

扬农化工（600486）

证券研究报告

2023年09月08日

Q2 业绩符合预期，公司葫芦岛项目有序推进

事件：扬农化工发布 2023 年中报，实现营业收入 70.67 亿元，同比下降 26.12%；实现营业利润 13.36 亿元，同比下降 25.37%；归属于上市公司股东的净利润 11.24 亿元，同比下降 25.80%，扣除非经常性损益后的净利润 10.82 亿元，同比减少 31.68%。按 4.06 亿股的总股本计算，实现每股收益（摊薄）3.60 元（扣非后为 3.49 元），每股经营现金流为 8.25 元。其中第二季度实现营业收入 25.67 亿元，同比减少 40.28%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.70 亿元，同比减少 39.44%；折合单季度 EPS 1.18 元。

原药价格同比下滑及贸易业务规模缩减是收入段同比减少的主要因素。2023 年上半年，公司实现销售收入 70.67 亿元，同比减少 24.99 亿元，yoy-26.1%。从结构看，上半年公司原药/制剂/贸易/其他业务收入分别为 45.15/13.37/10.93/1.21 亿元，同比-20.3%/-1.1%/-54.3%/-21.6%（分别同比减少 11.52/0.15/12.99/0.33 亿元）。（1）从量的角度，上半年除个别品种以外，公司大部分原药品种销量保持增长。具体地，原药销量为 5.17 万吨，同比小幅仅减少 0.05 万吨，yoy-1.0%，制剂业务销量为 2.86 万吨，同比增加 0.05 万吨，yoy+1.9%。单季度看，第二季度原药业务产量、销量分别为 2.42、2.37 万吨，分别 yoy+4.7%、-0.2%；制剂业务产量、销量分别为 0.81、0.95 万吨，分别 yoy-26.2%、-14.3%。公司优嘉四期一阶段于 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，预计有望为 2023 年公司带来重要增量。（2）价格方面，公司原药上半年销售均价为 8.74 万元/吨，同比下降 19.5%，制剂销售均价为 4.68 万元/吨，同比下降 2.9%。

综合毛利率同比基本仅小幅下降，汇兑影响较小。公司上半年综合毛利率 26.8%，同比下降 1.0 个百分点。从二季度单季度看，公司毛利率 25.7%，同比提升 0.29pcts，环比下滑 1.79pcts，我们推测，主要由于公司通过南通四期项目的释放，有效减少了产品价格同比下滑带来的影响。费用方面，2023H1 公司销售/管理/研发费用分别为 1.07/2.98/2.21 亿元，分别同比-0.56/-0.47/-0.29 亿元；分别对应费用率 1.5%/4.2%/3.1%，yoy-0.2/+0.6/+0.5pcts。

辽宁优创有序推进，有望接力南通基地为公司提供增长来源。6月9日，中国中化扬农葫芦岛大型精细化工项目开工仪式在葫芦岛经济开发区举行，该项目一期投资 42 亿元，截至中报新增在建工程 3.1 亿元，在中国中化和地方政府的大力支持下，项目审批得到超常规推进，目前该项目有序向前推进。

盈利预测与估值：综合考虑公司产品价格变化、项目进度，我们预计公司 2023~2025 年归母净利润为 16.9/21.0/25.3 亿元（前值为 18.1/21.9/26.2），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)	11,841.46	15,810.76	14,895.02	17,769.89	19,760.60
增长率(%)	20.45	33.52	(5.79)	19.30	11.20
EBITDA(百万元)	2,506.52	3,452.74	2,711.45	3,263.99	3,821.17
归属母公司净利润(百万元)	1,222.03	1,794.21	1,690.61	2,103.88	2,533.76
增长率(%)	1.02	46.82	(5.77)	24.45	20.43
EPS(元/股)	3.01	4.42	4.16	5.18	6.24
市盈率(P/E)	21.86	14.89	15.80	12.70	10.54
市净率(P/B)	3.85	3.13	2.66	2.26	1.92
市销率(P/S)	2.26	1.69	1.79	1.50	1.35
EV/EBITDA	15.68	8.48	8.35	6.62	5.11

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	65.74 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	406.37
流通 A 股股本(百万股)	402.87
A 股总市值(百万元)	26,714.81
流通 A 股市值(百万元)	26,484.58
每股净资产(元)	29.65
资产负债率(%)	39.75
一年内最高/最低(元)	114.35/63.35

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-季报点评:一季度业绩超预期，看好公司新项目落地释放增量》2023-05-04
- 《扬农化工-年报点评报告:高景气叠加新项目落地，22 年业绩实现快速增长》2023-04-03
- 《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

事件

扬农化工发布 2023 年中报，实现营业收入 70.67 亿元，同比下降 26.12%；实现营业利润 13.36 亿元，同比下降 25.37%；归属于上市公司股东的净利润 11.24 亿元，同比下降 25.80%，扣除非经常性损益后的净利润 10.82 亿元，同比减少 31.68%。按 4.06 亿股的总股本计算，实现每股收益（摊薄）3.60 元（扣非后为 3.49 元），每股经营现金流为 8.25 元。

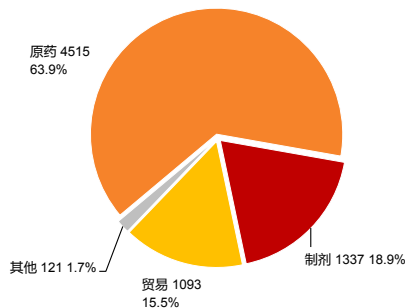
其中第二季度实现营业收入 25.67 亿元，同比减少 40.28%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.70 亿元，同比减少 39.44%；折合单季度 EPS 1.18 元。

点评

原药价格同比下滑及贸易业务规模缩减是收入端同比减少的主要因素

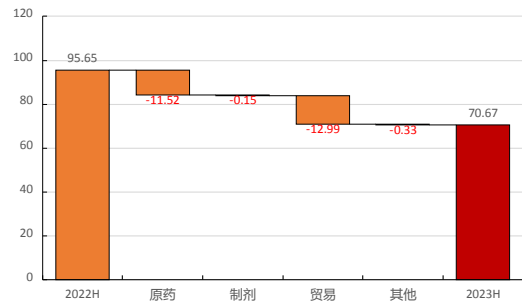
2023 年上半年，公司实现销售收入 70.67 亿元，同比减少 24.99 亿元，yoy-26.1%。从结构看，上半年公司原药、制剂、贸易、其他业务收入分别为 45.15、13.37、10.93、1.21 亿元，同比-20.3%、-1.1%、-54.3%、-21.6%（分别同比减少 11.52、0.15、12.99、0.33 亿元）。

图 1：扬农化工 2023 H1 分系列产品营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司 2023 年中报，天风证券研究所

图 2：扬农化工 2023 H1 分系列产品营收增量

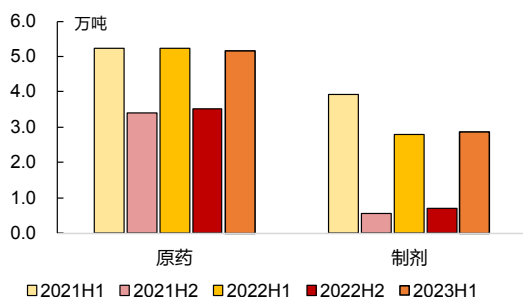


资料来源：公司 2023 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

从量的角度，上半年公司大部分原药品种销量增长：原药销量 5.17 万吨，同比小幅仅减少 0.05 万吨，yoy-1.0%，制剂业务销量为 2.86 万吨，同比增加 0.05 万吨，yoy+1.9%。其中第二季度原药业务产量、销量分别为 2.42、2.37 万吨，分别 yoy+4.7%、-0.2%；制剂业务产量、销量分别为 0.81、0.95 万吨，分别 yoy-26.2%、-14.3%。公司优嘉四期一阶段 2022 年有序释放，二阶段项目已具备试生产条件，我们预计为公司 2023 年带来重要增量。

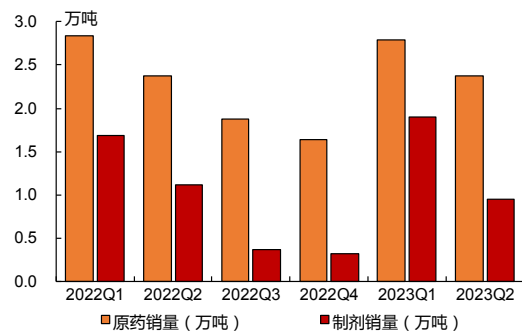
从价格上看，公司原药上半年销售均价为 8.74 万元/吨，同比下降 19.5%，制剂销售均价为 4.68 万元/吨，同比下降 2.9%。根据百川盈孚、中农立华的统计，公司主要产品高效氯氟氰菊酯/联苯菊酯/氯氰菊酯/吡虫啉/草甘膦/麦草畏/硝磺草酮/烯草酮/吡啶醚菌酯/丙环唑等，23H1 市场均价分别为 15.5/19.9/7.5/10.7/3.4/7.1/11.5/10.7/23.7/15.0 万元/吨，较 22 年同期 yoy-31%/-37%/-16%/-37%/-50%/-6%/-27%/-40%/-6%/-26%，多数产品市场价格价格跌幅高于公司产品均价跌幅。

图 3：扬农化工半年度主营产品销量情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：扬农化工单季度主营产品销量情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

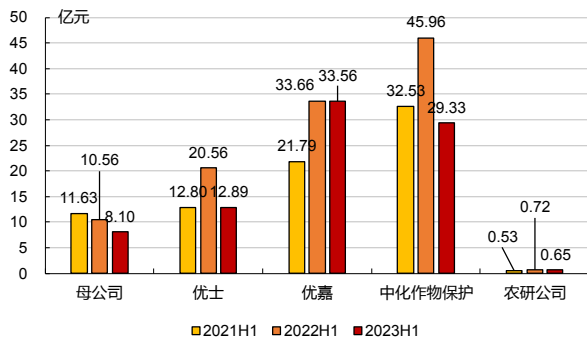
图 5：公司主要原药产品市场价格（含税，万元/吨）

行标签	高效氟氧氟菊酯	联苯菊酯 (97%原药)	氟氧菊酯	吡虫啉	草甘膦	麦草畏	硝磺草酮	草甘膦-甘氨酸-多聚甲脒-甲脒-黄磷价差	烯草酮	吡唑啉酮	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
第一季度	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
第二季度	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
第三季度	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
第四季度	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
第一季度	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
第二季度	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
第三季度	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
第四季度	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
第一季度	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
第二季度	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
第三季度	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
第四季度	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
2023年																
第一季度	17.5	22.6	8.2	12.3	4.2	7.3	11.7	2.7	12.9	26.2	17.0	15.6	22.9	45.1	4.2	4.2
第二季度	13.7	17.3	6.8	9.3	2.7	6.9	11.3	1.4	8.7	21.3	13.1	12.7	19.9	44.7	4.1	4.0
2022H1	22.42	31.52	8.94	17.15	6.82	7.55	15.71	3.53	17.89	25.31	20.17	18.13	27.98	48.13	4.79	4.73
2023H1	15.5	19.9	7.5	10.7	3.4	7.1	11.5	2.0	10.7	23.7	15.0	14.1	21.4	44.8	4.1	4.1
YOY	-31%	-37%	-16%	-37%	-50%	-6%	-27%	-44%	-40%	-6%	-26%	-22%	-24%	-7%	-14%	-14%

资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

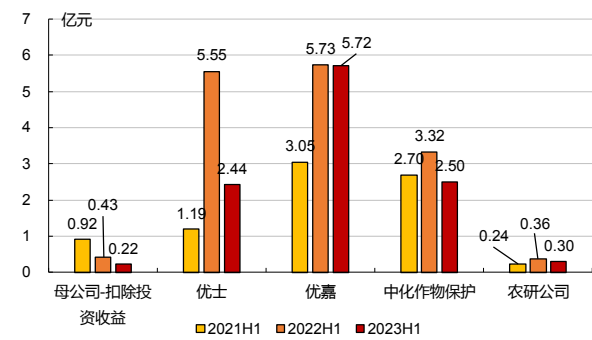
从子公司看，优士上半年实现营收 12.9 亿元，同比下滑 37%，净利润 2.4 亿元，同比下滑 56%（优士为公司主要的草甘膦生产基地，我们推测其业绩同比回落主要系草甘膦价格同比下滑较多所致）；优嘉上半年实现营收 33.6 亿元，净利润 5.7 亿元，同比基本持平；中化作物实现营收 29.3 亿元，同比下滑 36%，净利润 2.5 亿元，同比下滑 24.9%。

图 6：公司各子公司 2023H1 年营业收入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司各子公司 2023H1 年净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，从关联交易来看，公司与先正达集团股份有限公司上半年完成产品销售分别为 19.10 亿元（根据公司公告，全年销售预计发生额为 73.45 亿元）；去年同期为 30.23 亿元，22 年全年为 48.86 亿元，且此前预期 23 年预计销售额为 54.3 亿元（23 年 3 月公告）。因此我们推测上半年减少部分一方面来自于原药价格的同比下滑，另一方面则来自贸易业务的显著减少。假设下半年能够按照中报披露的全年预计销售额推进，则下半年增量可观。

综合毛利率同比基本仅小幅下降，汇兑影响较小

公司上半年综合毛利率 26.8%，同比下降 1.0 个百分点。从二季度单季度看，公司毛利率 25.7%，同比提升 0.29pcts，环比下滑 1.79pcts，我们推测，主要由于公司通过南通四期项目的释放，有效减少了产品价格同比下滑带来的影响。

费用方面，2023H1 公司销售/管理/研发费用分别为 1.07/2.98/2.21 亿元，分别同比 -0.56/-0.47/-0.29 亿元；分别对应费用率 1.5%/4.2%/3.1%，yoy-0.2/+0.6/+0.5pcts。公司财务费用+投资收益（到期的外汇远期合约结算收益）+公允价值变动（未到期的外汇远期合约浮动）三项合计同比减少 0.12 亿元（对净利润影响负面），变动主要由于汇率变动致当期汇兑收益小于去年同期所致。

辽宁优创有序推进，有望接力南通基地为公司提供增长来源

6月9日，中国中化扬农葫芦岛大型精细化工项目开工仪式在葫芦岛经济开发区举行，该项目一期投资42亿元，截至中报，公司新增在建工程3.1亿元，在中国中化和地方政府的大力支持下，该项目审批得到超常规推进，目前正有序向前推进。

盈利预测与估值

综合考虑公司产品价格变化、项目进度，我们预计公司2023~2025年归母净利润为16.9/21.0/25.3亿元（前值为18.1/21.9/26.2），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	2,271.70	3,357.95	4,434.96	5,398.72	7,405.02
应收票据及应收账款	2,820.09	3,301.09	2,491.42	4,450.43	3,234.25
预付账款	527.41	356.55	718.69	536.43	746.85
存货	1,866.53	2,084.48	2,600.76	2,562.87	3,078.72
其他	364.86	201.93	342.95	338.81	286.49
流动资产合计	7,850.59	9,302.00	10,588.78	13,287.25	14,751.32
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	16,221.20	19,172.28	20,855.09
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	3,824.00	4,397.52	4,467.82
其他	1,429.63	1,412.36	1,514.22	2,202.12	1,736.17
流动负债合计	4,952.83	5,096.51	5,738.23	6,949.64	6,503.99
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	6,173.59	7,367.47	6,934.90
少数股东权益	3.05	4.49	4.49	4.49	4.49
股本	309.90	309.90	406.37	406.37	406.37
资本公积	591.55	591.55	591.55	591.55	591.55
留存收益	5,936.48	7,529.25	8,940.91	10,697.65	12,813.34
其他	105.69	104.26	104.29	104.75	104.43
股东权益合计	6,946.67	8,539.46	10,047.61	11,804.81	13,920.19
负债和股东权益总计	13,102.13	14,793.46	16,221.20	19,172.28	20,855.09

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,223.02	1,795.65	1,690.61	2,103.88	2,533.76
折旧摊销	578.53	642.34	730.54	767.47	809.63
财务费用	65.45	(41.12)	(127.54)	(88.43)	(89.50)
投资损失	(38.98)	105.91	40.00	35.64	60.52
营运资金变动	77.45	622.20	49.68	(510.91)	131.29
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	2,383.29	2,307.66	3,445.70
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)	(83.83)	38.43	39.50
股权融资	(244.04)	(407.80)	(182.45)	(346.68)	(418.39)
其他	117.82	(69.22)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(142.08)	(506.75)	(266.28)	(308.25)	(378.89)
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	1,077.01	963.76	2,006.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,841.46	15,810.76	14,895.02	17,769.89	19,760.60
营业成本	9,110.42	11,750.37	11,244.59	13,277.90	14,506.93
营业税金及附加	28.59	43.84	35.97	42.91	47.72
销售费用	269.36	346.03	342.59	408.71	454.49
管理费用	586.17	840.85	804.33	959.57	1,067.07
研发费用	373.53	498.02	476.64	568.64	632.34
财务费用	98.60	(246.00)	(127.54)	(88.43)	(89.50)
资产/信用减值损失	(36.43)	(267.80)	(75.50)	(80.10)	(88.38)
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	2,002.95	2,484.85	2,992.65
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	1,988.95	2,475.16	2,980.89
所得税	217.40	339.61	298.34	371.27	447.13
净利润	1,223.02	1,795.65	1,690.61	2,103.88	2,533.76
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	1,690.61	2,103.88	2,533.76
每股收益(元)	3.01	4.42	4.16	5.18	6.24

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	20.45%	33.52%	-5.79%	19.30%	11.20%
营业利润	0.71%	48.68%	-6.70%	24.06%	20.44%
归属于母公司净利润	1.02%	46.82%	-5.77%	24.45%	20.43%
获利能力					
毛利率	23.06%	25.68%	24.51%	25.28%	26.59%
净利率	10.32%	11.35%	11.35%	11.84%	12.82%
ROE	17.60%	21.02%	16.83%	17.83%	18.21%
ROIC	26.87%	28.66%	28.39%	34.15%	36.90%
偿债能力					
资产负债率	46.98%	42.28%	38.06%	38.43%	33.25%
净负债率	-17.05%	-29.82%	-38.17%	-41.07%	-49.60%
流动比率	1.37	1.61	1.85	1.91	2.27
速动比率	1.05	1.25	1.39	1.54	1.79
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	6.36	6.88	7.01
总资产周转率	0.99	1.13	0.96	1.00	0.99
每股指标(元)					
每股收益	3.01	4.42	4.16	5.18	6.24
每股经营现金流	3.58	5.23	5.86	5.68	8.48
每股净资产	17.09	21.00	24.71	29.04	34.24
估值比率					
市盈率	21.86	14.89	15.80	12.70	10.54
市净率	3.85	3.13	2.66	2.26	1.92
EV/EBITDA	15.68	8.48	8.35	6.62	5.11
EV/EBIT	20.36	10.42	11.43	8.65	6.48

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com