

金正大 (002470)

2016-12-13

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 上调

翩翩向日飞，顺势展英姿

报告要点

■ 卓越的复合肥领导者

公司主营业务为复合肥、缓控释肥、硝基肥、水溶肥及其它新型肥料的研究、生产和销售，拥有各类肥料年总产能 655 万吨，覆盖 12 大类 100 多种产品。公司复合肥产销量连续六年居国内第一位；缓控释肥的产销量连续八年居行业第一位，市场份额超过 50%，业绩持续保持增长。

■ 复合肥市场容量稳中有升，新品种亮点纷呈

农业走向现代化，经济作物种植面积增加，长期看复合肥用量提升。2014 年国内复合化率仅为 35%，与发达国家相比，提升空间巨大。缓控释肥、水溶肥、有机肥等新型肥料具备不同功用，满足不同作物、不同地区的差异化要求，发展前景美好。中期来看，单质肥价格见底回升，农产品价格持稳向好，国家 2017 年将继续强化农业供给侧改革，预期农产品价格有望上涨，复合肥行业利空出尽，迎来复苏。种植规模化集中，农业服务要求更高，龙头具备品牌、渠道、服务等多方优势，更适应农业改革，市占率将持续提升。

■ 公司竞争优势：创新之王，营销明星

公司具有高端研发平台和强大研发实力，依靠技术创新实现产品升级换代，形成了国内最丰富的产品结构，满足客户个性化要求。公司实施密集分销，探索借网络营销，坚持服务为先，建立了百家农化服务中心，打造起强大的营销网络。公司拥有“金大地”、“沃夫特”两大“中国驰名商标”，品牌卓越。

■ 公司转型之道：深耕产业链，横纵向延伸

公司立足复合肥主业，积极向上游企业进行技术和品牌输出，与下游经销商结盟，和同行及其他农资类企业建立横向合作关系，积极进行国际化并购，构建横纵向一体化体系，有望成为“世界领先的植物营养专家和种植业解决方案提供商”。2016 年是公司国际化元年，并购德国 Compo、西班牙 A. Navarro, S.A 等海外农资巨头，国际化迈开坚实一步，必将结出累累硕果。

■ 投资建议：上调至“买入”评级

农业正走向现代化，农资类企业呈融合创新趋势。公司作为复合肥领头羊，持续升级经营程式，启动多方创新，积极进行国际化，有望成为世界领先的综合性农资服务商，铸就新的成长。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元、0.55 元，2017 年 PE 为 16.6 倍，上调评级至“买入”。

- 风险提示：**
1. 市场开发风险；
 2. 项目进度风险；
 3. 产业整合风险。

当前股价：7.79 元

分析师 马太

☎ (8621) 68751310

✉ matai@cjsc.com

执业证书编号：S0490516100002

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

公司基本数据	2016.12.12
总股本 (万股)	313979
流通 A 股/B 股 (万股)	270904/0
资产负债率	35.08%
每股净资产 (元)	2.89
市盈率 (当前)	21.99
市净率 (当前)	2.70
12 个月内最高/最低价	21.56/7.20

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《多产品显优势，三季报逆势增长》2016-10-25

《金正大三季报业绩预告修正点评：复合肥销量增速下滑及产品售价下调致业绩下修》2016-10-16

《金正大半年报点评：销量逆势增长叠加成本费用降低带动公司业绩提升》2016-8-16

目录

公司概况：卓越的复合肥领导者	4
主业介绍：新型肥料之王	4
股权结构：自然人实际控制，管理层激励到位	5
财务分析：持续壮大	6
行业分析：市场容量稳中有升，新品种亮点纷呈	8
复合肥销量依然有提升空间，龙头迎发展良机	8
新型复合肥市场前景更美好	12
缓控释肥：应用扩大，抵消玉米种植缩减影响	12
硝基肥：速效性肥料，扬帆起航	13
水溶肥：节水省工的速效肥，适合水肥一体化	14
有机肥：蓬勃发展	14
单质肥见底回升，复合肥涨价	15
农产品价格企稳向好，提升农民种植和施肥意愿	16
公司竞争优势：创新之王，营销明星	18
技术优势：高端研发平台，强大研发实力	18
产品优势：品种丰富，功能全面	18
营销优势：深耕渠道，服务领先，品牌卓越	19
公司转型之道：深耕产业链，横纵向延伸	21
农业及服务空间大，综合服务要求高	21
公司横纵向发力，注重全球化整合	22
投资建议：上调至“买入”评级	25

图表目录

图 1：全国拥有十三个生产基地	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司营业收入持续向上	6
图 4：公司业绩持续增长	6
图 5：公司营业收入结构变动	7
图 6：公司产品毛利率变动	7
图 7：农村人口减少导致人均农作物播种面积增加	9
图 8：每亩农作物人工成本逐渐增加	9
图 9：经济作物种植面积占比提升	9

图 10: 经济作物复合肥料用量高于粮食作物 (2015 年)	9
图 11: 国内复合肥料化率逐步提高	10
图 12: Yara 经营数据	11
图 13: Yara 主营产品销量	11
图 14: 新型经营主体对农资要求多元	11
图 15: 控释肥形貌及结构	13
图 16: 中国玉米种植面积及肥料消费量 (折纯)	13
图 17: 缓控释肥可用于小麦	13
图 18: 中国小麦和稻谷播种面积	13
图 19: 氮肥在土壤中吸收机理	13
图 20: 硝基肥用于经济作物	13
图 21: 水溶肥适用于滴灌系统	14
图 22: 中国水溶肥产量	14
图 23: 有机肥料包装	14
图 24: 中国有机肥料市场持续增长	14
图 25: 第一大复合肥料公司各产品销售毛利率	15
图 26: 尿素和 MAP 开工率低	16
图 27: 基础肥料价格反弹	16
图 28: 中国粮食产量首次下降	16
图 29: 中国农产品集贸市场价格指数走高	16
图 30: 公司合作的国内外单位	18
图 31: 公司积极进行国际化技术交流合作	18
图 32: 公司产品丰富	19
图 33: 公司采取密集分销策略	19
图 34: 公司探索借网营销策略	19
图 35: 公司的农化服务中心	20
图 36: 公司的肥料示范基地	20
图 37: 公司产品卓越	20
图 38: 农业产业链及市场容量	21
图 39: 中国土地流转面积快速增长	21
图 40: 新农人对农业服务提出综合要求	22
图 41: 公司发展规划	22
图 42: 公司外延发展策略	23
图 43: 康朴公司家庭园艺类产品	24
表 1: 公司主营产品产能及销量	4
表 2: 公司股权激励方案	6
表 3: 复合肥料和单质肥料优缺点对比	8
表 4: 2014 年国内氮磷钾复合肥料前十大企业销量情况	10
表 5: 复合肥料龙头公司基本情况	12
表 6: 2016H 新三板新型肥料公司盈利能力情况	15
表 7: 公司国际化并购事件及影响	24

公司概况：卓越的复合肥领导者

主业介绍：新型肥料之王

金正大生态工程集团股份有限公司成立于 1998 年，总部位于山东临沭，2010 年 9 月 8 日于深交所上市，注册资本 31.4 亿元，员工近 1 万名。

全国基地布局，深耕新型复合肥。公司是国内复合肥的领军企业，主营业务为普通复合肥、新型复合肥（缓控释肥、硝基肥、水溶肥及其它新型肥料）的研发、生产和销售。公司先后在山东临沭、山东菏泽、安徽长丰、河南郸城、河南驻马店、辽宁铁岭、贵州瓮安、云南晋宁、山东德州、广东英德、新疆阿克苏、湖北潜江等地建有生产基地，覆盖国内主要的农业大省。目前，公司拥有各类肥料年总产能 655 万吨，覆盖 12 大类 100 多种产品，肥料品种最为丰富。

表 1：公司主营产品产能及销量

品种	年产能（万吨）	2015年销量（万吨）
普通复合肥		295
缓控释肥		180
硝基肥		150
水溶肥		30
合计		655
		537

资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司居行业龙头地位。公司的普通复合肥、新型肥料在技术和市场占有率方面居国内领先地位，具有较强的竞争优势。复合肥产销量连续六年居国内第一位；公司是缓控释肥行业标准和国家标准的起草单位，拥有全球最大的缓控释肥生产基地，缓控释肥的产销量连续八年居行业第一位，市场份额超过 50%。作为复合肥的领军企业，公司一直保持连续快速发展。

图 1：全国拥有十三个生产基地

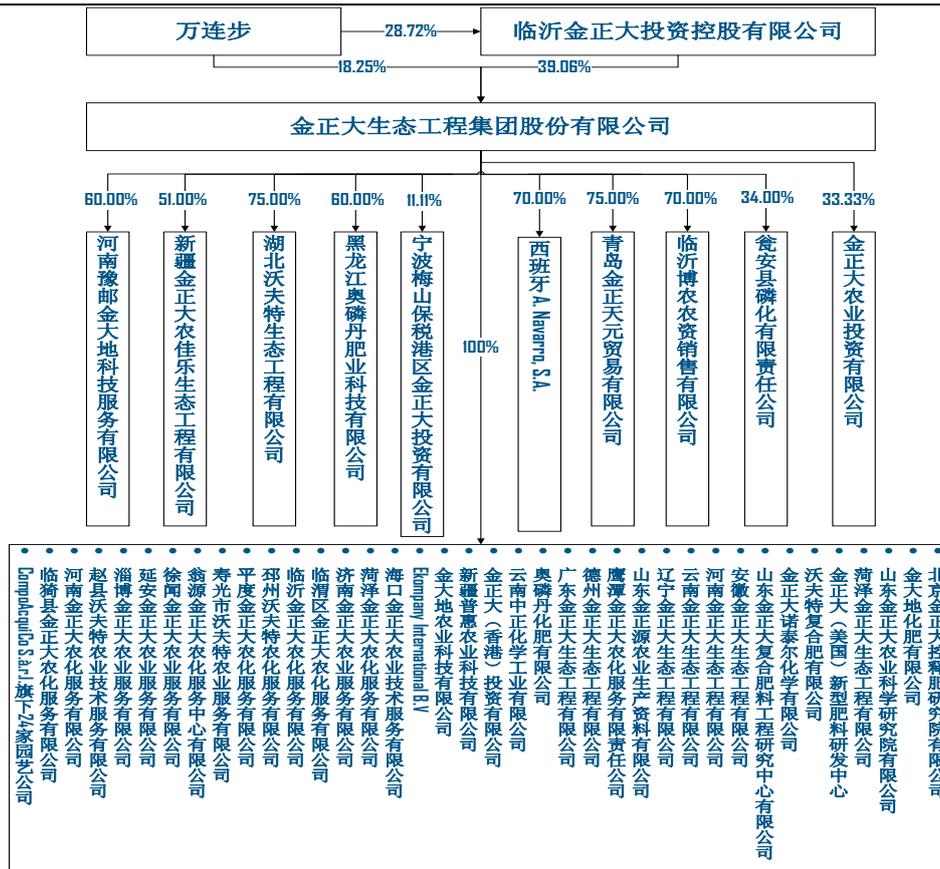


资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权结构：自然人实际控制，管理层激励到位

万连步先生为公司实际控制人。万连步直接持有公司 18.25% 的股份，并通过控股公司临沂金正大投资控股有限公司持有 39.06% 的股份。截至目前，公司旗下拥有数十家子公司。公司分别参股瓮安县磷化有限责任公司和金正大农业投资有限公司 34.0%、33.33% 的股权。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

股权激励到位。公司 2014 年实施股权激励，主要面向公司董事、中高层管理人员、核心业务（技术）人员等，分四期行权，并设置了相应的行权业绩条件。在股权激励方案的助力下，公司快速增长，2014 年和 2015 年的业绩条件均已顺利达成。

表 2: 公司股权激励方案

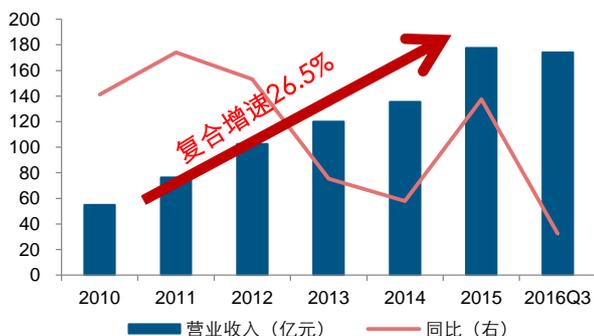
项目		内容	
激励对象		董事、中高层管理人员、核心业务（技术）人员等合计 211 人	
获授的股票期权份数		6585.11 万份	
行权价格（元/股）		4.845 元（最新）	
业绩条件	第一个行权期	2014 年度净利润相比 2013 年的增长率不低于 28%；2014 年度营业收入相比 2013 年的增长率不低于 10%（已实现）	
	第二个行权期	2015 年度净利润相比 2013 年的增长率不低于 64%；2015 年度营业收入相比 2013 年的增长率不低于 21%（已实现）	
	第三个行权期	2016 年度净利润相比 2013 年的增长率不低于 110%；2016 年度营业收入相比 2013 年的增长率不低于 33%	
	第四个行权期	2017 年度净利润相比 2013 年的增长率不低于 168%；2017 年度营业收入相比 2013 年的增长率不低于 46%	
授予日		2014 年 12 月 1 日	
行权时间及行权比例	第一个行权期	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	25%
	第二个行权期	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	25%
	第三个行权期	自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	25%
	第四个行权期	自首次授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

财务分析：持续壮大

公司利润持续增长。近年来，公司生产规模不断扩大，营业收入持续增长，从 2010 年的 54.8 亿增长至 2015 年的 177.5 亿，年复合增速达 26.5%；归属于母公司净利润从 2010 年的 3.1 亿元上升至 2015 年的 11.1 亿元，年复合增长率达 28.8%。2016 年前三季度，公司实现营业收入 174.2 亿元，同比上升 7.3%；归属于母公司净利润 11.3 亿元，同比增长 2.6%，有所放缓，主要由于 2016 年农产品行情低迷，上游原材料单质肥价格下跌，复合肥价格下调，同时 2015 年 9 月国内恢复征收增值税，导致公司业绩减速。未来，公司坚持创新发展，布局新型肥料，在错综复杂的市场环境下，有望扩大竞争优势和市场份额，保持收入和利润的持续增长。

图 3: 公司营业收入持续向上



资料来源：Wind，长江证券研究所

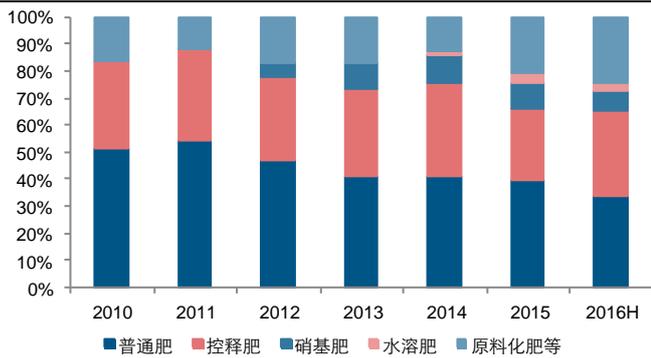
图 4: 公司业绩持续增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

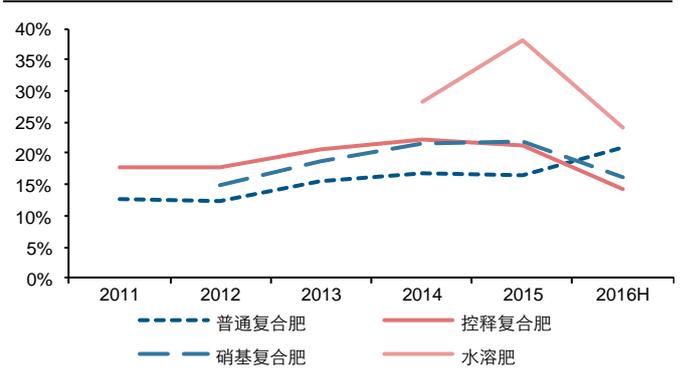
新型肥料与普通肥料平分秋色，盈利能力提升。公司收入主要来自普通复合肥和新型复合肥产品销售，2015年二者合计占比为79.4%，新型肥和普通肥各占40%左右，其余为单质肥贸易业务。公司新型肥料销售毛利率较高，对公司业绩形成强有力支撑，水溶肥2015年销售毛利率高达38.1%，高于普通肥21.5个百分点，主要因为普通肥料同质化严重，竞争激烈。2016年上半年，普通肥毛利率提升主要是因为公司高毛利率有机肥计入到普通肥中；同时新型肥料为争夺市场份额降价，使得毛利率有所下降。我们认为这只是短暂的现象，待农业度过调整期，预期新型肥料将恢复到较高盈利水平。

图 5：公司营业收入结构变动



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司产品毛利率变动



资料来源：Wind，长江证券研究所

行业分析：市场容量稳中有升，新品种亮点纷呈

农业发展方向为集约化、专业化、组织化和社会化，新型城镇化将加快专业化分工，新型经营主体壮大，经济作物种植面积占比提高，农业走向现代化发展之路。复合肥具备省工、省力、节约成本等诸多优势，适应农业发展大势，市场需求持续增长。尤其是易用、高效、环保、效能稳定的新型肥料的市场空间的不断增大，**复合肥龙头公司，依靠优质精准的产品、卓越的品牌、广阔的销售渠道、强大的农化服务能力，可以满足新农**户不断上升的需求，市场占有率将不断提高。

近的看，单质肥见底回升，农产品价格企稳，双重因素推动复合肥行业迎来转机。

复合肥销量依然有提升空间，龙头迎发展良机

复合肥更适合现代化农业。“十八大”报告提出推动城乡发展一体化，有序推进农业转移人口市民化，发展多种形式规模经营，构建**集约化、专业化、组织化、社会化**相结合的新型农业经营体系。国家政策多次提出要鼓励农民通过土地流转的方式解决承包地块的零碎化问题，同时加大培育新型农业经营主体，**着力培养一批专业大户、家庭农场经营者**。未来农业现代化水平将不断提高，农业种植更加专业化和集约化，机械化水平不断提高。施用复合肥可以为作物提供多种营养元素，提高肥料利用率，有利于节约劳动力，提高产量，改善产品品质，减轻长期使用以氮肥为主的单质肥造成的土壤板结、肥力下降、水质污染等不利影响，因此更适合现代化农业。

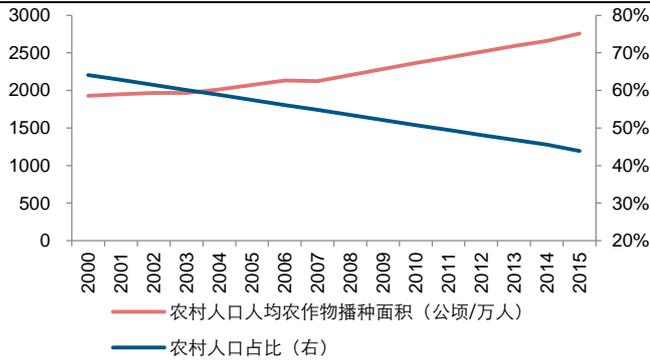
表 3：复合肥和单质肥优缺点对比

	优点	缺点	不足之解决方案
复合肥	1. 养分全面，含量高。一次施肥，可供给氮磷钾三种元素中的两种或三种； 2. 结构均匀，物理性状好。吸湿性小，便于储存和施用，更适合于机械化施肥； 3. 低氮环保。氮含量15%-25%，减轻单纯氮肥造成的土壤板结、肥力下降、水质污染等影响； 4. 降低成本。副成分少，有效成分高，节省包装和储运费用。	1. 养分比例相对固定，难以满足各类土壤和作物要求； 2. 养分所处位置和释放速度很难完全符合作物某一时期的特殊要求。	1. 辅以单质肥，作为补充； 2. 开发出各类作物专用肥； 3. 大力发展缓控释肥。
单质肥	1. 可满足一些作物对某养分的特殊需要，亦可作为复合肥补充； 2. 售价便宜。	1. 养分不够全面； 2. 需多次施肥，施工成本高； 3. 高氮肥易致土壤板结、肥力下降等。	1. 提高复合肥施用比例。

资料来源：中国化肥网，长江证券研究所

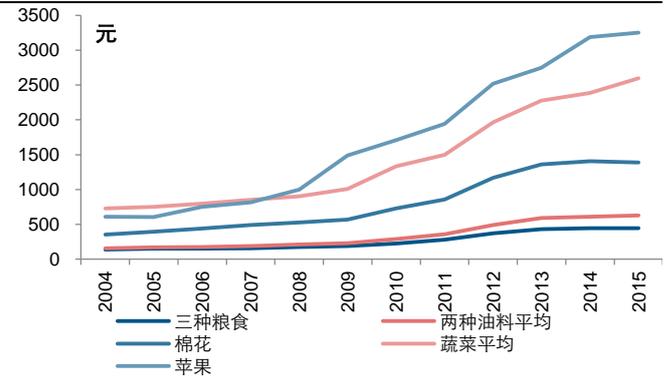
新型城镇化，农业人口纷纷向城镇转移，农村劳动力减少，人工成本提升，复合肥用量将不断增加，复合化率将逐渐提高。2015年农业人口占比为43.9%，自2000年的64.1%逐年减少，人均农作物播种面积逐年上升，由2000年1930公顷/万人，上升至2015年2757公顷/万人，15年间增长42.8%；2005年每亩粮食人工成本仅为151元，而2015年攀升至447元，10年间增长近2倍，其余农作物人工成本亦呈上升趋势。复合肥以其高效便捷的施肥特点，正适合这种变化趋势。

图 7: 农村人口减少导致人均农作物播种面积增加



资料来源: Wind, 长江证券研究所

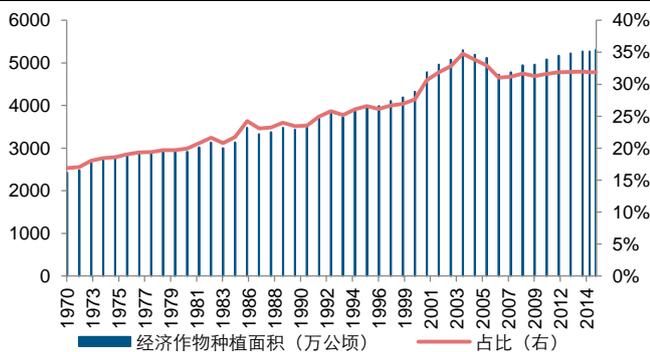
图 8: 每亩农作物人工成本逐渐增加



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 三种粮食指小麦、稻谷、玉米; 两种油料指花生、油菜籽)

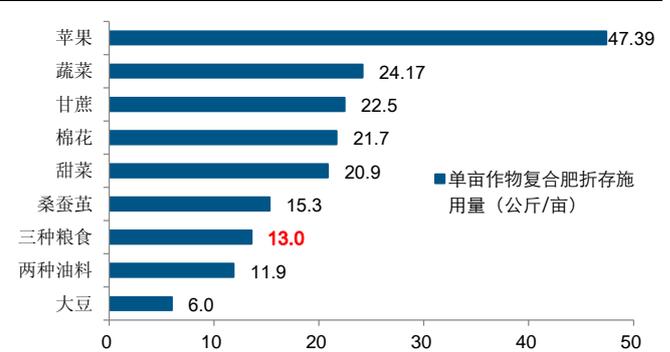
经济作物种植面积扩大, 复合肥用量增加。随着人民生活水平的提高, 居民饮食结构发生改变, 食物消费更加多样。相对而言, 粮食作物占比逐渐下降, 瓜果、蔬菜、油料等经济作物占比此消彼长, 种植面积不断增加。1970 年~2015 年, 经济作物种植面积增长了 2.2 倍, 占总播种面积由 17% 增长至 32%。与普通大田粮食作物相比, 经济作物的需肥量一般是大田粮食作物的 1.2~2.6 倍, 像苹果甚至达到粮食作物的 3.8 倍, 且经济作物常使用控释肥、硝基肥、水溶肥等新型高效复合肥, 复合肥市场空间扩大。

图 9: 经济作物种植面积占比提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

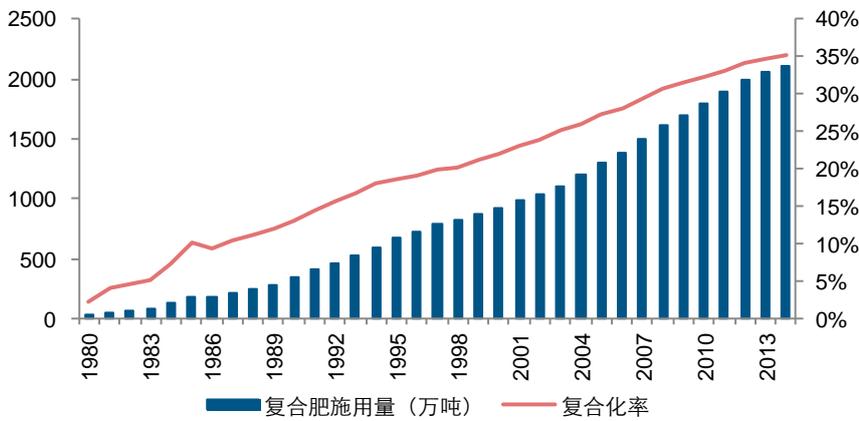
图 10: 经济作物复合肥用量高于粮食作物 (2015 年)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

复合化率提升空间巨大。中国自 20 世纪 70 年代开始从俄罗斯等欧洲国家进口复合肥, 经过较长时间才逐渐被广大农民所接受。20 世纪 90 年代初, 国内开始自行生产复合肥, 其用量迅速增加。1980 年国内复合化率仅为 2.1%, 经过 30 年的发展, 截止 2014 年底复合化率已提升至 35.3%, 复合肥行业取得了巨大的进步。而**相比世界复合化率达 50%、发达国家复合化率达 80% 的现状相比, 差距仍然巨大。**随着农业现代化的推进, 农村种植结构的升级, 预期未来复合化率将不断提升。

图 11: 国内复合化率逐步提高



资料来源: Wind, 长江证券研究所

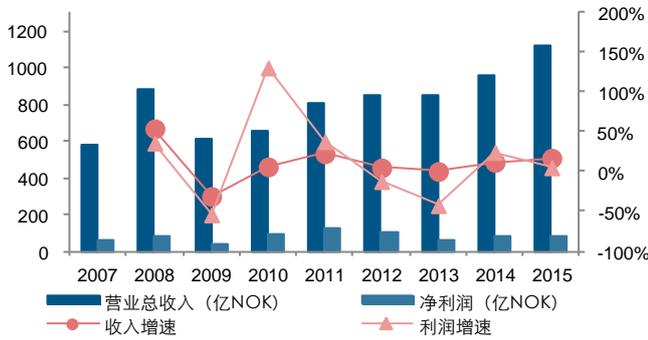
集中度提升潜力大。由于复合肥行业受到国家政策大力扶持，进入的资金和技术门槛不高，行业产能扩张迅速，产能利用率不高。据统计，目前，复合肥企业总数约 3000 家，大多为 1-5 万吨产能的小企业，年产 30-100 万吨的企业不到 50 家，年产 100 万吨以上企业仅 10 家左右。2014 年行业前十名销量为 2069 万吨，CR10 仅为 42%。而世界最大的氮肥和 NPK 复合肥生产企业 Yara，总产能超过 2000 万吨，2015 年肥料销量达 2654 万吨，其中 NPK 复合肥销量达 949 万吨，在欧洲市占率达 40%。相比较而言，2015 年国内第一大复合肥企业金正大市占率不到 10%，复合肥行业集中度仍较低，提升空间较大。

表 4: 2014 年国内氮磷钾复合肥前十大企业销量情况

序号	企业名称	氮磷钾复合肥销量 (万吨)
1	金正大	467
2	新洋丰	287
3	中化化肥	208
4	史丹利	204
5	施可丰	188
6	江苏中东	175
7	新都化工	145
8	鲁西化工	141
9	江西开门子	138
10	湖北鄂中	116
CR10		42%

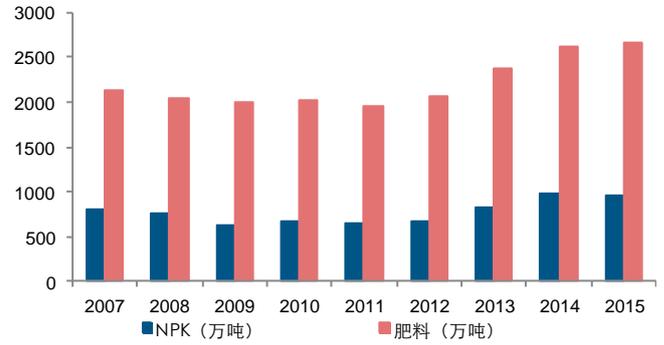
资料来源: 中国化肥网, 长江证券研究所

图 12: Yara 经营数据



资料来源: Yara 年报, 长江证券研究所

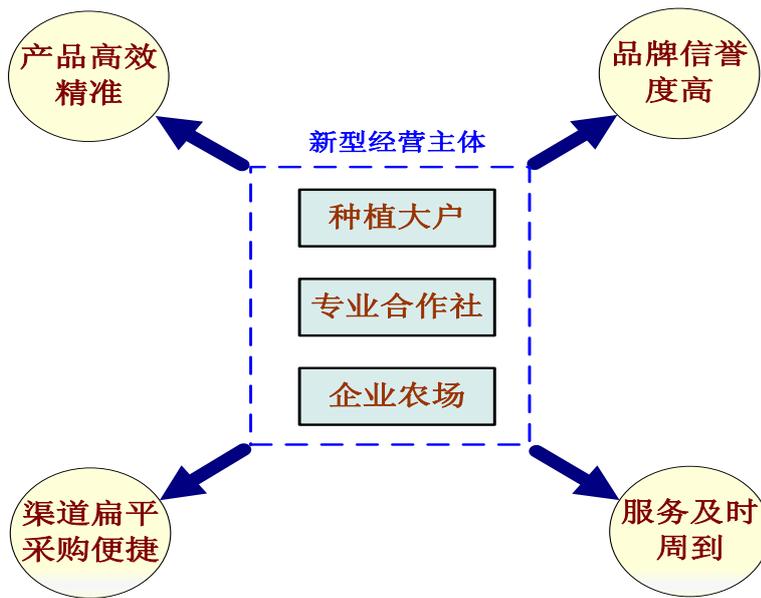
图 13: Yara 主营产品销量



资料来源: Yara 年报, 长江证券研究所

新经营者对农资供应提出多方位的要求。从国外农业发达国家的发展经验来看, 农业的集约化将对农化服务提出更高要求。土地规模化, 新生大量专业化种植农户、农场、合作社等新型经营主体, 他们更看重成本控制和农化服务, 追求种植高收益。因此, 那些能够提供专用型肥料、品牌知名度高、采购便捷、物流成本低、服务到位的复合肥企业将成为他们的必然选择。

图 14: 新型经营主体对农资要求多元



资料来源: 长江证券研究所

复合肥领军者具备“投其所好”的优势。

- **产品层面**, 控释肥、硝基肥、水溶肥等高端新型肥料具备高效、环保、省工、增产等多重优点, 越来越为市场所喜爱, 符合农业发展大势。相应的, 龙头公司普遍建立起规模不等的研发技术中心, 并与科研院所进行合作, 具备及时推出新型复合肥的能力。而中小企业普遍研发力量不足, 难以及时响应市场。此外, 部分龙头公司具备测土配肥、提供专用肥的能力, 容易掌控农户痛点。
- **营销方面**, 经过若干年的市场耕耘, 龙头公司普遍在全国建立起广阔的渠道, 品牌深入人心, 并初步建立起较为适用的农化服务体系, 深谙农户的需求, 具备深

化服务力度的潜力。而且，龙头公司普遍规模较大，资金实力强，信用良好，可以联合金融单位为新经营者提供金融服务，为他们的发展保驾护航。

我们认为，**农业现代化大潮，龙头复合肥发展机会更大，市占率将不断提升。**

表 5：复合肥龙头公司基本情况

公司	2015年复合肥销量 (万吨)	销售人员	生产基地	主要品牌	销售渠道	一级经销商量	覆盖区域
金正大	537	1662	山东、安徽、贵州、河南、辽宁、广东、云南	金正大、金大地、沃夫特	经销商+邮政物流	4000多家	全国
新洋丰	285	947	湖北、山东、河北、广西	洋丰、澳特尔	经销商	3000家	除西藏外，全国
史丹利	243	1602	山东、吉林、河南、广西、湖北、江西、甘肃	史丹利、三安、第四元素	专营专卖+经销商	1500多家	除西藏外，全国
司尔特	78	333	安徽、江西	司尔特	经销商	1000多家	28个省
芭田股份	78	305	江苏、湖北、广东、贵州、山东	芭田、哈乐、好阳光等	经销商	1000多家	全国
云图控股	185	550	四川、湖北、新疆、河南、山东	嘉施利、桂湖、洋洋、土博士	经销商+邮政物流	2000多家	

资料来源：公司公告，公司网站，长江证券研究所

新型复合肥市场前景更美好

新型肥料适应农业现代化。农业现代化的一大特征是农业生产技术科学化，即运用先进的科学技术广泛应用于农业，从而收到提高新产品产量、提升新产品质量、降低生产成本、保证食用安全的效果。就农资产品而言，开发新型肥料，以达到易用、高效、环保、效能稳定，改善土壤结构，提高农产品产量和品质的作用；以复合肥为例，新型肥料包括缓控释肥、硝基肥、水溶肥、微量元素肥、有机肥等等，以其功能性、形态特殊、运用方式新颖等特点而获得了长足的发展。**新型肥料更符合农业发展大势，市场潜力更大。**

缓控释肥：应用扩大，抵消玉米种植缩减影响

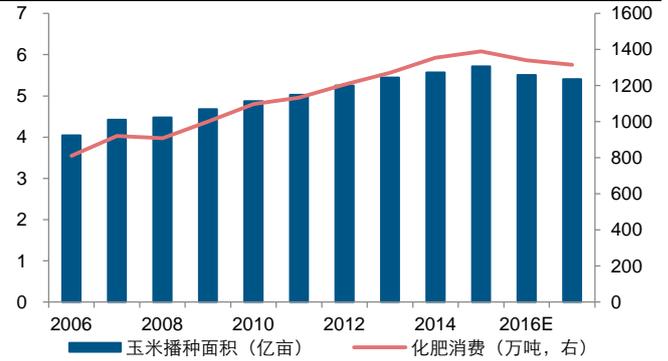
缓控释肥是一种以各种调控机制使其养分按照设定的释放率和释放期缓慢或控制释放的肥料。控释肥具有提高肥效、降低化肥使用量、减少施肥用工、利用率高等特点，在解决资源过度消耗、减少农业面源污染、降低农业生产成本等方面具有重要作用，被誉为“环境友好型肥料”、“21世纪新型环保肥料”。目前已广泛应用于玉米、小麦等大田作物。2015年全国缓控释肥市场容量超过300万吨，第一大企业市占率超过50%。短期由于玉米去库存，种植面积减少，导致缓控释肥用量减少。而2015年小麦、稻谷对化肥消费量合计为1972万吨（折纯），超过玉米对化肥消费量1390万吨（折纯）。随着缓控释肥在小麦、稻谷渗透率提高，缓控释肥空间将会扩大。

图 15: 控释肥形貌及结构



资料来源: 公司资料, 长江证券研究所

图 16: 中国玉米种植面积及肥料消费量 (折纯)



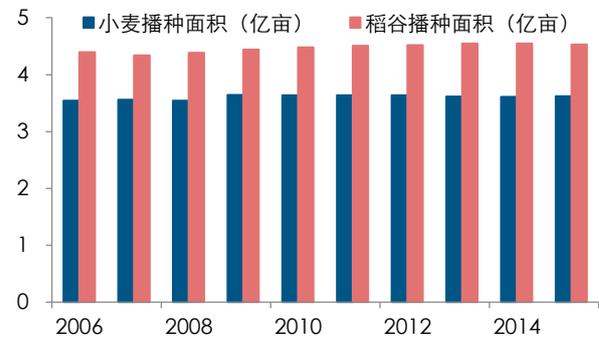
资料来源: wind, 长江证券研究所

图 17: 缓控释肥可用于小麦



资料来源: 公司资料, 长江证券研究所

图 18: 中国小麦和稻谷播种面积

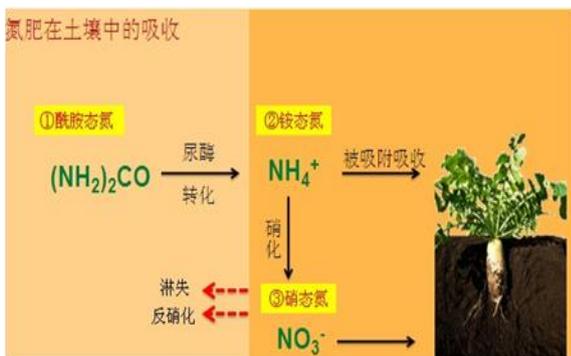


资料来源: wind, 长江证券研究所

硝基肥: 速效性肥料, 扬帆起航

硝基肥是一种含有氨态氮、硝态氮及磷、钾等元素的高浓度肥料, 具有肥效快、吸收率高、抗土壤板结的特点。相比尿素, 硝基肥中氮源——硝酸铵更容易为作物吸收, 损失更小。尿素中氮以酰胺形式存在, 施用后只有转化为硝态氮方能被作物吸收, 氮损失率高达 40%-50%。而硝酸铵中铵态氮、硝态氮各占一半, 施用时的氮的损失率仅为 10%左右。理论上, 中国有 7 亿亩耕地适合施用硝基肥, 如玉米、多数蔬菜、棉花、烟草、果树等多为偏好硝态氮的农作物。据测算, 国内农作物对硝基肥的需求量约为 3000 万吨。

图 19: 氮肥在土壤中的吸收机理



资料来源: 公司资料, 长江证券研究所

图 20: 硝基肥用于经济作物

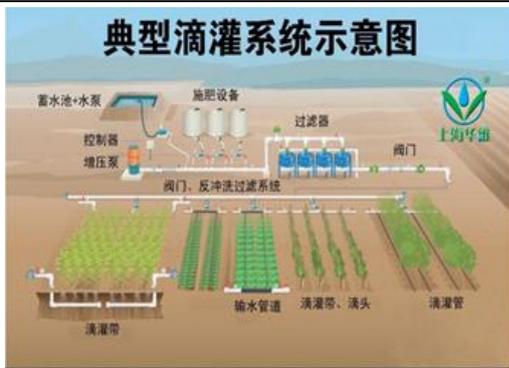


资料来源: 公司资料, 长江证券研究所

水溶肥：节水省工的速效肥，适合水肥一体化

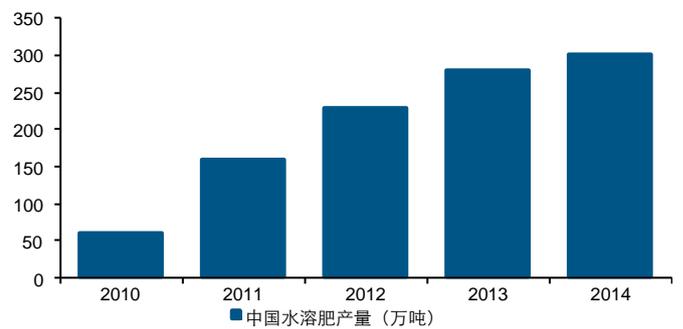
水溶肥是一种可以完全溶于水的多元复合肥料。它能迅速地溶解于水中，更容易被作物吸收，而且其吸收利用率相对较高，更为关键的是它可以应用于喷滴灌等设施农业，实现水肥一体化，达到节水省肥省工的效能，已被广泛应用于蔬菜、果树、草坪、花卉等领域。2010年-2014年国内水溶肥产量由60万吨增加至300万吨，年复合增速高达50%。未来，随着国家大力发展生态农业、节水农业，以及受益于显著增加的优质食品需求、农民采用新的农场管理技术，水肥一体化成为肥料发展的重要方向，需求空间巨大。

图 21：水溶肥适用于滴灌系统



资料来源：上海华维节水灌溉有限公司，长江证券研究所

图 22：中国水溶肥产量



资料来源：中国化肥信息中心，长江证券研究所

有机肥：蓬勃发展

有机肥是来源于植物或动物，施于土壤以提供植物营养为其主要功能的含碳物料。有机肥能为农作物提供全面营养，肥效长，可增加和更新土壤有机质，促进微生物繁殖，改善土壤的理化性质和生物活性，减少化肥使用带来的污染和土壤结块问题。

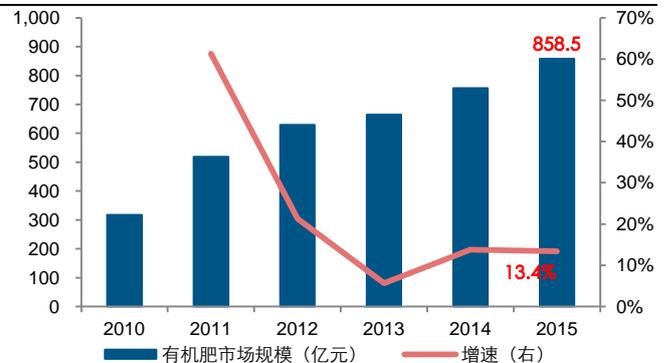
政策支持有机肥发展。国家对有机肥免征增值税。11月14日，农业部召开农业面源污染防治推进工作组第三次会议，研究部署2017年重点工作以及果菜茶有机肥替代化肥行动。据统计，2015年中国有机肥市场规模达858.5亿元，预计未来5年复合增速达10%。

图 23：有机肥料包装



资料来源：大智嘉禾，长江证券研究所

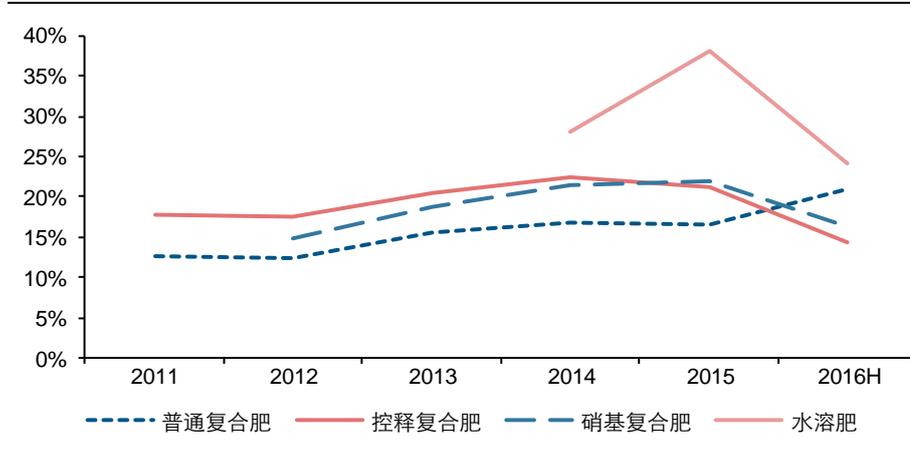
图 24：中国有机肥市场持续增长



资料来源：中投顾问 长江证券研究所

相比普通肥料，新型肥料盈利能力强。以第一大复合肥公司为例，2015 年公司新型肥料如水溶肥、硝基肥、控释肥销售毛利率均高于普通肥，尤其是水溶肥销售毛利率高达 38.1%，高于普通肥 21.5 个百分点，主要因为普通肥料同质化严重，竞争激烈。

图 25：第一大复合肥公司各产品销售毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

另外，集中在新三板的新型肥料企业表现出了极强的盈利能力。根据 2016 年上半年报，其中有余十家企业毛利率超过 35%，广西喷施宝的毛利率更是高达 77.23%，而传统磷复肥企业的毛利率艰难的维持在 20% 左右。这些企业以研发和生产绿色、高效、环保的新型肥料为主，主营产品涵盖微生物肥料、水溶性肥料、功能性肥料等新型肥料。

表 6：2016H 新三板新型肥料公司盈利能力情况

公司	营业收入(万元)	归属母公司股东净利润(万元)	毛利率	主营产品
喷施宝	887.4	-184.2	77.2%	有机水溶肥
漂效王	2049.0	266.3	56.3%	有机水溶肥、生物有机肥、微生物菌剂
泰谷生物	10184.2	1991.2	55.8%	生物有机肥料、水溶肥料、功能肥料等
合缘生物	4842.9	525.6	55.3%	专用肥、生物有机肥、微生物菌剂和新型肥料
三炬生物	786.5	-8.1	49.6%	生物有机肥、微生物菌剂
苏柯汉	1819.1	95.9	44.8%	霉菌制剂和生物肥料
澳坤生物	5098.8	977.0	44.5%	有机生物菌肥、生物有机肥、有机水溶肥
泰宝生物	1820.5	-106.8	43.7%	复合微生物肥、生物有机肥、有机水溶肥
沃土生物	1249.3	-208.0	38.2%	生物菌剂、堆肥设备
雷力生物	5692.0	-491.9	35.2%	海藻生物活性提取物、海藻生物有机复混肥、微生物菌剂

资料来源：wind，长江证券研究所

单质肥见底回升，复合肥涨价

复合肥主要通过氮肥、磷肥、钾肥等通过一定比例配制而成。复合肥定价采取成本加成模式，原材料价格波动对复合肥价格有一定影响。通常，单质肥价格下跌，复合肥价格跟跌，经销商往往不敢囤货，普遍保持低库存。当然，中小复合肥公司价格承受力差，低价格，盈利变薄甚至亏损，将被逐出市场，行业集中度提升。而如果单质肥跌价较多，一方面可能会对复合肥有个反替代作用，另一方面竞争激烈，复合肥龙头营销难度会加

大，吨盈利也可能受到不利影响。一般的，单质肥价格持稳或者缓和上涨，复合肥龙头企业最为有利。

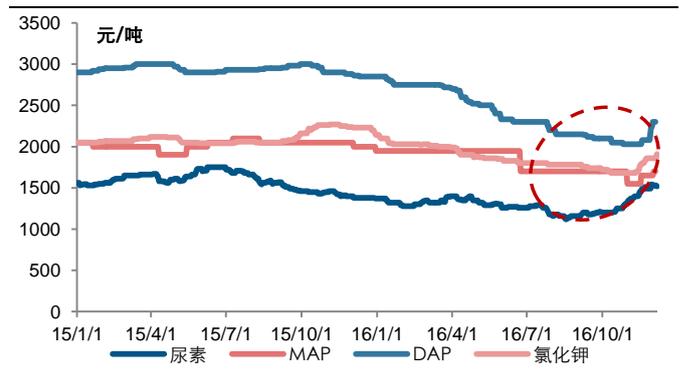
单质肥价格进入温和上涨阶段。2016 年前三季度，尿素、磷肥、钾肥价格同比大跌，加上征收增值税，复合肥行业也感觉到寒意，价格跟跌，部分龙头企业盈利有所下降。而 10 月份以来，在煤价、硫酸价格、运费上涨的带动下，同时前期价格低，行业开工率不高，库存低位，尿素、MAP 等价格迎来上涨。我们判断单质肥最差日子已经过去，行业进入温和复苏阶段，在去产能、补库存驱动下，价格有望继续温和上行。调研了解，成本支撑，复合肥价格开始调涨。原来经销商库存较低，逐步开始补库。

图 26: 尿素和 MAP 开工率低位



资料来源: 百川资讯, 长江证券研究所

图 27: 基础肥料价格反弹

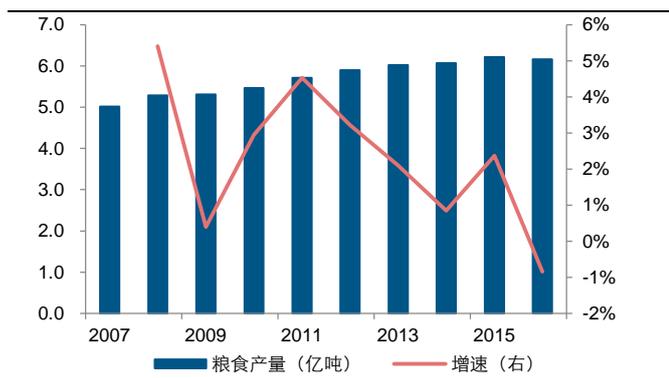


资料来源: 百川资讯, 长江证券研究所

农产品价格企稳向好，提升农民种植和施肥意愿

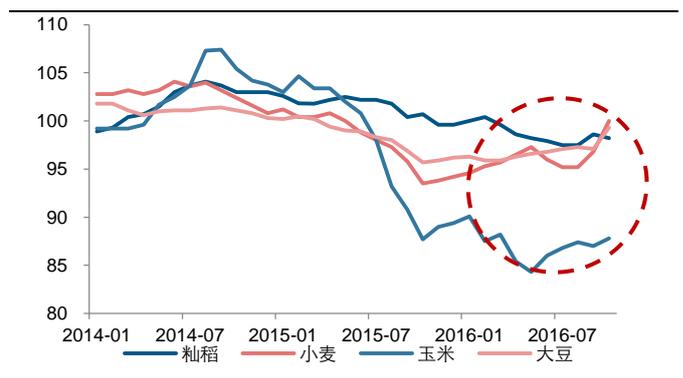
近两年来，全球农产品供给过剩，加上 2016 年国内取消了玉米等收储政策，推进农产品市场化定价，价格持续下跌，打击了农民种植热情，施肥意愿降低，预计 2016 年化肥施用量减少。而恰逢其时，转机悄然发生。2016 年国内农业种植结构调整，玉米等高产作物种植面积减少，粮食产量下降 0.8%，10 月以来农产品价格触底回升。

图 28: 中国粮食产量首次下降



资料来源: wind, 长江证券研究所

图 29: 中国农产品集贸市场价格指数走高



资料来源: wind, 长江证券研究所

农业改革箭在弦上。2016 年 12 月 9 日中央政治局会议定调 2017 年经济工作，首要提及农业供给侧改革，优化种植结构，推进土地产权改革，预计 2017 年粮食产量继续下降。按照长江证券农业组预测，预计 2017 年玉米等农产品价格有望上涨，利于稳定农民种植热情，提高施肥积极性。2017 年 1-2 月国家将出台中央一号文件，不出意外的

话，还将聚焦农业改革。农业改革，种植规模化集中，服务要求更高，复合肥龙头具有产品、品牌、渠道、服务等优势，更适应农业现代化改革，发展更快。

综之，长期来看，土地流转，种植规模化集中，农业走向现代化，经济作物种植面积增加，复合肥用量依然将会提升，尤其是新兴肥料具备不同功用，满足不同作物不同地区的差异化要求，发展前景更为美好。中期来看，复合肥行业利空出尽，原料端、需求端持稳向好，供给端也在优化，中小企业退出，集中度提升，行业有望迎来复苏。

公司竞争优势：创新之王，营销明星

技术优势：高端研发平台，强大研发实力

拥有高端研发平台。公司建立了完善的自主研发体系，拥有国家认定企业技术中心、国家缓控释肥工程技术研究中心和复合肥料国家工程研究中心、土壤肥料资源高效利用国家工程实验室、农业部植物营养与新型肥料创制重点实验室、博士后科研工作站等国家级高端研发平台。公司组建了实力雄厚的研发团队，参与制定了 9 项行业标准、国家标准；先后承担了国家科技支撑计划、国家星火计划等 30 余项国家级和省级重大科研项目，荣获国家科技进步二等奖 2 项、省部级科技进步一等奖 2 项，中国专利优秀奖 2 项，山东省专利一等奖 2 项，截至 2016 年上半年，公司拥有发明专利 196 项。

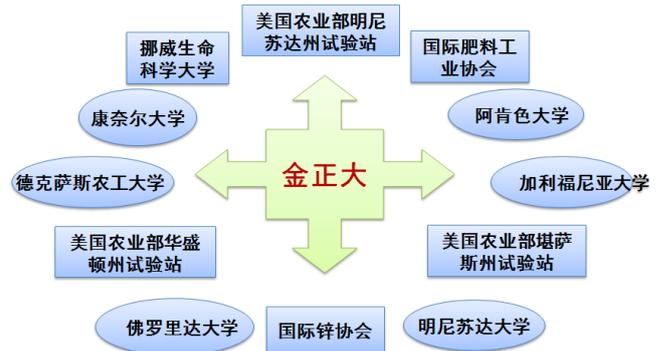
注重与其他研发机构的合作。公司先后与山东农业大学、中国农业大学、中国农业科学院、全国农业技术推广服务中心等 40 余家科研院校建立长期合作关系，并与佛罗里达大学、挪威生命科学大学等 7 所国外高校、美国农业部 3 个试验站等单位建立了长期合作关系，共同致力于新型肥料的研发与推广应用。

图 30：公司合作的国内外单位



资料来源：公司资料，长江证券研究所

图 31：公司积极进行国际化技术交流合作



资料来源：公司资料，长江证券研究所

产品优势：品种丰富，功能全面

产品结构国内领先。针对目前产品同质化现状，公司依靠技术创新，及时分析农化服务过程中收集的各地土壤、气候、作物需肥规律资料，灵活调节生产配方和生产工艺，生产出不同配方比例的专用复合肥、缓控释肥和硝基复合肥、水溶肥产品，实现普通复合肥、缓控释肥的升级换代。目前，公司可生产用于水稻、玉米、小麦等主要农作物以及蔬菜、果树等经济作物的 12 大类 100 余种专用复合肥、缓控释肥产品以及硝基复合肥、水溶性肥料，以满足不同地区、不同作物需求，达到平衡施肥和养分综合利用的最佳效果，其中“包膜控释肥”、“水稻专用控释肥”、“腐植酸包膜控释肥”被认定为国家重点新产品。

图 32：公司产品丰富



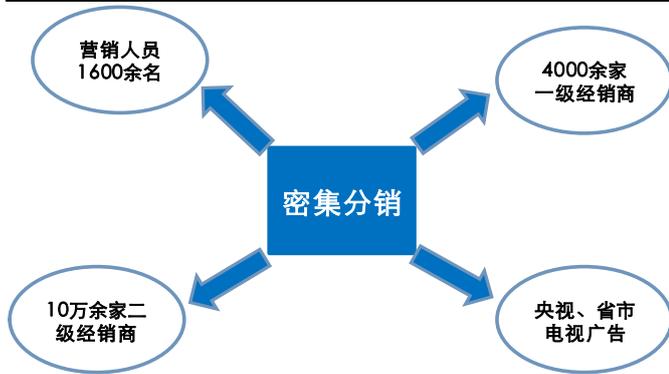
资料来源：公司资料，长江证券研究所

营销优势：深耕渠道，服务领先，品牌卓越

公司注重多元布局，深耕渠道，建立了业内领先的营销网络体系：

- **实施密集分销。**公司在重点销售市场达到人员密集、网点密集、宣传推广的密集。公司现有营销人员 1,600 余名，并具有 4,000 余家一级经销商，10 万余家二级经销商，并在央视及省市电视达到宣传推广的密集投放。
- **探索借网营销模式。**公司加强与中邮、新疆农资集团等密切合作，打造利益共同体，采取“借网营销”模式，开创了独特的营销和流通新模式。

图 33：公司采取密集分销策略



资料来源：公司资料，长江证券研究所

图 34：公司探索借网营销策略



资料来源：公司资料，长江证券研究所

公司坚持“服务领先”的指导思想。公司始终围绕一切为客户创造价值的服务理念，根据客户的不同需求，积极为客户提供全方位的服务，建立了业内领先的“农化知识传播体系、测土配方施肥服务体系、现场服务指导体系”的农化服务体系。公司建立了百家农化服务中心，定位于技术培训、测土配肥、专家咨询、农资销售展示等。公司建立了田间示范基地，注重提供技术服务，并组织种植大户、专家进行海外观摩和交流。

图 35: 公司的农化服务中心



资料来源: 公司资料, 长江证券研究所

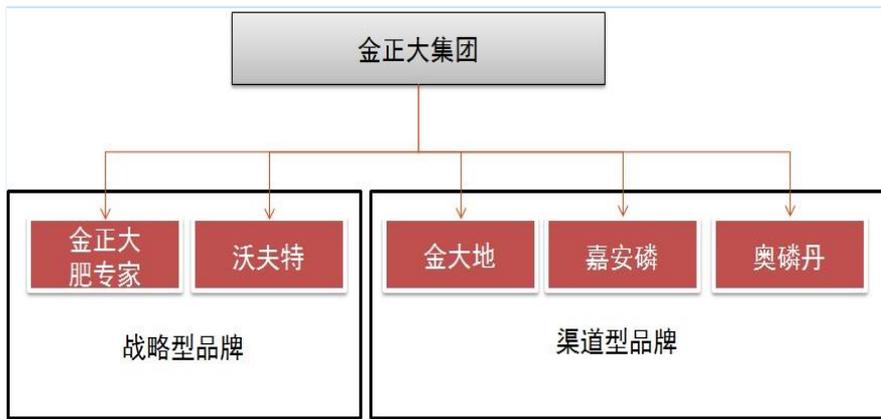
图 36: 公司的肥料示范基地



资料来源: 公司资料, 长江证券研究所

公司坚持“品牌兴企”的营销战略。公司高度重视产品质量和品牌培育，目前拥有“金大地”、“沃夫特”两大“中国驰名商标”。经过多年发展，“金大地”、“沃夫特”、“金正大肥专家”、“奥磷丹”、“嘉安磷”五大品牌已具有较高的品牌忠诚度和市场美誉度，其中“金正大肥专家”2015 年被评为山东省著名商标。高端产品品牌系列中“诺泰尔”品牌在 2015 年也取得了较高的品牌知名度；另外，公司推出了套餐肥系列品牌“套施宝”，经过一年的推广，其成为套餐肥时代的一个标志性品牌。

图 37: 公司品牌卓越



资料来源: 公司资料, 长江证券研究所

公司转型之道：深耕产业链，横纵向延伸

农业及服务空间大，综合服务要求高

农业及服务空间大，存在孕育伟大公司基础。农业产业链主要包括上游的农资制造与供应、中游的农业种植与生产和下游的农产品贸易及加工。农资制造与供应提供农业生产所需的各种农资产品，主要包括化肥、种子、农药、饲料、农机等，市场规模在 1 万亿元以上。农业种植与生产包括土地种植和畜牧业等，农产品贸易及加工包括下游农产品收储、贸易、深加工等，分别对应 10 万亿元左右和 2-3 万亿元的市场规模，具有广阔空间。

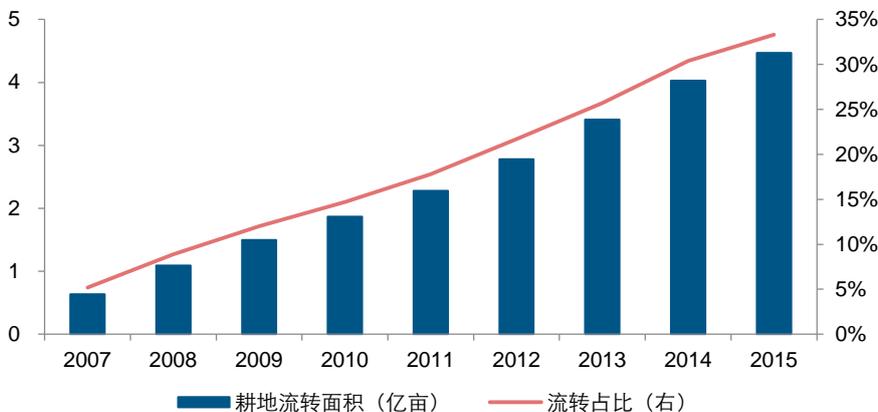
图 38：农业产业链及市场容量



资料来源：公司资料，长江证券研究所

土地流转面积快速增长。在政策支持和市场需要的共同作用下，近几年中国土地承包经营权流转面积快速增长，2007 年约为 6,372 万亩，仅占家庭承包耕地总面积的 5.2%。到 2015 年底，土地流转面积快速增长到 4.47 亿亩，增长到 2007 年的 7 倍左右，占家庭承包耕地总面积的比例也迅速提高到 33.3%。截至 2016 年 6 月底，全国承包耕地流转面积达到 4.6 亿亩，超过承包耕地总面积的 1/3，在一些东部沿海地区，流转比例已经超过 1/2。

图 39：中国土地流转面积快速增长

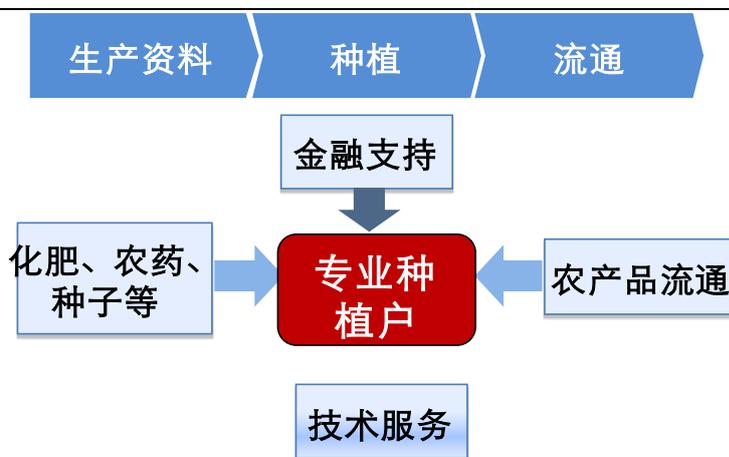


资料来源：农业部，长江证券研究所

专业种植户成为产业链条的核心资源。随着农村劳动力大量转移和土地流转面积快速增长，新型农业经营主体不断涌现，土地流转和适度规模经营发展已成为我国农业发展新趋势。据农业部数据，截至 2016 年 6 月底，全国经营耕地面积在 50 亩以上的规模经营农户超过 350 万户，经营耕地面积超过 3.5 亿多亩。家庭农场、农民合作社、农业产业化龙头企业等新型主体数量已经超过 270 万家。

新农人对农业综合服务的需求越来越迫切。随着土地流入种植大户、专业合作社等新型农业经营主体，种植业集约化程度持续提升。相比普通农户，专业种植户对化肥企业的农业深度服务能力也提出了更高要求；因其规模化、标准化的生产特点，更希望拥有多元化的产品、定制化的服务及专业化的指导。

图 40：新农人对农业服务提出综合要求

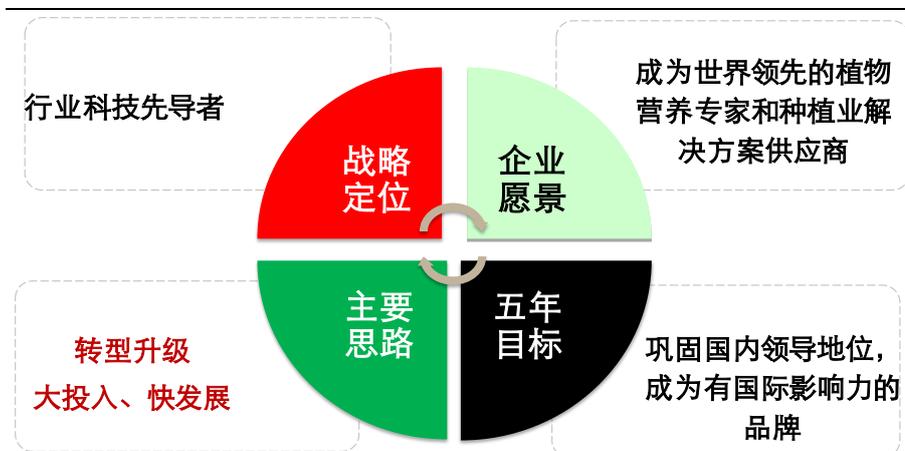


资料来源：CNKI，长江证券研究所

公司横纵向发力，注重全球化整合

公司志在成为“世界领先的植物营养专家和种植业解决方案提供商”。公司以复合肥为主业深耕多年，有意在此基础上，进一步成长为世界领先的综合性农资服务商，希望实现转型升级，加速公司发展。

图 41：公司发展规划

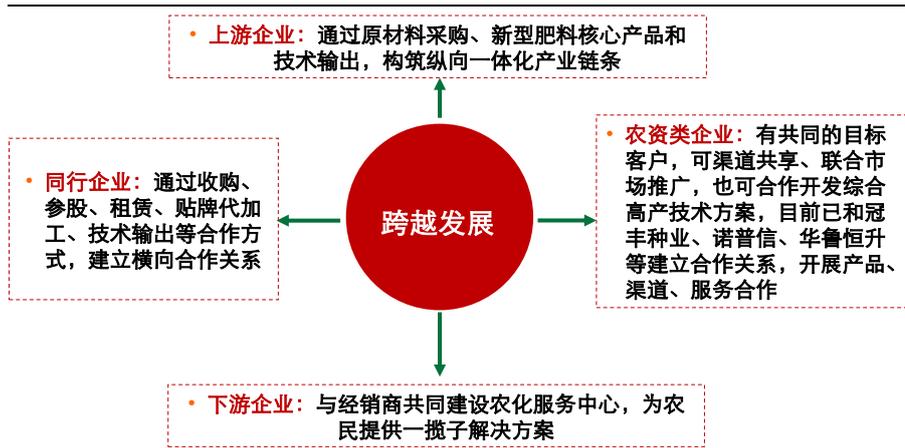


资料来源：公司资料，长江证券研究所

注重内生增长，走差异化发展道路。公司专注于复合肥、缓控释肥、水溶肥、生物肥、增值尿素、增值磷铵等经营，在复合肥市场竞争激烈的背景下，公司以创新为魂，注重走差异化发展道路。公司在贵州和临沭年产 20 万吨、10 万吨的水溶肥项目顺利投产，奠定了在水溶肥行业领头羊地位；新开发了植物油包膜控释肥、稳定性肥料、硅钙钾镁肥等新型肥料，实现了聚天冬氨酸、黄腐酸钾等肥料增效剂规模化生产；成功推出套餐肥并引起轰动，进一步巩固了在新型肥料领域的领导地位。

外延发力，横纵向整合。公司向上游企业进行技术和品牌输出，降低公司投资成本和运营成本；加强渠道创新与合作，与经销商共同建设农化服务中心，与各类涉农企业、农业合作社等结成联盟，构建纵向一体化产业链条。复合肥产业由数量型增长模式向质量型增长模式的转变已不可逆转，业内整合是未来的发展方向，公司将通过收购、参股、租赁、贴牌代加工、技术输出等合作方式，建立横向合作关系。农机、肥料、农药、种子等农资企业的交集越来越多，公司目前已和冠丰种业、诺普信、华鲁恒升等建立合作关系，开展产品、渠道、服务合作，未来将适时组建产业发展基金，开展跨界融合，适时适度介入种子、农药、农机具、农业服务等领域。

图 42：公司外延发展策略



资料来源：公司资料，长江证券研究所

全球化整合，为我所用。公司今年进行了多起国际化并购，标的涉及西班牙 A. Navarro, S.A、德国 Compo 公司、荷兰 EKOMPANY AGRO B.V.资产、以色列艾森贝克，借此引进先进的技术、管理经验、服务模式和优异的产品，并加速全球化基地布局和销售渠道铺开。公司积极推动中国与世界农业的交流，聚焦中以两国农业合作项目，多次赴以色列助力节水农业技术在“一带一路”绚丽绽放；携手巴斯夫开展战略合作，推进氮肥高效利用；举办国际环境保护与农业发展研讨班、俄罗斯现代农业考察之旅等国际交流活动，开扩公司的国际化视角，加速公司国际化建设进程。

表 7: 公司国际化并购事件及影响

时间	并购标的	股权比例	主营业务	并购影响
2016年9月	西班牙A. Navarro, S.A	70%	从事肥料、植保产品、杀虫剂等生产和销售和服务	技术、产品和市场协同, 快速获取了当地生产、销售渠道和客户资源
2016年6月	德国 Compo 公司	100%	生产和销售从盆栽土、肥料、草坪种子以及植物护理和植物保护产品在内的家用和园艺产品	引进康朴技术、品牌和经验; 引进家庭园艺和植保产品, 抢占国内家庭园艺市场; 完善全球基地布局, 促进农资全球化销售
2016年2月	荷兰 EKOMPANY AGRO B.V.资产		从事包膜缓控释肥、掺混控释肥的生产和销售	嫁接双方的技术、服务, 快速获得了欧洲最大的缓控释肥生产基地, 快速进入欧洲市场
2016年上半年	以色列艾森贝克	参股	主要针对EnviroDome系列温室和光伏农业一体化温室, 提供集设计、建造、运营为一体的一站式服务	在新型肥料方面与对方经济作物种植全套标准化操作流程与管理体系完美结合, 促进公司肥料销售

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

全资收购康朴园艺业务值得重点关注。公司 2016 年 3 月底与康朴 (Compo) 公司签订协议, 出资不超过 1.16 亿欧元收购康朴园艺业务, 并于 6 月 30 日完成交割, 持有康朴旗下 24 家从事家用园艺业务公司 100% 的股权。此次收购是公司国际化战略的重要一步, 未来公司将把康朴家庭园艺和植保产品的技术、产品、服务、营销经验引进中国, 利用其品牌影响力, 服务于中国巨大的家庭园艺市场, 促进公司在中国家庭园艺市场的开发, 抢占新的市场制高点。公司借助此次大手笔收购, 积累了海外并购和跨国管理经验, 国际化扩张更加游刃有余, 并成功切入复合肥主业之外的新业务, 有利于促进公司尽早成为“世界领先的植物营养专家和种植业解决方案提供商”。

图 43: 康朴公司家庭园艺类产品



资料来源: 公司资料, 长江证券研究所

投资建议：上调至“买入”评级

农业正走向现代化，农资类企业呈融合创新趋势。公司作为复合肥龙头企业，持续升级经营程式，启动多方创新，积极进行国际化，有望成为世界领先的综合性农资服务商，铸就新的成长。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元、0.55 元，2017 年 PE 为 16.6 倍，估值较低，上调评级至“买入”。

风险提示：

市场开发风险；项目进度风险；产业整合风险。

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	17748	19626	23535	26575
增长率(%)	31%	11%	20%	13%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1112.0	1174.4	1480.9	1724.3
增长率(%)	28%	6%	26%	16%
每股收益(元)	0.354	0.374	0.472	0.549
净资产收益率 (%)	13.8%	13.0%	14.4%	14.7%
每股经营现金流 (元)	0.72			

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	17748	19626	23535	26575	货币资金	1969	3232	4945	6824
营业成本	14896	16837	19905	22367	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2852	2789	3630	4208	应收账款	484	319	200	227
%营业收入	16.1%	14.2%	15.4%	15.8%	存货	1515	1591	1881	2113
营业税金及附加	6	7	8	10	预付账款	1410	1594	1885	2118
%营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	214	201	268	310
销售费用	833	794	1046	1181	流动资产合计	5795	7159	9445	11891
%营业收入	4.7%	4.0%	4.4%	4.4%	可供出售金融资产	73	73	73	73
管理费用	725	664	902	1072	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.1%	3.4%	3.8%	4.0%	长期股权投资	484	484	484	484
财务费用	-17	-17	-40	-62	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	4625	4316	3936	3470
资产减值损失	20	-8	-5	1	无形资产	391	351	316	285
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	12	12	12	12
投资收益	-1	0	0	0	递延所得税资产	27	0	0	0
营业利润	1284	1348	1719	2006	其他非流动资产	338	338	338	338
%营业收入	7.2%	6.9%	7.3%	7.5%	资产总计	11746	12734	14605	16554
营业外收支	25	35	25	25	短期贷款	298	0	0	0
利润总额	1309	1383	1744	2031	应付款项	1355	1532	1811	2035
%营业收入	7.4%	7.0%	7.4%	7.6%	预收账款	1042	1152	1382	1560
所得税费用	198	209	263	307	应付职工薪酬	139	157	185	208
净利润	1112	1174	1481	1724	应交税费	29	31	39	46
归属于母公司所有者的净利润	1112.0	1174.4	1480.9	1724.3	其他流动负债	307	341	408	459
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	3170	3214	3825	4309
EPS (元/股)	0.35	0.37	0.47	0.55	长期借款	295	245	245	245
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2015A	2016E	2017E	2018E	递延所得税负债	3	0	0	0
经营活动现金流净额	2255	1966	2083	2208	其他非流动负债	154	154	154	154
取得投资收益	7	0	0	0	负债合计	3622	3613	4224	4708
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	8034	9032	10291	11756
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	90	90	90	90
固定资产投资	-605	-196	-188	-133	股东权益	8124	9122	10380	11846
其他	-394	0	0	0	负债及股东权益	11746	12734	14605	16554
投资活动现金流净额	-998	-196	-188	-133	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	2015A	2016E	2017E	2018E
股权融资	20	0	0	0	BVPS	0.354	0.374	0.472	0.549
银行贷款增加 (减少)	-898	-348	0	0	PE	5.12	5.76	3.28	3.75
筹资成本	185	-160	-182	-197	PEG	21.99	20.82	16.51	14.18
其他	-403	0	0	0	PB	1.40	1.32	1.05	0.90
筹资活动现金流净额	-1096	-507	-182	-197	PB	1.52	1.35	2.38	2.08
现金净流量	160	1262	1713	1879	EV/EBITDA	14.56	11.44	8.65	6.94
					ROE	13.8%	13.0%	14.4%	14.7%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。