

扬农化工 (600486)

证券研究报告
2024年04月23日

业绩符合预期，期待葫芦岛逐步落地后的再增长

事件：扬农化工发布 2023 年年报，实现营业收入 114.78 亿元，同比减少 27.41%；归属于上市公司股东的净利润 15.65 亿元，同比减少 12.77%。按 4.06 亿股的总股本，实现每股收益 3.87 元，每股经营现金流为 5.89 元。其中第四季度实现营业收入 22.04 亿元，同比减少 18.63%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.04 亿元，同比增长 31.09%；折合单季度 EPS 0.50 元。

销量同比增加，公司营收及利润规模同比下滑主要由于原药产品价格同比显著下降。2023 年，公司销售收入 114.78 亿元，较上年减少 43.33 亿元；从结构上看，原药、制剂、贸易收入分别为 73.84、16.76、22.24 亿元，分别同比变动-21.07%、-0.21%、-21.42 亿元，yoy-22.20%、-1.22%、-49.06%。2022 年四季度以来，农药行业全球市场渠道高库存风险暴露，需求迅速下滑，进入去库存周期。公司营收同比下滑主要系行业景气回落导致农药产品的销售价格下降所致。从销售价格上看，公司 2023 年原药平均销售价格为 7.65 万元/吨，制剂平均销售价格为 4.69 万元/吨，分别较 2022 年下降 29.54%和 3.50%。从销量上看，2023 年全年原药销量 9.65 万吨，同比增加 0.91 万吨，yoy+10.4%，制剂（不折百）业务销量为 3.57 万吨，同比增加 0.08 万吨，yoy+2.4%。在产品价格下行的压力下毛利率基本维持稳定，实现综合毛利率 25.60%，yoy-0.08pcts；毛利润为 29.39 亿元，同比减少 11.22 亿元；公司在成本端持续推进降本增效。

控费力度大、汇兑收益等非经常性因素对净利润影响正面。2023 年公司加强费用管控，销售费用同比减少 1.16 亿元；管理费用同比减少 3.24 亿元（上期计提了土壤修复费用 1.85 亿元、同时中介咨询费、排污费、停工损失费同比减少较多）。公司财务费用、投资净收益、公允价值变动三项合计减少 0.13 亿元（对净利润影响负面）；公司研发费用维持了较高强度为 4.18 亿元，较 22 年仅减少约 0.8 亿元。此外，信用减值损失较 22 年变化为 1.89 亿元、资产减值损失较 22 年减少约 1.44 亿元（均对净利润影响正面）。

辽宁优创建设稳步进行，加快推进创制药成果产出。2023 年，公司将辽宁优创作为项目建设重点，加快完成一期一阶段安装调试，加速推进二阶段施工，同时正编制二期项目清单。此外，优嘉四期二阶段项目 11 月底完成调试，迅速达产达效；加快推进优嘉五期项目；以上有望成为 2024 年公司增量重要来源。创制药方面，公司自主创制水平居行业领先，我国自主创制、年销售额超过亿元的 5 个品种中，公司占居 3 个。公司进一步推动创制化合物研发，做好在手研发管线化合物的研究，加快技术成果的产出。

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 2024~2026 年归母净利润分别为 16.2/19.4/24.2 亿元（2024、2025 年前值为 19.3/24.6 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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,810.76	11,477.69	13,394.47	15,508.13	17,187.33
增长率(%)	33.52	(27.41)	16.70	15.78	10.83
EBITDA(百万元)	3,452.74	2,911.44	2,742.45	3,171.13	3,740.64
归属母公司净利润(百万元)	1,794.21	1,565.02	1,622.73	1,943.81	2,418.11
增长率(%)	46.82	(12.77)	3.69	19.79	24.40
EPS(元/股)	4.42	3.85	3.99	4.78	5.95
市盈率(P/E)	14.10	16.16	15.59	13.01	10.46
市净率(P/B)	2.96	2.62	2.27	1.98	1.72
市销率(P/S)	1.60	2.20	1.89	1.63	1.47
EV/EBITDA	8.48	8.22	8.22	6.29	4.90

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	62.24 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)	25,292.51
流通 A 股市值(百万元)	25,074.54
每股净资产(元)	24.91
资产负债率(%)	40.79
一年内最高/最低(元)	95.81/44.00

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:以量补价经营稳健，葫芦岛基地快速推进》
2023-10-30
- 《扬农化工-半年报点评:Q2 业绩符合预期，公司葫芦岛项目有序推进》
2023-09-08
- 《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

事件

扬农化工发布 2023 年年报，实现营业收入 114.78 亿元，同比减少 27.41%；实现营业利润 18.69 亿元，同比减少 12.93%；归属于上市公司股东的净利润 15.65 亿元，同比减少 12.77%。按 4.06 亿股的总股本，实现每股收益 3.87 元（扣非后 3.72 元），每股经营现金流 5.89 元。

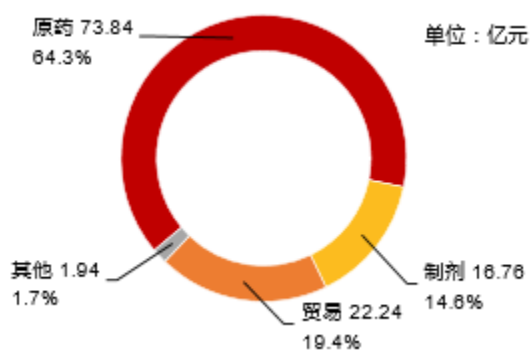
其中第四季度实现营业收入 22.04 亿元，同比减少 18.63%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.04 亿元，同比增长 31.09%；折合单季度 EPS 0.50 元。公司 2023 年年度利润分配方案：以总股本约 4.06 亿股为基数，拟向全体股东每股派发现金红利 0.88 元（含税）。

点评

营收规模同比下滑：销量同比增加，但受累于原药产品价格同比下降

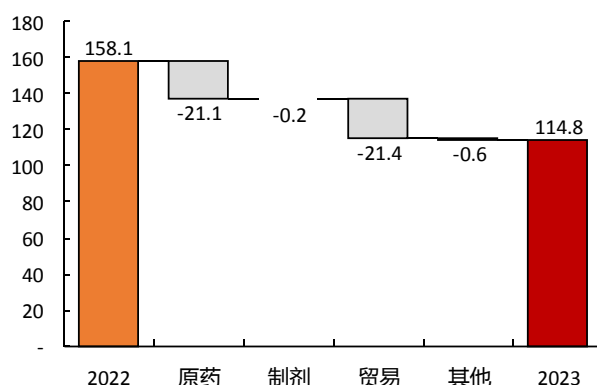
2023 年，公司销售收入 114.78 亿元，较上年减少 43.33 亿元；从结构上看，原药、制剂、贸易收入分别为 73.84、16.76、22.24 亿元，分别同比变动-21.07%、-0.21%、-21.42 亿元，yoy-22.20%、-1.22%、-49.06%。原药及贸易业务收入规模同比下降较多。

图 1：2023 年公司营收结构



资料来源：2023 年年报，天风证券研究所

图 2：2023 年公司分业务营收同比变化 (单位：亿元)

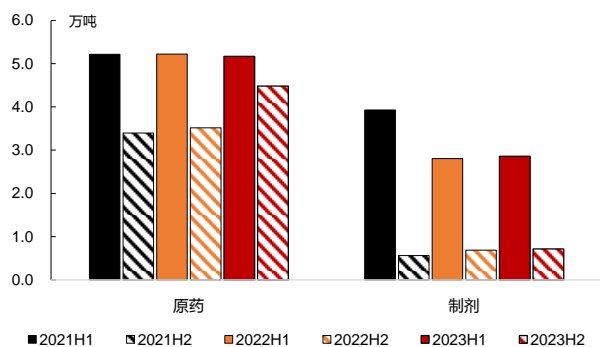


资料来源：2023 年年报，天风证券研究所

从销量上看，2023 年全年原药销量 9.65 万吨，同比增加 0.91 万吨，yoy+10.4%，制剂（不折百）业务销量为 3.57 万吨，同比增加 0.08 万吨，yoy+2.4%。分季度看，2023 年 Q1-Q4 各季度原药销量分别 2.80/2.37/2.34/2.15 万吨，制剂销量分别 1.90/0.95/0.48/0.23 万吨。

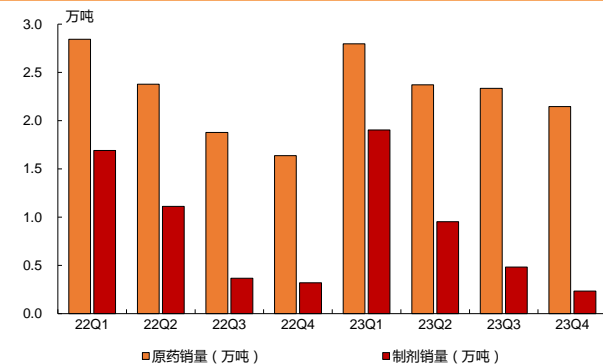
由于农药产品作为农作物刚性需求，季节性相对明显。从用药时间看，农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场。因此，上半年是公司产品的销售旺季，Q3 后原药与制剂的销量规模呈现季节性回落。此外，公司优嘉四期一阶段 2022 年有序释放，二阶段项目具备试生产条件，为公司 2023 年带来重要增量。

图 3：公司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

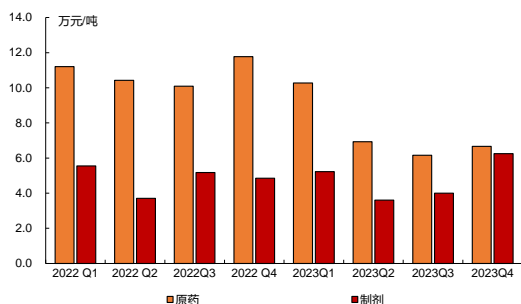
图 4：公司单季度主营产品销量情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

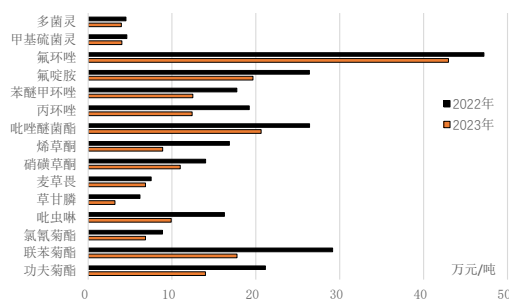
从销售价格上看，公司年报中提到“在全年产品价格损失高达 24 亿元”，原药价格产品的同比下跌是拖累公司营收下滑的主要原因。公司 2023 年原药平均销售价格为 7.65 万元/吨，制剂平均销售价格为 4.69 万元/吨，分别较 2022 年下降 29.54%和 3.50%。

图 5：公司单季度主营产品销售均价情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司主要原药产品市场价格 23 年均同比下跌



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从具体产品看，据百川盈孚、中农立华，公司主要产品高效氯氟氰菊酯/联苯菊酯/氯氟菊酯/吡虫啉/草甘膦/麦草畏/硝磺草酮/烯草酮/吡唑醚菌酯/丙环唑等，23 年市场均价分别为 14.0/17.8/6.8/9.9/3.2/6.8/11.0/8.9/20.6/12.4 万元 / 吨，较 2022 年同期 yoy-34%/-39%/-23%/-39%/-48%/-9%/-22%/-47%/-22%/-35%，多数产品市场价格价格跌幅高于公司产品均价跌幅。

图 7：公司主要原药产品市场价格 (含税, 万元/吨)

日期	功夫菊酯	联苯菊酯	氯氟菊酯	吡虫啉	草甘膦	麦草畏	硝磺草酮	烯草酮	吡唑醚菌酯	丙环唑	苯醚甲环唑	氟啶胺	氟环唑	甲基硫菌灵	多菌灵
2021年	21.5	25.7	9.1	15.6	5.0	7.6	16.5	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	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	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	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	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	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	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	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	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	16.2	29.5	18.2	17.1	24.6	45.9	4.3	4.2
2023年	14.0	17.8	6.8	9.9	3.2	6.8	11.0	8.9	20.6	12.4	12.5	19.7	43.0	4.0	4.0
第一季	17.5	22.6	8.2	12.3	4.2	7.3	11.7	12.9	26.2	17.0	15.6	22.9	45.1	4.2	4.2
第二季	13.7	17.3	6.8	9.3	2.7	6.9	11.3	8.7	21.3	13.1	12.7	19.9	44.7	4.1	4.0
第三季	12.7	16.1	6.1	9.0	3.2	6.7	10.9	7.5	18.2	10.7	11.1	18.1	42.6	3.9	3.9
第四季	12.3	15.3	6.4	9.2	2.8	6.5	10.2	6.8	17.2	9.2	10.8	18.0	39.7	3.8	3.8
2022Y	21.15	29.15	8.86	16.26	6.19	7.52	14.01	16.85	26.41	19.21	17.74	26.38	47.18	4.61	4.51
2023Y	14.0	17.8	6.8	9.9	3.2	6.8	11.0	8.9	20.6	12.4	12.5	19.7	43.0	4.0	4.0

资料来源：百川盈孚、中农立华官网等，天风证券研究所

行业层面，2022 年四季度以来，农药行业全球市场渠道高库存风险暴露，需求迅速下滑，进入去库存周期，2023 年农药产品价格延续自 2022 年底以来的下行趋势，大多数农药产品价格持续走低。与此同时，国内市场也面临供应过剩的压力，供给端新一轮产能扩张进入投产期，2023 年规模化产能集中释放，竞争激烈，而需求端出口受阻内需疲软，进一步加剧了农药产品价格下行态势。展望 2024 年，海外市场去库存已近尾声，新周期备货启动，刚需逐步释放，市场节奏有望逐渐步入正轨。

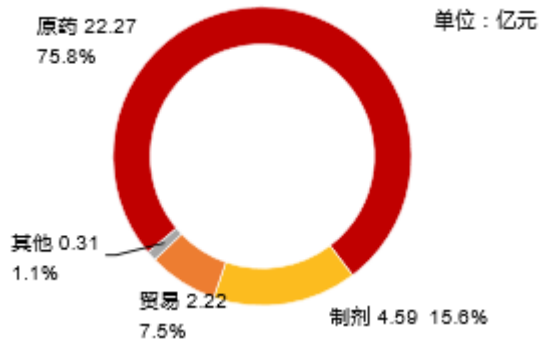
此外，从公司对大客户销售情况看：2023 年前五名客户销售额约 40 亿元（较 2022 年较少约 40 亿元），占年度销售总额 34.83%（22 年占比为 50.79%）。前五名客户销售额中关联方销售额 29 亿元（其中先正达 23 亿元、安道麦 2.3 亿元），而 2022 年为 58.7 亿元（其中先正达 49 亿元、安道麦 6.7 亿元）。

在产品价格下行的压力下毛利率基本维持稳定，公司在成本端持续推进降本增效

2023 年，公司综合毛利率 25.60%，yoy-0.08pcts；毛利额为 29.39 亿元，同比减少 11.22 亿元。其中，原药业务毛利率为 30.16%（yoy-1.37pcts），毛利额 22.27 亿元（yoy-7.66 亿元）；制剂业务毛利率 27.39%（yoy-19.67pcts），毛利额为 4.59 亿元（yoy-3.39 亿元）；贸易业务毛利率为 9.96%（yoy+4.05pcts），毛利额为 2.22 亿元（yoy-0.37 亿元）。

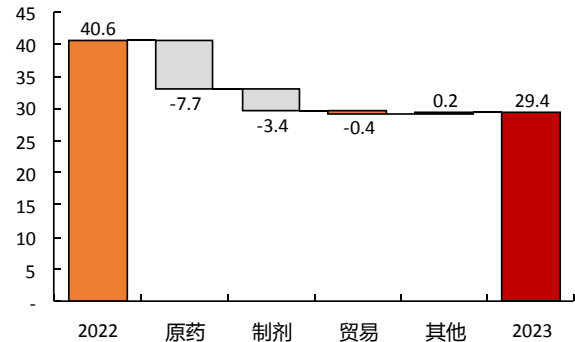
公司综合毛利率与 2022 年基本持平，我们分析，在产品价格下行的压力下公司在成本端持续推进降本增效（2023 年营业成本同比减少约 32 亿元）：包括生产系统细排降本节支方案（全年节支约 1 亿元）、加强供应链管理及原材料价格下跌（全年节支约 12.1 亿元）、从生产运营、采购、HSE、研发等 11 个方面做好全方位节支工作（全年节支 8 亿元）等。

图 8：2023 年毛利结构



资料来源：2023 年年报，天风证券研究所

图 9：2023 年公司分业务毛利同比变化 (单位：亿元)



资料来源：2023 年年报，天风证券研究所

控费力度大、汇兑收益等非经常性因素对净利润影响正面

2023 年，公司加强费用管控，销售费用同比减少约 1.16 亿元；管理费用同比减少约 3.24 亿元（上期计提了土壤修复费用 1.85 亿元、同时中介咨询费、排污费、停工损失费同比减少较多）。公司财务费用（利息收入增加但汇兑收益减少）、投资净收益（到期的外汇远期结汇业务的结算损失减少）、公允价值变动（未到期的外汇远期结汇业务的浮动损益增加）三项合计同比减少 0.13 亿元（对净利润影响负面）；公司研发费用维持了较高强度为 4.18 亿元，较 22 年仅减少约 0.8 亿元。

此外，信用减值损失较 22 年变化为 1.89 亿元（对净利润影响正面，公司加快应收账款资金回笼，应收账款减少而冲回坏账准备）；资产减值损失较 2022 年减少约 1.44 亿元（对净利润影响正面，22 年公司子公司计提固定资产减值）。

辽宁优创建设稳步进行，加快推进创制药成果产出

2023 年，公司将辽宁优创作为项目建设的重点，以打造世界一流的数字化旗舰工厂为目标，在 2023 年 11 月份封冻前如期完成 37 栋建筑封顶，实现从室外向室内的转段作业，加快完成一期一阶段安装调试，加速推进二阶段施工；同时，公司正编制二期项目清单。此外，优嘉四期二阶段项目 11 月底完成调试，迅速达产达效，同步加快推进优嘉五期项目；以上有望成为 2024 年公司增量的重要来源。

创制药方面，公司自主创制水平居行业领先，在我国自主创制、年销售额超过亿元的 5 个品种中，公司占居 3 个。公司进一步推动创制化合物研发，做好在手研发管线化合物的研究，加快技术成果的产出。

盈利预测与估值

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 2024~2026 年归母净利润分别为 16.2/19.4/24.2 亿元（2024、2025 年前值为 19.3/24.6 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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,357.95	1,762.94	2,976.29	5,464.78	7,021.88
应收票据及应收账款	3,301.09	2,547.51	3,033.52	3,858.98	2,824.98
预付账款	356.55	201.01	652.96	205.66	726.16
存货	2,084.48	1,589.84	2,625.19	2,146.16	2,692.10
其他	201.93	2,973.55	1,205.86	1,451.42	1,917.39
流动资产合计	9,302.00	9,074.85	10,493.82	13,127.00	15,182.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,072.52	4,106.32	4,242.66	4,364.47	4,457.56
在建工程	410.95	1,293.80	1,376.28	1,425.77	1,455.46
无形资产	615.18	641.50	618.51	595.52	572.52
其他	392.82	586.78	391.87	456.07	477.16
非流动资产合计	5,491.47	6,628.40	6,629.31	6,841.82	6,962.70
资产总计	14,793.46	15,703.25	17,123.13	19,968.83	22,145.22
短期借款	300.22	360.82	400.00	350.00	300.00
应付票据及应付账款	3,383.93	3,707.91	3,194.83	4,734.02	4,411.39
其他	1,412.36	1,408.02	1,944.06	1,679.77	2,232.58
流动负债合计	5,096.51	5,476.75	5,538.89	6,763.79	6,943.97
长期借款	253.18	3.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	239.55	278.49	232.21	250.08	253.59
非流动负债合计	492.73	281.49	432.21	450.08	453.59
负债合计	6,254.01	6,025.79	5,971.10	7,213.87	7,397.56
少数股东权益	4.49	5.72	5.72	5.72	5.72
股本	309.90	406.37	406.37	406.37	406.37
资本公积	591.55	745.89	745.89	745.89	745.89
留存收益	7,529.25	8,593.89	9,948.87	11,571.96	13,591.08
其他	104.26	(74.42)	45.18	25.01	(1.41)
股东权益合计	8,539.46	9,677.46	11,152.04	12,754.95	14,747.66
负债和股东权益总计	14,793.46	15,703.25	17,123.13	19,968.83	22,145.22

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,795.65	1,566.17	1,622.73	1,943.81	2,418.11
折旧摊销	642.34	755.37	804.17	851.70	900.21
财务费用	(41.12)	(7.11)	(31.84)	(22.54)	(27.54)
投资损失	105.91	15.17	27.37	49.48	30.67
营运资金变动	622.20	(2,873.41)	(44.65)	1,083.89	(285.82)
其它	(1,000.71)	2,938.41	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	2,124.26	2,394.60	2,377.78	3,906.34	3,035.64
资本支出	627.24	1,658.83	1,046.29	982.12	996.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,096.28)	(5,204.06)	(2,073.65)	(2,031.60)	(2,027.16)
投资活动现金流	(1,469.05)	(3,545.23)	(1,027.37)	(1,049.48)	(1,030.67)
债权融资	(29.72)	(132.53)	11.10	(27.46)	(22.46)
股权融资	(407.80)	72.14	(148.15)	(340.90)	(425.41)
其他	(69.22)	(434.54)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(506.75)	(494.94)	(137.06)	(368.36)	(447.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	148.47	(1,645.57)	1,213.35	2,488.50	1,557.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15,810.76	11,477.69	13,394.47	15,508.13	17,187.33
营业成本	11,750.37	8,539.15	10,116.07	11,451.24	12,441.24
营业税金及附加	43.84	47.41	33.49	48.61	55.94
销售费用	346.03	229.79	267.89	341.18	378.12
管理费用	840.85	517.32	602.75	775.41	859.37
研发费用	498.02	418.03	428.62	542.78	601.56
财务费用	(246.00)	(58.09)	(31.84)	(22.54)	(27.54)
资产/信用减值损失	(267.80)	65.59	(34.97)	(28.21)	2.24
公允价值变动收益	(81.03)	3.49	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(105.91)	(15.17)	(27.37)	(49.48)	(30.67)
其他	885.55	(139.10)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,146.85	1,869.26	1,915.16	2,293.76	2,850.20
营业外收入	6.04	2.11	4.43	4.19	3.58
营业外支出	17.63	5.23	10.49	11.11	8.94
利润总额	2,135.26	1,866.15	1,909.10	2,286.84	2,844.84
所得税	339.61	299.98	286.36	343.03	426.73
净利润	1,795.65	1,566.17	1,622.73	1,943.81	2,418.11
少数股东损益	1.44	1.15	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,794.21	1,565.02	1,622.73	1,943.81	2,418.11
每股收益(元)	4.42	3.85	3.99	4.78	5.95

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	33.52%	-27.41%	16.70%	15.78%	10.83%
营业利润	48.68%	-12.93%	2.46%	19.77%	24.26%
归属于母公司净利润	46.82%	-12.77%	3.69%	19.79%	24.40%
获利能力					
毛利率	25.68%	25.60%	24.48%	26.16%	27.61%
净利率	11.35%	13.64%	12.11%	12.53%	14.07%
ROE	21.02%	16.18%	14.56%	15.25%	16.40%
ROIC	28.66%	27.07%	20.10%	22.98%	32.42%
偿债能力					
资产负债率	42.28%	38.37%	34.87%	36.13%	33.40%
净负债率	-29.82%	-11.80%	-21.31%	-38.53%	-44.22%
流动比率	1.61	1.58	1.89	1.94	2.19
速动比率	1.25	1.30	1.42	1.62	1.80
营运能力					
应收账款周转率	5.17	3.92	4.80	4.50	5.14
存货周转率	8.00	6.25	6.36	6.50	7.10
总资产周转率	1.13	0.75	0.82	0.84	0.82
每股指标(元)					
每股收益	4.42	3.85	3.99	4.78	5.95
每股经营现金流	5.23	5.89	5.85	9.61	7.47
每股净资产	21.00	23.80	27.43	31.37	36.28
估值比率					
市盈率	14.10	16.16	15.59	13.01	10.46
市净率	2.96	2.62	2.27	1.98	1.72
EV/EBITDA	8.48	8.22	8.22	6.29	4.90
EV/EBIT	10.42	11.10	11.63	8.60	6.45

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	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