务毛利率为 31.53%，yoy+5.35pcts，毛利润 yoy+11.53 亿元；制剂业务毛利率为 47.06%，yoy+9.45pcts，毛利润 yoy+0.48 亿元；贸易业务毛利率为 5.91%，yoy+0.26pcts，毛利润 yoy+1.06 亿元。

图 1：2022 年公司营收结构



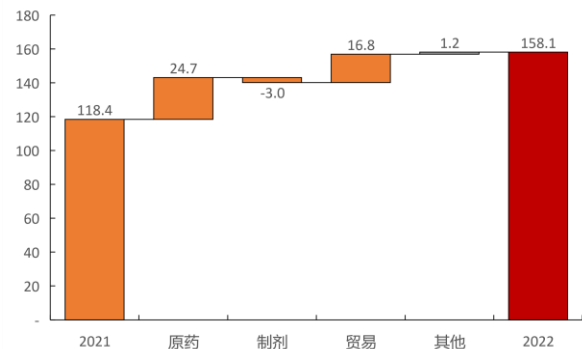
资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

图 3：2022 年分业务毛利 (单位：亿元)



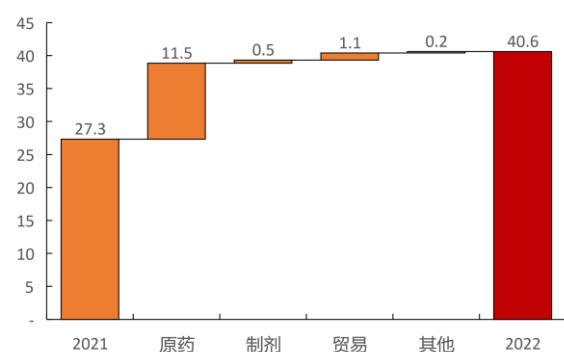
资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

图 2：2022 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 4：2022 年较 2021 年公司分业务毛利额变化 (单位：亿元)



资料来源：2022 年年报，天风证券研究所

从销售价格上看，公司 2022 年原药平均销售价格为 10.86 万元/吨，制剂平均销售价格为 4.86 万元/吨，分别较 2021 年增长 33.24%和 9.40%。从百川盈孚的价格看，公司主要原药产品 2022 年市场均价多数较前一年同期实现增长，尤其是吡啶醚菌酯 (yoy+48%)、烯草酮 (yoy+34%)、草甘膦(yoy+23%)等产品价格同比实现明显上涨。

图 5：公司主要原药产品市场价格（含税，万元/吨）

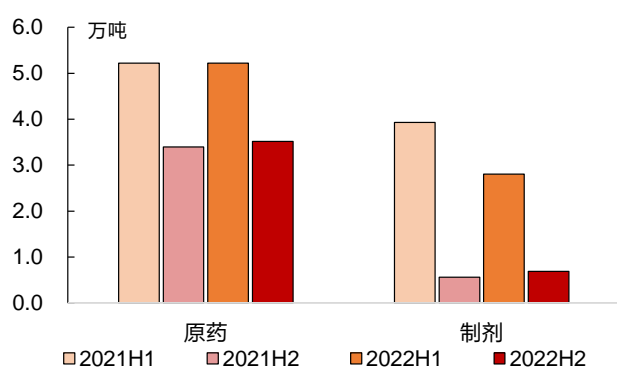
行标签	高效氟氟菌酯	联苯菊酯 (97%原药)	氟氟菌酯	吡虫啉	草甘膦	麦草畏	硝磺草酮	草甘膦-甘氨酸-多聚甲胺-甲酯-黄磷价差	烯草酮	吡啶醚菌酯	丙环唑	苯醚甲环唑 (96%华东)	氟啶胺	氟环唑	甲基硫菌灵 (灰色)	多菌灵
2020年	20.2	21.4	8.6	10.7	2.3	7.9	21.4	0.6	13.2	18.3	9.4	22.1	30.4	75.5	3.3	3.5
第一季	22.5	25.8	8.6	12.7	2.1	8.3	23.2	0.4	14.0	19.7	9.4	23.3	32.7	82.2	3.2	3.6
第二季	21.1	21.3	8.6	11.5	2.2	8.0	22.8	0.6	14.2	19.1	9.4	25.3	30.9	81.3	3.3	3.5
第三季	19.8	19.4	8.7	9.3	2.2	7.7	20.7	0.7	13.8	18.0	9.4	20.9	30.0	75.4	3.3	3.5
第四季	17.5	19.1	8.8	9.4	2.5	7.6	19.0	0.7	10.9	16.5	9.4	19.0	28.1	62.9	3.4	3.5
2021年	21.5	25.7	9.1	15.6	5.0	7.6	16.5	2.1	12.6	17.9	16.1	19.7	26.7	45.1	4.2	4.2
第一季	19.1	20.7	8.8	10.9	2.8	7.6	17.1	0.6	9.8	15.7	11.8	18.9	25.3	49.2	4.1	4.0
第二季	18.5	21.8	8.8	12.8	4.0	7.5	16.1	1.7	11.0	15.7	13.0	17.9	25.0	41.7	4.2	4.1
第三季	19.8	24.2	8.9	15.0	5.2	7.3	14.7	2.0	10.8	15.5	15.1	17.3	24.6	38.3	4.0	3.9
第四季	28.2	35.4	9.8	23.1	7.9	7.8	18.0	3.7	18.4	24.2	24.0	24.4	31.4	50.7	4.6	4.7
2022年	21.1	29.1	8.9	16.3	6.2	7.5	14.0	3.7	16.8	26.4	19.2	17.7	26.4	47.2	4.6	4.5
第一季	23.9	33.8	9.2	18.7	7.4	7.6	17.2	3.9	20.4	26.0	22.5	19.4	29.1	49.5	4.9	4.9
第二季	21.2	29.6	8.7	15.8	6.4	7.5	14.4	3.2	15.8	24.8	18.2	17.1	27.0	47.0	4.7	4.6
第三季	20.4	27.7	8.8	15.8	6.1	7.5	12.5	4.0	15.7	25.4	18.5	17.7	25.3	46.8	4.6	4.4
第四季	19.6	26.3	8.8	15.1	5.2	7.5	12.5	3.5	16.2	29.5	18.2	17.1	24.6	45.9	4.3	4.2
2021Y	21.51	25.67	9.08	15.58	5.02	7.56	16.49	2.06	12.59	17.89	16.12	19.72	26.67	45.09	4.20	4.18
2022Y	21.15	29.15	8.86	16.26	6.19	7.52	14.01	3.67	16.85	26.41	19.21	17.74	26.38	47.18	4.61	4.51
YOY	-2%	14%	-2%	4%	23%	-1%	-15%	79%	34%	48%	19%	-10%	-1%	5%	10%	8%

资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

从销量上看，2022 年全年原药销量 8.74 万吨，同比增长 1.42%，制剂（不折百）业务销量为 3.49 万吨，同比下滑约 22.27%。分季度看，2022 年 Q1-Q4 各季度原药销量分别 2.84/2.38/1.88/1.64 万吨，制剂销量分别 1.69/1.11/0.37/0.32 万吨。

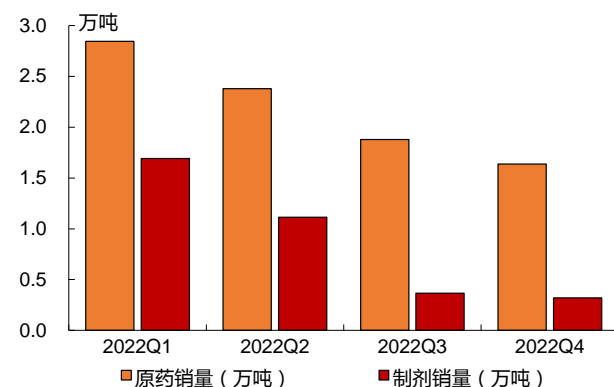
由于农药产品作为农作物刚性需求，季节性相对明显。从用药时间看，农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场。因此，上半年是公司产品的销售旺季，Q3 后原药与制剂的销量规模呈现季节性回落。

图 6：公司分业务销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

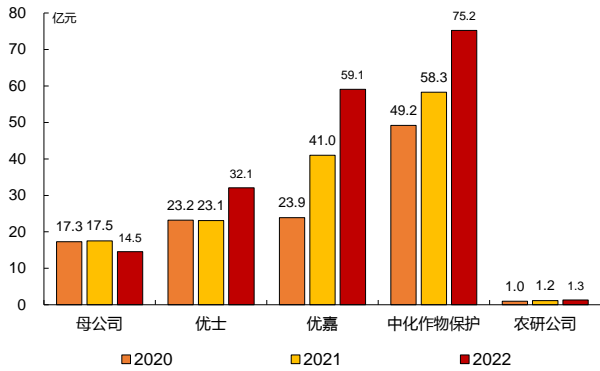
图 7：公司 2022 年分季度产品销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

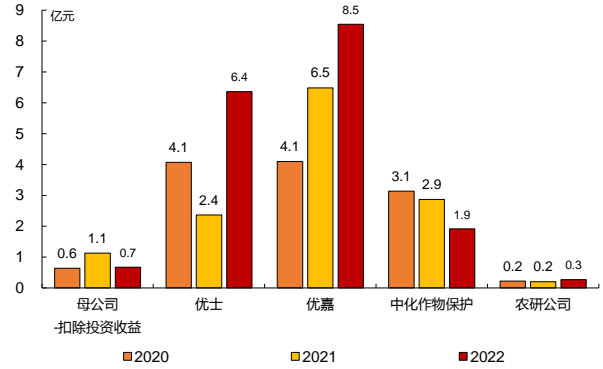
各主要子公司方面，**优嘉公司**实现销售收入实现 59.08 亿元，较 21 年同期增长 18.08 亿元，净利润同比增加约 2.06 亿元至 8.54 亿元，我们推测主要系优嘉三期产能全面释放，四期项目第一阶段项目实现投产带来增量，同时叠加了产品价格的提升。**优士公司**实现销售收入 32.07 亿元，较 21 年同期增长约 8.97 亿元，净利润同比增加约 4.0 亿元至 6.36 亿元，我们推测主要系草甘膦价格同比仍实现较明显上涨带动。而**中化作物保护公司**实现营收 75.25 亿元，同比增加 16.94 亿元，净利润同比下滑约 9486 万元。

图 8：公司各子公司 2022 年营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司各子公司 2022 年净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

期间费用率同比下降，但投资收益与公允价值变动收益减少影响业绩

2022 年，公司期间费用合计 14.39 亿元，同比增加约 1.11 亿元，期间费用率 9.1%，yoy-2.1pcts；其中销售/管理/研发/财务费用分别 yoy+0.26/+1.73/+0.83/-2.64 亿元，四项费用率分别为 2.2%/5.3%/3.1%/-1.6%。具体来看，管理费用主要由于来源于子公司预计 土壤修复费用 1.85 亿元；财务费用减少主要系汇率波动致汇兑收益增加所致（21 年同期为汇兑损失）。

此外，公司投资收益与公允价值变动收益分别同比由正转负，主要系已到期的外汇远期结汇业务的结算损失增加，21 年同期均为收益；同时，公司资产减值损失同比增加 1.67 亿元主要由于三季度子公司固定资产减值准备增加所致。

优嘉四期稳步投产，辽宁基地接力增长

优嘉四期一阶段于 2022 年有序释放，第二阶段项目已完成装置安装，具备试生产条件，预计将为 2023 年公司带来重要增量。同时，公司北方基地项目（辽宁优创植物保护有限公司）实现重大突破，已完成项目选址、土地摘牌，环评公示等，一期拟投资约 42 亿元，有望接力南通基地成为公司下一阶段增长的重要来源。

创新研发构建第二增长曲线，迈向全产业链一流农化企业

公司建有国内农药行业目前唯一的新农药创制与开发国家重点实验室，并建有农药国家工程研究中心（沈阳）。历史上，公司先后开发了多个农药创制新品种，当前公司大力推动创制品种研发，全年合成新化合物 2980 个，并且聚焦具有较好商业化前景的 5 个品种，加快商品化进程，取得阶段性进展，预计后续伴随公司创制药内部体系构建的逐步完善和释放，有望成为公司第二增长曲线。

扬农化工形成“创制与仿制、生产与销售、原药与制剂”完整的一体化农药产业链，通过自身的发展和集团资源的整合，扬农化工业务正从以原药生产为主，向产业链更高附加值的研发（创新药）、渠道销售两头攀升，由生产型企业向全农化产业链的创新企业发展。

盈利预测与估值

综合考虑公司产品价格变化、项目进度，预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 21.0/22.5/27.9 亿元（2023、2024 年前值为 24/26.5 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、气候异常风险及汇率风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,271.70	3,357.95	4,149.92	5,454.76	7,351.65
应收票据及应收账款	2,820.09	3,301.09	3,149.39	4,020.44	3,906.71
预付账款	527.41	356.55	822.20	472.40	840.75
存货	1,866.53	2,084.48	3,257.23	2,829.69	3,767.95
其他	364.86	201.93	356.05	330.14	299.90
流动资产合计	7,850.59	9,302.00	11,734.79	13,107.44	16,166.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,374.95	4,072.52	3,934.59	3,933.98	3,995.76
在建工程	1,185.39	410.95	846.57	1,107.94	1,264.76
无形资产	491.85	615.18	586.95	558.71	530.48
其他	199.34	392.82	264.32	284.40	312.76
非流动资产合计	5,251.54	5,491.47	5,632.42	5,885.03	6,103.76
资产总计	13,102.13	14,793.46	17,367.21	18,992.47	22,270.72
短期借款	275.93	300.22	400.00	350.00	300.00
应付票据及应付账款	3,247.26	3,383.93	4,517.87	3,962.28	5,109.47
其他	1,429.63	1,412.36	1,723.47	2,089.38	1,925.21
流动负债合计	4,952.83	5,096.51	6,641.34	6,401.67	7,334.69
长期借款	253.20	253.18	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	178.57	239.55	235.36	217.83	230.91
非流动负债合计	431.78	492.73	435.36	417.83	430.91
负债合计	6,155.46	6,254.01	7,076.70	6,819.49	7,765.60
少数股东权益	3.05	4.49	4.49	4.49	4.49
股本	309.90	309.90	309.90	309.90	309.90
资本公积	591.55	591.55	591.55	591.55	591.55
留存收益	5,936.48	7,529.25	9,280.28	11,162.29	13,494.75
其他	105.69	104.26	104.29	104.75	104.43
股东权益合计	6,946.67	8,539.46	10,290.51	12,172.98	14,505.13
负债和股东权益总计	13,102.13	14,793.46	17,367.21	18,992.47	22,270.72

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,223.02	1,795.65	2,097.04	2,253.91	2,793.37
折旧摊销	578.53	642.34	730.54	767.47	809.63
财务费用	65.45	(41.12)	(126.05)	(87.23)	(89.51)
投资损失	(38.98)	105.91	40.00	35.64	60.52
营运资金变动	77.45	622.20	(478.25)	(295.10)	(194.89)
其它	(451.45)	(1,000.71)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	1,454.02	2,124.26	2,263.28	2,674.69	3,379.11
资本支出	1,426.32	627.24	1,004.19	1,017.53	986.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,564.32)	(2,096.28)	(2,044.19)	(2,053.18)	(2,047.43)
投资活动现金流	(1,138.00)	(1,469.05)	(1,040.00)	(1,035.64)	(1,060.52)
债权融资	(15.86)	(29.72)	(85.33)	37.23	39.51
股权融资	(244.04)	(1.43)	(345.98)	(371.44)	(461.22)
其他	117.82	(475.59)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(142.08)	(506.75)	(431.30)	(334.21)	(421.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	173.95	148.47	791.98	1,304.84	1,896.89

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,841.46	15,810.76	16,586.95	18,353.48	20,384.09
营业成本	9,110.42	11,750.37	12,327.04	13,695.58	14,844.69
营业税金及附加	28.59	43.84	40.05	44.32	49.22
销售费用	269.36	346.03	364.91	403.78	448.45
管理费用	586.17	840.85	879.11	972.73	1,080.36
研发费用	373.53	498.02	530.78	587.31	652.29
财务费用	98.60	(246.00)	(126.05)	(87.23)	(89.51)
资产/信用减值损失	(36.43)	(267.80)	(50.00)	(40.00)	(40.00)
公允价值变动收益	42.82	(81.03)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.98	(105.91)	(40.00)	(35.64)	(60.52)
其他	(114.48)	885.55	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,443.90	2,146.85	2,481.10	2,661.34	3,298.07
营业外收入	5.13	6.04	6.00	5.72	5.92
营业外支出	8.61	17.63	20.00	15.41	17.68
利润总额	1,440.41	2,135.26	2,467.10	2,651.65	3,286.31
所得税	217.40	339.61	370.07	397.75	492.95
净利润	1,223.02	1,795.65	2,097.04	2,253.91	2,793.37
少数股东损益	0.99	1.44	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,222.03	1,794.21	2,097.04	2,253.91	2,793.37
每股收益(元)	3.94	5.79	6.77	7.27	9.01

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	20.45%	33.52%	4.91%	10.65%	11.06%
营业利润	0.71%	48.68%	15.57%	7.26%	23.93%
归属于母公司净利润	1.02%	46.82%	16.88%	7.48%	23.93%
获利能力					
毛利率	23.06%	25.68%	25.68%	25.38%	27.18%
净利率	10.32%	11.35%	12.64%	12.28%	13.70%
ROE	17.60%	21.02%	20.39%	18.52%	19.26%
ROIC	26.87%	28.66%	35.65%	33.70%	38.96%
偿债能力					
资产负债率	46.98%	42.28%	40.75%	35.91%	34.87%
净负债率	-17.05%	-29.82%	-34.50%	-40.29%	-47.24%
流动比率	1.37	1.61	1.77	2.05	2.20
速动比率	1.05	1.25	1.28	1.61	1.69
营运能力					
应收账款周转率	5.05	5.17	5.14	5.12	5.14
存货周转率	6.77	8.00	6.21	6.03	6.18
总资产周转率	0.99	1.13	1.03	1.01	0.99
每股指标(元)					
每股收益	3.94	5.79	6.77	7.27	9.01
每股经营现金流	4.69	6.85	7.30	8.63	10.90
每股净资产	22.41	27.54	33.19	39.27	46.79
估值比率					
市盈率	24.63	16.78	14.35	13.35	10.78
市净率	4.33	3.53	2.93	2.47	2.08
EV/EBITDA	15.68	8.48	8.31	7.33	5.63
EV/EBIT	20.36	10.42	10.80	9.46	7.02

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com