

# 通威股份 (600438.SH) 饲料行业

评级：增持 首次覆盖

公司研究

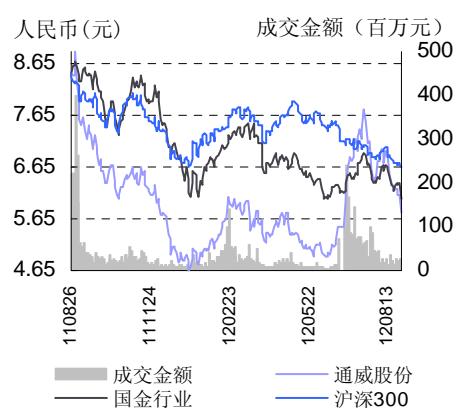
市价（人民币）：5.75元

## 收入反转明显，盈利逐步改善

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	687.52
总市值(百万元)	39.53
年内股价最高最低(元)	8.87/4.65
沪深 300 指数	2275.68
上证指数	2092.10



### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.234	0.122	0.240	0.304	0.432
每股净资产(元)	1.98	2.07	2.36	2.67	3.10
每股经营性现金流(元)	0.29	0.44	0.41	0.44	0.59
市盈率(倍)	39.25	40.98	25.72	20.27	14.28
行业优化市盈率(倍)	59.45	21.88	8.59	8.59	8.59
净利润增长率(%)	9.67%	-47.94%	97.06%	26.88%	41.90%
净资产收益率(%)	11.83%	5.89%	10.15%	11.41%	13.93%
总股本(百万股)	687.52	687.52	687.52	687.52	687.52

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **水产饲料行业有望全年景气。**淡水鱼价格上半年同比增长 15%以上，鱼肉价格与猪肉价格相关性较低，水产饲料有望走出独立行情。
- **公司二十多年积累了高性价比的产品优势，以及成熟的品牌和渠道资源。**
  - 产品质量过硬，性价比高，结合公司研发的养殖模式使养殖户盈利高。
  - 公司开发了完善的销售渠道，并在西南、华东地区根基牢固市占率高。
- **公司经过两年多的经营改善，收入反转概率确定，盈利逐步提升。**
  - 在业务推广上，董事长亲自挂帅，战略上重视饲料业务及其营销推广；基层大力开展养殖研讨会，重拾服务体系，主推优势产品。
  - 在企业内部方面，2010 年严虎担任总经理后，提高运营效率，精简审批流程，将管理重心下移，并提升了中低层员工的薪酬激励水平。
  - 从业绩来看，公司 2011 年饲料销量同比增长 21%。2012 年 1 季度公司收入增长 31.6%，1 季度预收款增速高达 80%，净利率虽为 -4.55% 但同比仍提高了 0.54%。未来在管理费用方面仍有较大的提升空间。
- **公司食品业务已建立了成型的养殖模式和优质的产品，前景看好。目前正积极改善销售与盈利水平。我们认为未来三年食品业务将逐步减亏。**

### 投资建议

- 我们预测 2011-2013 年主营收入分别为 157、198 及 241 亿元，同比增长 35.7%、26.0% 和 21.6%。未来三年 EPS 分别为 0.24、0.30 和 0.42 元，净利润同比增长 97.1%、26.9% 和 41.9%。若增发完成后摊薄 EPS 分别为 0.20、0.25 和 0.36 元。
- A 股目前主要饲料类上市公司平均估值水平为  $21 \times 12PE$ ，结合公司的反转，我们给予公司  $21-26 \times 13PE$  的估值水平，目标价 6.4-7.9 元，首次给予“增持”的投资评级。

### 风险

- **洪涝或干旱灾害导致水产饲料不景气的风险。玉米、豆粕、鱼粉等原料成本快速上涨风险。**

虞秀兰 分析师 SAC 执业编号：S1130512050001  
 (8621)61038294  
 yuxl@gjzq.com.cn

## 内容目录

<b>盈利预测 .....</b>	<b>3</b>
盈利预测：2012-2014年EPS为0.24、0.30和0.42元 .....	3
估值与投资建议：目标价6.4-7.9元，建议增持 .....	4
<b>公司：历史悠久的水产饲料龙头 .....</b>	<b>5</b>
<b>行业：淡水鱼高价推动水产饲料全年景气 .....</b>	<b>6</b>
鱼价高涨，水产饲料有望全年景气 .....	6
水产饲料及辅助生产资料规模测算 .....	6
寡头竞争格局加速集中度提升 .....	7
<b>核心优势：产品质量优，性价比高 .....</b>	<b>8</b>
产品优势：注重研发，品质稳定 .....	8
营销特色：高性价比+产业链服务营销 .....	9
<b>公司经营拐点：收入反转明显，盈利逐步改善 .....</b>	<b>10</b>
战略层面：重视营销，提升运营效率 .....	10
经营变化：强调营销，提高基层积极性 .....	11
改善效果：收入增长明显，盈利逐步提升 .....	12
与湖南九鼎合作：品牌与产能协同效应 .....	13
与海大对比：费用率仍有进一步改善空间 .....	14
<b>生态食品加工：长期看好，逐年减亏 .....</b>	<b>15</b>
<b>未来增长：销量持续增长，盈利结构改善 .....</b>	<b>16</b>
<b>风险提示 .....</b>	<b>17</b>
<b>附录1：淡水鱼养殖费用明细 .....</b>	<b>18</b>
<b>附录2：三张报表预测摘要 .....</b>	<b>19</b>

## 盈利预测

**盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 0.24、0.30 和 0.42 元**

■ **关键假设：**

- 公司饲料整体产能 2012-2014 年分别为 850、1000、1200 万吨。
- 公司水产饲料 2012-14 年销量增速分别为 35%、20%、15%，达到 222、266 和 306 万吨。
- 食品板块未来逐年减亏，2012-14 年亏损分别为 7000、5500、4000 万元。

■ **我们与市场不一样的观点：**

- 水产饲料全年景气，公司上半年景气大概率意味着全年较高增速。
- 公司饲料毛利率由 2011 年的 7.6% 提升至 2012 年的 8.3%，来自于原材料采购更精准、产品提价以及禽料占比降低。豆粕及玉米涨价对水产饲料的毛利率压力相对较小。
- 食品业务减亏进程循序渐进，我们认为未来 3 年内这部分业务不能快速达到盈亏平衡。2012 年由于猪价回落及罗非鱼国际价格不景气，减亏力度我们相对保守。

■ **主营产品预测：公司 2012 年增长主要来自于水产饲料销量增长及毛利率提升。**

- 公司 2012 年水产饲料预计增长 35%，毛利率由 10% 提升至 10.5%。
- 公司猪饲料在 2012 年毛利率也将由去年的 6.0% 提升至 6.5%。

■ **盈利预测：2012-2014 年 EPS 分别为 0.24、0.30 和 0.42 元。**

- 我们预测 2011-2013 年主营收入分别为 157、198 及 241 亿元，同比增长 35.7%、26.0% 和 21.6%。
- 预测未来三年净利润分别为 1.65、2.10 和 2.97 百万元，同比增长 97.1%、26.9% 和 41.9%。
- 我们用吨净利的方式进行了另外一个角度的估算，测算结果类似。

**图表1：饲料企业按吨净利估算**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水产饲料销量（万吨）	148	138	164	222	266	306
水产饲料单吨净利（元）	66	75	70	77	72	76
猪饲料销量（万吨）	45	53	65	85	110	138
猪饲料单吨净利（元）	35	40	35	36	36	38
禽饲料销量（万吨）	102	86	105	119	142	164
禽饲料单吨净利（元）	12	12	12	12	12	12
食品净利润（百万元）	-55	-60	-75	-70	-55	-40
投资收益	2	72	1	2	2	2
其他净利润（百万元）	77	13	10	5	5	5
估算净利润（百万元）	150	160	87	153	201	272
实际净利润（百万元）	147	161	84			
EPS				0.22	0.29	0.40

来源：国金证券研究所。历史数据也均为估算拟合所得。

图表2：主营业务盈利预测

水产饲料	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
平均售价(元/吨)	2,800	3,360	3,259	3,585	3,621	3,983	4,182	4,391
增长率( YOY )		20%	-3%	10%	1%	10%	5%	5%
销售数量(万吨)	121	130	148	138	164	222	266	306
增长率( YOY )		7%	14%	-7%	19%	35%	20%	15%
销售收入(百万元)	3388	4359	4836	4946	5944	8827	11122	13430
增长率( YOY )		29%	11%	2%	20%	49%	26%	21%
毛利率	11.0%	10.5%	12.0%	12.0%	10.0%	10.5%	10.0%	10.0%
毛利润	373	458	580	594	594	927	1112	1343
猪饲料								
平均售价(元/吨)	2,500	2,950	2,862	3,233	3,266	3,429	3,601	3,781
增长率( YOY )		18%	-3%	13%	1%	5%	5%	5%
销售数量(万吨)	36.0	34	45	53	65	85	110	138
增长率( YOY )		-4%	31%	16.7%	23.6%	30%	30%	25%
销售收入(百万元)	900	1017	1296	1709	2134	2913	3977	5219
增长率( YOY )		13%	27%	32%	25%	37%	37%	31%
毛利率	7.0%	6.5%	7.5%	7.5%	6.0%	6.5%	6.7%	6.7%
毛利润	63	66	97	128	128	189	266	350
禽料								
平均售价(元/吨)	1,986	2,324	2,232	2,416	2,438	2,511	2,586	2,664
增长率( YOY )		17%	-4%	8%	1%	3%	3%	3%
销售数量(万吨)	110	118	102	86	105	119	142	164
增长率( YOY )		8%	-14%	-16%	23%	13%	20%	15%
销售收入(百万元)	2178	2750	2281	2069	2560	2979	3682	4362
增长率( YOY )		26%	6%	-9%	24%	16%	24%	18%
毛利率	4.5%	4.3%	4.7%	4.3%	3.2%	3.5%	3.6%	3.6%
毛利润	98	119	107	90	83	104	133	157
饲料总收入(百万)	6466	8126	8413	8724	10638	14719	18781	23011
增长率( YOY )		26%	4%	4%	22%	38%	28%	23%
饲料总销量(万吨)	267	283	296	276	335	425	519	608
增长率( YOY )		6%	5%	-7%	21%	27%	22%	17%
饲料毛利率	8.3%	7.9%	9.3%	9.3%	7.6%	8.3%	8.0%	8.0%
食品								
销售收入(百万元)	180	1110	679	776	896	940.5	987.5	1036.9
增长率( YOY )		517%	-39%	14%	15%	5%	5%	5%
毛利率	2.0%	3.2%	0.6%	2.5%	1.9%	0.5%	3.0%	5.0%
毛利润	4	36	4	19	17	5	30	52
其他								
销售收入(百万元)	104	1066	1286	121	67	88	79	87
增长率( YOY )		927%	21%	-89%	-95%	30%	-10%	10%
毛利率	26.3%	20.7%	13.3%	18.8%	42.4%	50.0%	50.0%	50.0%
毛利润	27	221	171	23	29	44	39	43

来源：国金证券研究所

### 估值与投资建议：目标价 6.4-7.9 元，建议增持

■ A 股目前主要饲料类上市公司平均估值水平为  $22 \times 12PE$ ，结合公司的反转，我们给予公司  $21-26 \times 13PE$  的估值水平，目标价 6.4-7.9 元，首次给予“增持”的投资评级。

图表3：朝阳永续8月21日一致预期估值

	代码	股价	2012EPS	2013EPS	2014EPS	2012PE	2013PE	2014PE
大北农	002385	20.1	0.87	1.17	1.53	23	17	13
海大集团	002311	17.3	0.79	1.05	1.47	22	16	12
唐人神	002567	13.1	0.61	0.80	1.03	21	16	13
金新农	002548	12.5	0.63	0.78	0.81	20	16	15
平均						22	17	13

来源：朝阳永续、国金证券研究所

## 公司：历史悠久的水产饲料龙头

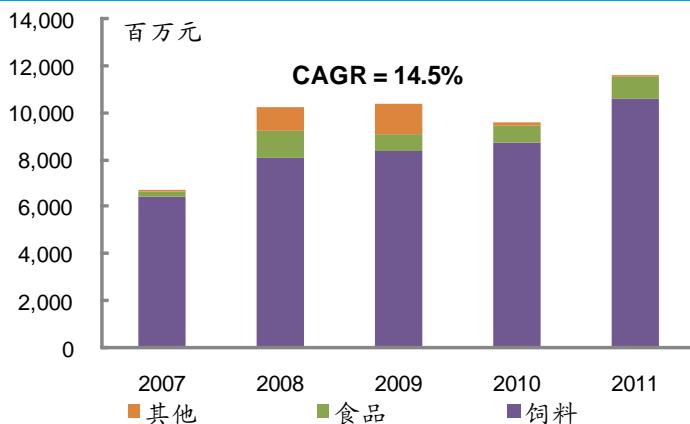
- 公司自1992年起在四川成都主营水产饲料，1998-2011年在水产饲料行业连续十几年蝉联第一。2011年饲料销量334.51万吨，其中水产饲料164.16万吨，畜禽饲料170.35万吨，其中猪饲料估计超过60万吨。2011年公司饲料业务分别占总收入、总毛利的91.7%和94.7%。
- 此外公司还经营动物养殖及加工，包括“通威鱼”、“电脑猪”等。2011年该部分业务收入8.96亿元，但毛利率仅在2%左右。2010年，股份公司已退出多晶硅业务挪至集团。
- 公司控股股东为通威集团，其中董事长刘汉元、管亚梅夫妇分别占集团80%和20%股份。

图表4：通威公司发展历程

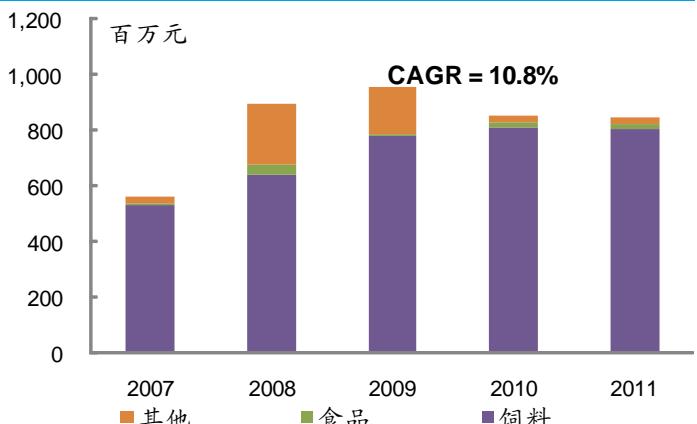
1992	通威集团正式成立
1995	被评为“中国十大名牌饲料”
1998	通威800免费服务电话启用
2000	成立第一家IT子公司成都新锐
2004	通威股份(600438)在上交所成功上市
2005	扬州、合肥、茂名等地子公司开建
2006	首批通威鱼电脑查询系统正式在成都上市
2007	投资四川永祥多晶硅
2008	美鮰鱼产品正式进军国内市场
2009	生猪信息化试点工程落户
2010	水产食品、金卡猪荣膺四川最具影响力食品品牌； 股份公司退出多晶硅业务
2011	重拾饲料主业，饲料销量同比增长21%

来源：国金证券研究所

图表5：2011年公司饲料业务占总收入之比约为91.7%



图表6：2011年公司饲料业务占总毛利之比约为94.7%



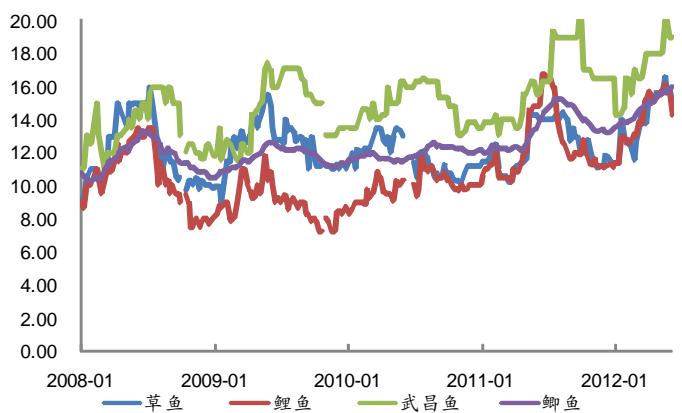
来源：公司公告、国金证券研究所

## 行业：淡水鱼高价推动水产饲料全年景气

### 鱼价高涨，水产饲料有望全年景气

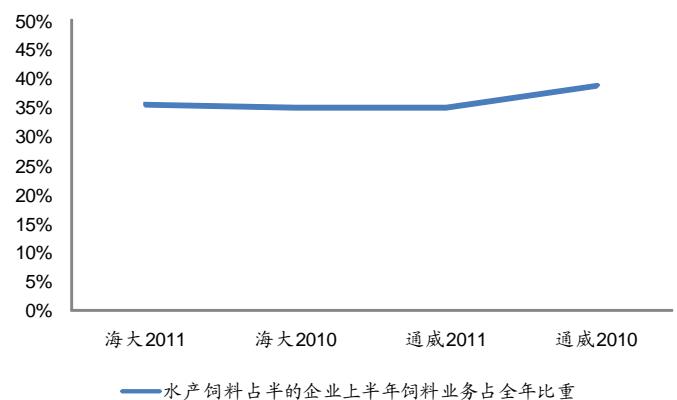
- 我们判断 2012 年水产饲料全年景气，走出独立于畜禽饲料的行情。
  - 今年淡水鱼价格高企，上半年同比增长 15%以上，带来养殖户的积极性较高。且养鱼全年通常只养一季，因此全年景气为大概率事件。
  - 鱼肉价格与猪肉相关性较弱，年初投苗年末捕捞有望走出独立行情。
  - 海大与通威饲料销量约一半来自于水产饲料。从 2010 和 2011 年情况来看，上半年饲料收入占全年约 40%。

图表7：今年常见淡水鱼肉价格同比上涨约 18%



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表8：成长型水产饲料企业上半年收入约占全年 40%



## 水产饲料及辅助生产资料规模测算

- 目前水产饲料覆盖率约 39%，随着淡水产品消费高速增长，空间较大。
  - 2011 年我国淡水养殖产量 2471 万吨，过去十年复合增速为 6.03%，高于畜禽肉 2-3% 增速。随着消费升级，淡水养殖仍将继续高速增长。

- 2011 年我国水产饲料约 1540 万吨，过去五年复合增速约为 6.83%。若以 1.6:1 的饵料系数计算，淡水饲料需求量为 3954 万吨，目前覆盖率约 39%，未来有望翻番。
- 我们测算5年后水产饲料利润规模约16亿元，水产养殖生产资料利润的规模理论值约为48亿元。
  - 假设水产饲料维持现有增速，5 年后年销量约 2143 万吨。以每吨水产饲料净利润 75 元计算，利润规模约 16 亿元。
  - 假设每亩水面苗种成本、微生态制剂成本共 1200 元（两者净利率 20%，共用饲料渠道销售费用率较低），利润规模约 32 亿元。
  - 从另一个角度测算：2011 年淡水养殖产值 3719.67 亿元，假设生产资料成本占 60%，净利率 2%，则净利润规模约为 30 亿元。

图表9：淡水养殖情况及未来规模测算

	年出栏量	近十年复合增速	规模化养殖比例	料肉比	理论饲料空间	实际产量(万吨)	覆盖率	五年内年增速 E	五年后利润规模E(亿元)
水产	淡水2471万吨	5.5%	目前主要以10-100亩为主	1.6:1	3954	1540	39%	6.5%	16

来源：国金证券研究所

### 寡头竞争格局加速集中度提升

- 水产饲料的技术壁垒决定了其寡头竞争格局。
  - 水产饲料加工具有壁垒。水产饲料必须制成颗粒状。水产饲料在耐水性、原料粉碎粒度及混合均匀度等工艺方面均有一定的壁垒。
  - 水产养殖技术具有壁垒。由于水产养殖的可控性较弱，养殖户在水质、种苗、用药等方面积累不足。而饲料企业擅长研发和养殖辅导。
- 寡头竞争格局进一步确立，集中度加速提升。我们判断25%市占率将成为单个龙头的瓶颈。
  - 目前海大和通威成为水产饲料行业两大龙头，在水产饲料领域市场占有率分别约 10%。我们认为其市场份额将通过技术服务的方式继续提升，形成寡头竞争的格局。而恒兴与粤海分别为虾料和海水料龙头。
  - 我们认为单个公司市占率达到 25%将成为一个瓶颈，即其水产饲料规模 500 万吨左右。

图表10：水产饲料四大巨头

	技术	采购	饲料子 公司数	销售、服务	管理、文化	产能与产量	其他
通威 股份	拥有技术 创新机制	正完善中心平 台建设，有套 保	>40	销售人员比例低 于海大，开始注重 服务	拥有一定的激励机制	产能约600万吨，水 产饲料产量约160万吨	1995年成立；董事长 及亲属间接控股，已 退出新能源业务
海大 集团	水产预混 料领先	专业团队，有 套保	>40	引领基于技术的 服务体系；基层 业务员考核七成 来自服务	以服务为宗旨、为用户 创造价值；正实施121 名高管股权激励	产能约600万吨，水 产饲料产量约160万吨	2004年成立；已开发 鱼虾苗，微生物制剂
广东 恒兴	虾料领先	-	约10	在虾料方面，提 供养殖标准，提 供养殖技术服务	注重人才培养和轮岗培 训；以业绩来衡量和激 励员工	虾料产量约30万吨	1998年起，形成“种苗- 饲料-水产养殖-加工- 国内外贸易”产业链
粤海	海水料、 对虾料	-	约10	出版技术刊物， 构建网上技术服务平 台	为职工创造良好环境	饲料产能约40万吨	擅长对虾苗种

来源：公开资料、国金证券研究所

## 核心优势：产品质量优，性价比高

### 产品优势：注重研发，品质稳定

#### ■ 研发实力雄厚，产品品种齐全。

- 拥有水产研究所、检测中心、动物保健研究所、畜禽研究所等七大核心研发团队。以及在全国各地多家合作试验基地。
- 有淡水颗粒和膨化饲料 100 多个品种，形成了以通威为核心品牌，涵盖通力、海一、巴大等知名品牌的产品系列。
- 在全国建立了 18 个微生物实验室，进行常规鱼病监测和对突发病例进行病原分离和敏感药物筛选，科学选择和合理用药。

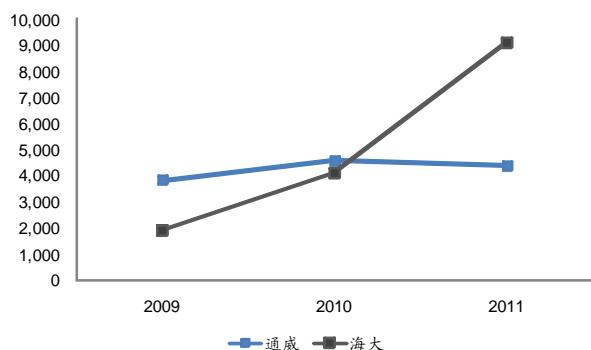
#### ■ 质量控制过硬，产品饵料系数低。

- 质量控制方面执行“一票否决制”，近年来在水平在有效性、及时性上，质量改进的手段、方法上有质的飞跃。早在 1997 年，饲料行业全国首家通过 ISO9002 质量认证体系。
- 高端饲料的饲料系数 0.6-0.8，达到世界先进水平。中端饲料的饲料系数普遍 1.3-2.0。在原料配比、加工工艺方面均有优势。根据各地养户反馈，具有饵料系数低、鱼不易生病、鱼的体型好、耐运输等优势。

#### ■ 科学养殖模式推广为公司重点。

- 水产研究所主编的《通威科学养鱼模式》，推出了针对鲤鱼的“3070 模式”，鲫鱼的“12530 模式”，草鱼的“5218 模式”，罗非鱼的“1+1”模式等，提出和推广应用“一池水养一池鱼”、“养好一塘鱼，调好一池水、护好一根肠”等前瞻性技术。
- 通威万户项目，通过“好的产品+好的饲养与管理模式=好的效果”反季节养鱼（每年 7-8 月清塘，随之放当年自育苗种，错开当地出鱼高峰季节，而一般用户 10 月份清塘），纯利润达 4000 元/亩以上。
- 此外，拥有三个禽畜研究试验基地，包括500头基础母猪生产线的生猪试验基地和20000羽肉鸭、10000羽肉鸡存栏规模生产线的家禽试验基地。

图表11：公司研发费用相对较高平稳增长



来源：公司公告、国金证券研究所

图表12：公司员工结构对比

	通威	海大
管理人员	1,616	16%
生产人员	5,026	51%
研发技术人员	382	4%
销售人员	2,516	26%
财务人员	306	3%
总计	9,846	6,424

### 营销特色：高性价比+产业链服务营销

#### ■ 饲料卖点：最优性价比。

- 公司一直以用户利益为重，饲料性价比高，目标为实现用户的价值最大化。散发养殖技术手册、举办技术讲座、进行现场技术讲解等多种方式对养殖户进行养殖知识的宣传和培训。
- 推广先进的养殖模式和有效的产品使用方法，积极提升终端用户的养殖管理水平。

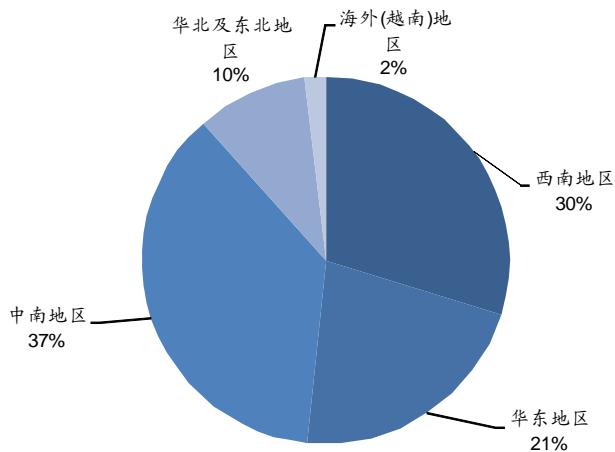
#### ■ 执行“119”准军事化的产业链服务营销模式。

- 公司主要准军事化基地为蓉崃通威城西和四川通威名山。这种模式立足饲料生产、销售主业，致力延伸和完善产业链条，从良种推广、养殖场设计、选址、环保评选、消毒、防疫等方面都做到跟踪服务。推出了“公司+合作组织+农户”的新型产业化模式。
- 该模式的优势是：(1) 通威担保募集资金；(2) 加工企业收购时必须有保底价，保证养户的稳定收益；(3) 养殖全程实行微机全程监控管理。目前公司拥有淄博通威、无锡通威、湖北通威、通威农业融资、邛崃通威等担保公司，遍布华北、华东、华中及西南，为养户提供担保。

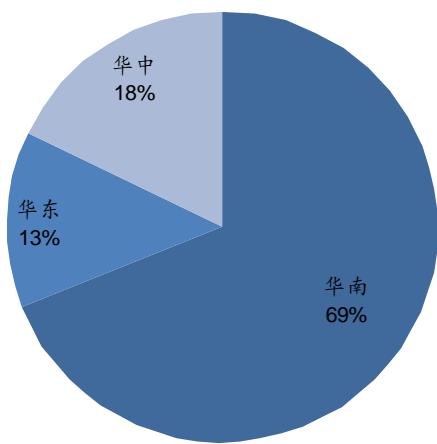
#### ■ 渠道成熟，在西南、中南和华东地区渠道坚固。

- 截止 2011 年年底，公司拥有超过 70 个子公司密集布点，销售收入主要来自于华中和西南地区。2005 年，公司曾收购湛江粤华、珠海大海两家公司各 41% 的股权，主营虾料，已取得明显效益。
- 海外越南市场。在 2007 年，通威就在越南中部合资成立了一家虾料工厂，2009 年，公司旗下第一家境外全资子公司——越南通威有限责任公司在越南成立，年产能 30 万吨。

图表13：公司收入主要来自于中南、西南地区



图表14：海大收入主要来自于华南、华中



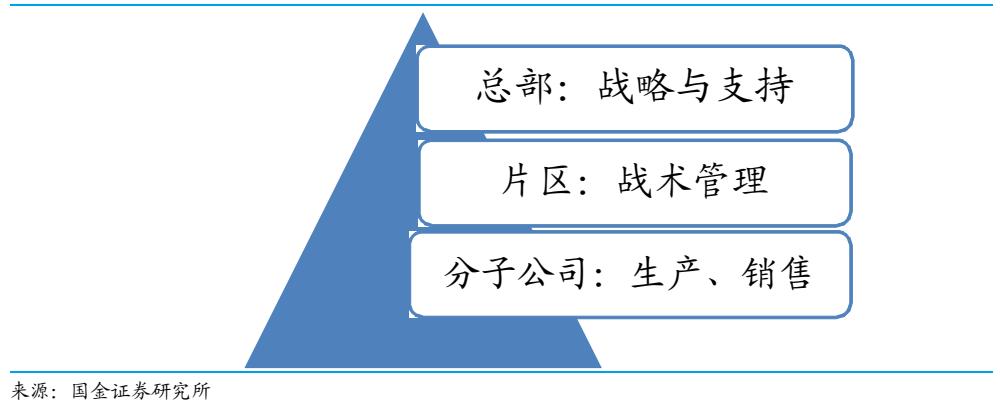
来源：国金证券研究所

### 公司经营拐点：收入反转明显，盈利逐步改善

我们从总部、子公司及竞争对手等多个角度调研后认为，公司在终端业务上大概率上的发生了反转，归因于：(1)在战略重视度、执行力与运营效率、营销与服务重视度、基层业务人员积极性方面都有了改善；(2)近两年来的企业内部运营效率和机制改善；(3)公司已有的产品优势和渠道积累。我们推测在毛利率及费用方面将是一个逐步改善的过程。

#### 战略层面：重视营销，提升运营效率

- 股份公司退出多晶硅业务，集团董事长挂帅，将重心集中到饲料行业。
  - 2010年，公司将持有的四川永祥股份有限公司1.54亿股(占50%)的股权转让给通威集团，退出新能源行业。
  - 集团董事长刘汉元亲自挂帅，集中精力推动饲料业务改善，今年上半年轮流到全国各子公司指导工作。
- 总经理更换，提升执行力和运营效率。
  - 2010年，公司聘严虎担任总经理。2002年，严虎曾担任通威股份的董事、总会计师；2005年，任南方希望副总兼财务总监、新希望集团财务总监；2010年11月回到通威股份。我们认为新希望优秀的执行力和运营文化将有助于通威的改善。
  - 严总回来后逐步强化内部管理，提高决策速度和效率。精简审批流程，并将管理重心进一步下移。
- 组织职能改革，生产管理职权下沉。
  - 公司实施了管理总部、片区、分子公司职能改革。总部主要负责战略发展决策、风险管控、支持服务、企业文化，生产经营管理权下沉到片区和分、子公司，强化企业的执行力，提高市场反应速度。
  - 公司加强了对有效营销模式的总结和推广，提升了服务团队的专业化水平，促进了差异化营销的研究和创新。为了恢复、促进公司饲料主业的快速发展，围绕营销团队的打造和提升服务质量。

**图表15：公司将经营权下沉，提高市场反应速度****经营变化：强调营销，提高基层积极性**

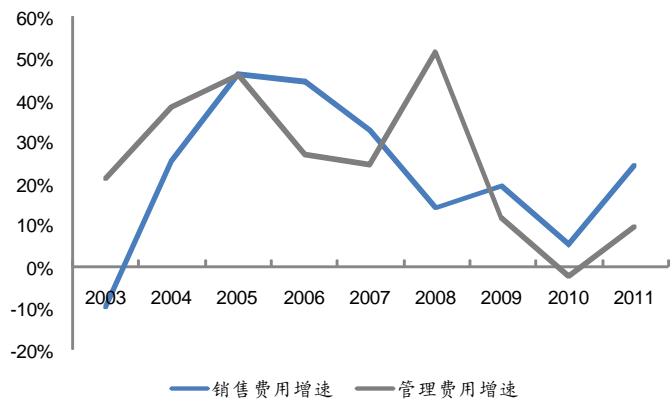
- 通威今年同时在华南、华东片区及股份公司层面与华夏基石、辅音国际等多家管理咨询公司开展战略咨询、组织营销变革方面的合作，一系列市场营销动作不断推出。
- 强调营销，主推优势产品，减少品种数。
  - 刘总频繁拜访各地饲料厂，强调营销，并向同行学习。
  - 今年上半年，各地子公司举办养殖技术论坛，增进客户对公司产品的了解程度，增强销售及服务渠道建设，加强广告投放。
  - 今年年初经销商让利活动。2010 年为了提高市场占有率，给予了用户更多的让利与折扣。2011 年 3 月广东通威举办“经销商千万资产创富论坛”，推出“赢氧”新产品，对经销商现场订料推出优惠政策。
  - 主推优势产品，减少产品品种，提高产品质量稳定性，同时也有助于增强产品营销效果、改善盈利水平。
- 重新拾起服务，逐步建立服务体系。
  - 我们从可追溯的新闻发现，早在 2000 年，公司已经开始着重强调服务，并强调深入服务。
  - 目前公司业务人员又开始注重塘头服务和技术指导，并以服务为最重要考核内容，辅以饲料销量。
- 员工薪酬增强激励，激发员工积极性。
  - 公司提升了干部、员工的薪酬激励水平，简化考核方式，强化了薪酬和绩效的挂钩关系；职级体系更加清晰地反映了员工的职级定位和职业发展方向，明确了不同岗位管理干部的培养、储备计划。
  - 从销售人员占比、销售费用率及销售人员人均费用来看，我们认为公司目前投入了更多的成本，未来将带来销售收入的改善。

图表16：公司早在2000年已注重深入服务



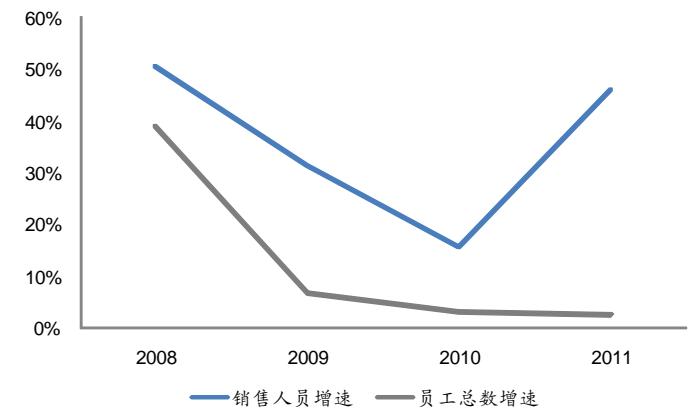
来源：公开资料、国金证券研究所

图表17：公司销售费用增速近年超过管理费用增速

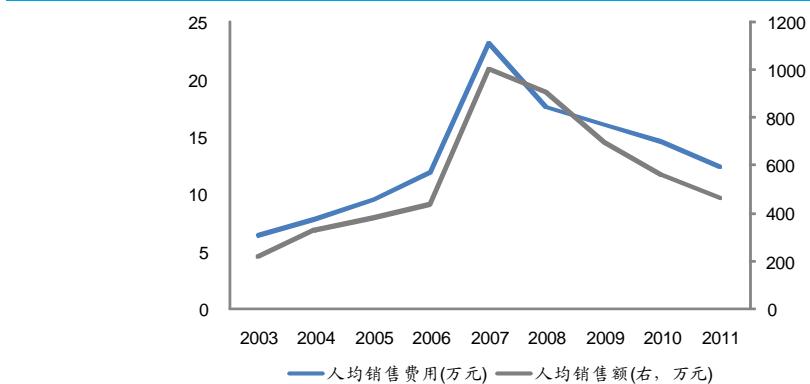


来源：公司年报、国金证券研究所

图表18：公司加大对销售人员数量的投入



图表19：公司销售人员的人均销售费用增速高于人均销售额



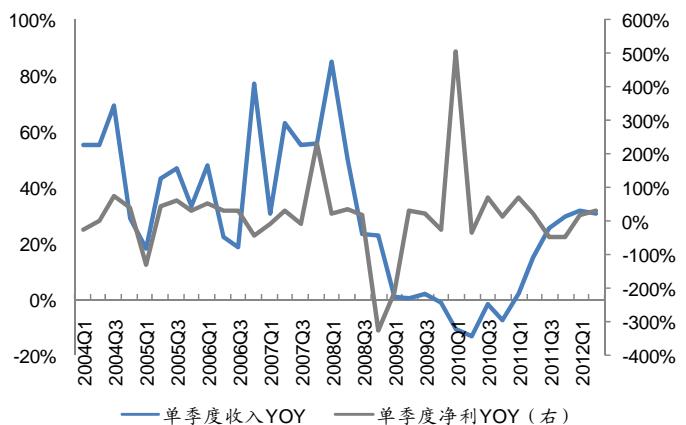
来源：公司年报、国金证券研究所

改善效果：收入增长明显，盈利逐步提升

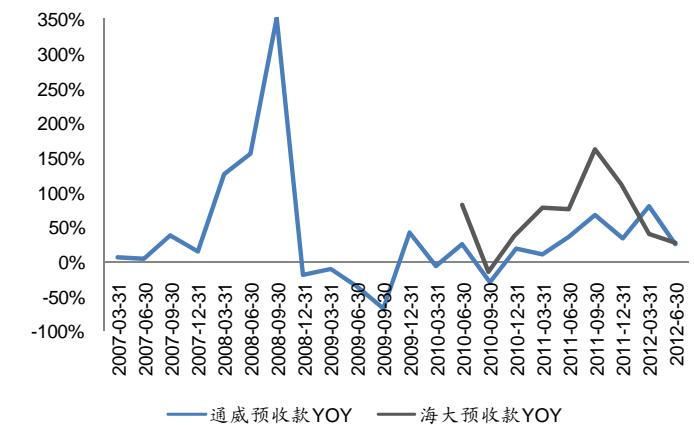
■ 经营改善效果：业务增长基本确认，盈利逐步改善。

- 从2011年1季度起，公司收入同比增速开始稳步回升。公司2011年饲料销量335万吨，同比增长21%，远高于前几年的增速。2012年上半年水产饲料销量同比增速高达47.92%，猪饲料同比增速45.76%，饲料总增速28.82%是受自然发展的禽料增速放缓所限。
- 2012年1季度公司收入增长31.6%，净利率虽为-4.55%，但仍提高了0.54%。2012年上半年扣非后净利润增长325%。
- 水产饲料在年初有一定的订货预收款，金额大于应收款。我们从2012年1季度预收款增速对比来看，公司同比增速高达80%，首次大幅超过海大。

图表20：公司收入自2011Q1以来同比回升



图表21：2011年以来公司预收款同比大幅增长



来源：公司公告、国金证券研究所

### 与湖南九鼎合作：品牌与产能协同效应

- 2012年4月，公司公告与湖南九鼎合作。两公司计划在2012-2015年在双方现有已建成的企业中选择至少30家作为合作点，促进双方的资产利用率与投资效率，其中今年启动的第一批合作超过10个项目。
- 湖南九鼎是全国饲料工业50强企业，并拓展了养猪、屠宰等业务。“九鼎”牌猪用系列预混料在南方市场口碑响亮，饲料年产能超过一千万吨。共有30余家分子公司，年销售额约40亿。2012年在湖南、江西等地新建产能超过50万吨。
- 本次合作方式包括为：（1）合资建立销售公司的方式。（2）建立合资公司方式。（3）合资建设全新生产公司的方式。（4）技术合作方式。
- 我们认为，本次合作的优势主要包括：
  - 充分发挥通威股份与九鼎集团各自在水产料、猪料方面的品牌优势和优势渠道地区。
  - 促进双方的饲料厂的资产利用率与投资效率。
  - 形成更大规模的成本节约效应。

图表22：通威生产与销售区域分布



来源：公司网站、国金证券研究所

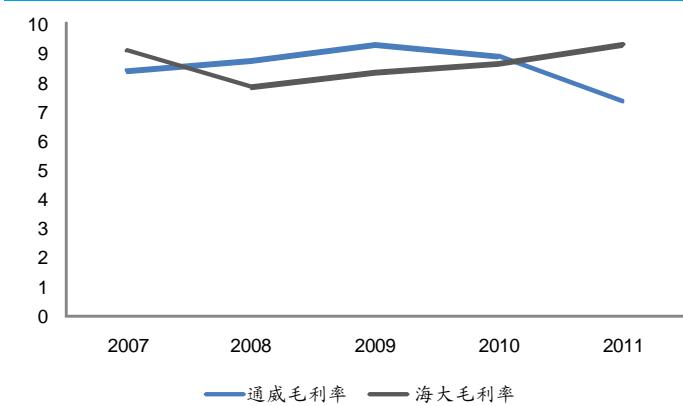
图表23：九鼎生产与销售区域分布



### 与海大对比：费用率仍有进一步改善空间

- 通威2007-2011年综合毛利率仅比海大低0.18%，两者接近，但通威近年来有所下滑。
  - 通威无水产预混料，而海大水产预混料占毛利5%，且毛利率超过45%。海大微生物制剂毛利占比约5%，且毛利率超过50%。
  - 通威的畜禽饲料毛利占比高出海大8%，且毛利率略高。
  - 但通威在2010年后尤其是2011年毛利率过低，我们推测这与公司的原料采购能力及无套期保值有一定的关系。

图表24：公司毛利率与海大接近



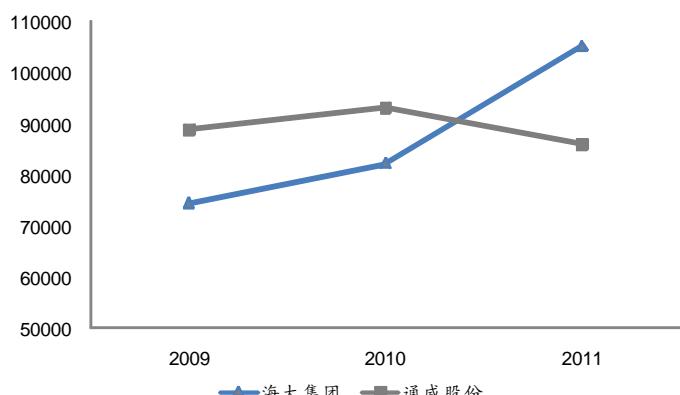
来源：公司公告、国金证券研究所

图表25：通威与海大产品2011年盈利能力对比

	通威		海大	
	毛利占比	毛利率	毛利占比	毛利率
水产预混料	-	-	5%	45.0%
水产全价料	70%	10.0%	69%	11.7%
畜禽料	25%	4.5%	17%	4.2%
微生物制剂	-	-	5%	50.7%
食品	2%	1.9%	-	-
其他	3%	42.4%	5%	6.6%

- 费用率高是导致通威净利率偏低的另一原因，未来有下降的空间。
  - 通威的销售费用率和管理费用率略高于海大，总高出约0.5%，即约5000万左右。
  - 由于近年来公司一直没有增发，财务费用率比海大高约0.8%。
- 企业所得税率偏高：大部分子公司实施25%的所得税税率，仅珠海海一、广东通威、揭阳通威获得高新技术企业认定，有用15%优惠税率。

图表26：通威销售人员人均工资及差旅费与海大接近

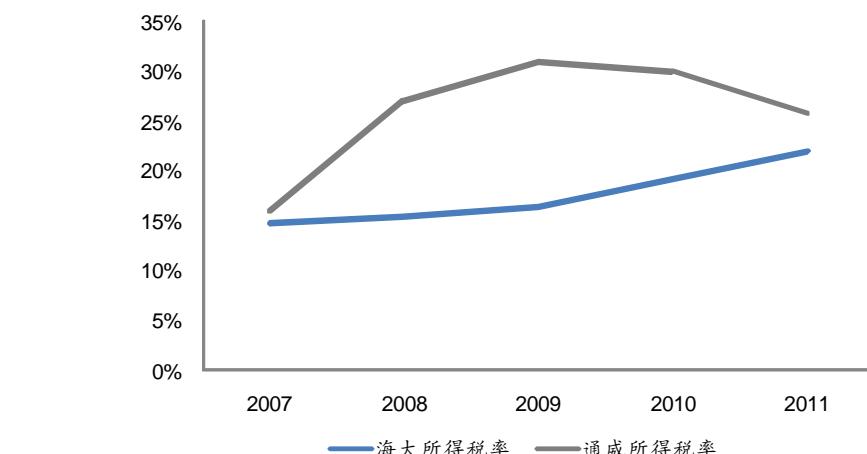


来源：公司公告、国金证券研究所

图表27：通威净利率比海大平均低约 1.9%

	通威		海大		两者均值差
	2010	2011	2010	2011	
毛利率	8.9	7.3	8.6	9.3	-0.8
销售费用率	2.6	2.7	2.3	2.4	0.3
管理费用率	3.4	3.0	2.9	3.1	0.2
财务费用率	1.0	0.8	0.0	0.2	0.8
净利率	1.5	0.6	2.9	3.1	-1.9
ROE	11.8	5.9	9.6	13.8	-2.8

图表28：通威所得税率较高



来源：公司年报、国金证券研究所

## 生态食品加工：长期看好，逐年减亏

### ■ 公司已建立生态食品业务规模，规模稳步维持。

- 公司自 2005 年起，逐步建设了电脑猪、通威鱼等养殖业务，并带动了部分饲料销售。2011 年实现收入 8.96 亿元，同比增长 15%。2012 年上半年收入 4.26 亿元，同比下降 1.6%。
- 2010 年，水产食品业务共实现营业收入 3.45 亿元，主要来自于成都的通威水产、成都通威鱼、攀枝花通威鱼等子公司。畜禽加工收入 4.20 亿元，主要来源于成都新太丰、成都春源等公司。

### ■ 我们长期看好高端生态养殖业务的市场。

- 电脑猪：以“公司+合作社+农户”的“蓉崃模式”方式，采用电脑智能饲喂系统，猪肉贴条形码，消费者可查询所属养殖户和饲料厂。各个环节做到对猪肉品质的监控。2010 年，在邛崃准备培育年出栏 500 头以上的养猪户 300 户，年出栏无公害生猪 15 万头。
- 通威鱼：按照国家无公害水产品标准，符合八十多项国家所制定的卫生指标。销售价格比普通鱼高 50% 以上消费者仍购买踊跃。北京密云

县人民政府、北京二商集团就结成食品安全战略合作联盟在北京国际饭店签订框架协议。

- 加工：包括金卡猪、春源冷鲜肉、太丰鸭及通威美鮰鱼等优质深加工产品，是川内首家淡水鱼深加工的出口企业。
- 公司坚持高起点定位，高标准运作，2011年6月，公司囊括的草鱼、鮰鱼、武昌鱼、叉尾鮰、云斑鮰、胖头鱼、鲤鱼、虹鱥等18个品种申报通过了万泰认证有限公司的有机产品认证，目前证书已经下发。
- **开源，加大对生态食品的营销和渠道建设。**
- 公司自2010年起大幅整理了食品业务，单独成立了食品事业部，由原饲料业务副总经理刘志全牵头，进一步明确了渠道、产品、品牌路径，经营管理模式、产品定位、经营思路调整有所改善。
- “通威鱼”、“通威美鮰鱼”、“金卡猪”以及“太丰鸭”等通威产品，突出食品“安全”和“方便”，已经成为成都及附近的著名产品。2012年，通威鱼本家系列鱼丸产品全面上柜WOWO连锁超市。
- **节流：处置外省亏损子公司，缩减费用。**
- 公司在2010-2011年期间处置了非四川地区的通威鱼公司，包括北京、上海、无锡、武汉等子公司，避免了进一步亏损。
- 公司2011年食品业务有效减亏，估算亏损约七千多万元。2012年上半年食品业务收入下降1.59%，主要是受产品单价下降所致。我们预测未来三年亏损分别为7500、5500、4000万元。

图表29：通威电脑猪带有可溯源标签



来源：公开资料、国金证券研究所

图表30：通威鱼带有可溯源标签

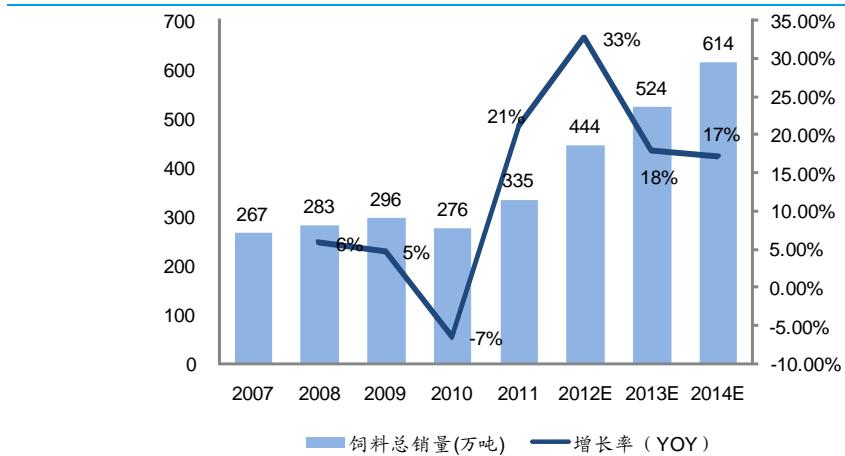


### 未来增长：销量持续增长，盈利结构改善

- **饲料销量增长。**至2015年公司饲料产能将由目前的产能700万吨提高到1100万吨左右，年增产一百多万吨。其中不包括共用九鼎产能。
  - 我们预计公司水产饲料明后年增速约在25%左右，则5年后达到500万吨左右，届时将有一定的瓶颈。
  - 我们预计公司猪饲料未来增速约在30%-40%左右。
  - 我们预计公司禽饲料未来增速放缓，约在20%左右。
- **盈利结构提升。**
  - 在强化水产料销售的同时加大了对猪料、禽料销售结构的调整。提高了盈利能力较好的猪料的销售比例

- 减少产品种类，集中生产优势产品。这将提升生产线的利用率和产品稳定性，也减少了营销成本，增强优势产品的销售。
- 食品业务逐年减亏，我们预计未来将进一步缩小亏损，而长期看好该业务的前景与盈利能力。
- 微生物制剂由赠送变为有价搭售，将贡献一定的毛利，毛利率较高。
- 目前公司管理费用率逐步下降，而销售费用率相对较高。我们认为随着营销投入和建设，后续销售费用率也将下行。

图表31：公司销量2011年开始增长



来源：国金证券研究所

图表32：公司毛利率与净利率未来将逐步提升

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入增速		53%	1%	-7%	21%	36%	26%	22%
综合毛利率	8.36%	8.73%	9.24%	8.87%	7.33%	8.06%	7.96%	8.06%
销售费用率	2.25%	1.94%	2.30%	2.61%	2.69%	3.20%	3.20%	3.20%
管理费用率	2.61%	2.87%	3.18%	3.35%	3.04%	2.90%	2.85%	2.80%
净利率	2.22%	1.46%	1.37%	1.49%	0.61%	0.96%	0.93%	1.09%

来源：国金证券研究所

### 风险提示

- 洪涝或干旱灾害导致水产饲料不景气的风险。
- 玉米、豆粕、鱼粉等原料成本快速上涨风险。

## 附录 1：淡水鱼养殖费用明细

图表33：淡水鱼养殖费用明细

2009年武汉市淡水鱼每亩费用和用工明细表

项 目	单 位	淡 水 鱼 平 均	淡 水 鱼 精 养	淡 水 鱼 粗 养	鲮 鱼
一、每亩物质与服务费用	元	2595.31	3461.43	1729.13	2612
(一)直接费用	元	2513.23	3341.19	1685.23	2598
1、仔畜进价	元	682.31	974.29	390.33	222.5
2、精饲料费	元	1400.39	1882.53	918.25	2194.5
3、青粗饲料费	元	18.64	29.62	7.65	
4、饲料加工费	元				
5、水费	元				
6、燃料动力费	元	63.06	58.46	67.65	124.2
电费	元	63.06	58.46	67.65	124.2
煤费	元				
其它燃料动力费	元				
7、医疗防疫费	元	124.02	113.69	134.35	24.8
8、死亡损失费	元	56.55	65.29	47.8	10
9、技术服务费	元				
10、工具材料费	元	130.94	178.38	83.5	15
11、修理维护费	元	37.32	38.93	35.7	7
12、其他直接费用	元				
(二)间接费用	元	82.08	120.24	43.9	14
1、固定资产折旧	元	40.57	37.24	43.9	14
2、税金	元				
3、保险费	元				
4、管理费	元				
5、财务费	元	34.69	69.37		
6、销售费	元	6.82	13.63		
二、每亩人工成本	元	473.73	399.8	547.2	669.79
1、家庭用工折价	元	386.69	341.99	430.96	520.8
家庭用工天数	日	8.91	7.88	9.93	12
劳动日工价	元	43.4	43.4	43.4	43.4
2、雇工费用	元	87.04	57.81	116.24	148.99
雇工天数	日	1.69	1.05	2.33	2.8
雇工工价	元	51.5	55.06	49.89	53.21
三、附记					
1、仔畜重量	公斤	98	126.2	69.8	14
2、精饲料数量	公斤	572.3	732.4	412.2	1233
3、耗粮数量	公斤	410.9	528.4	293.4	863.1

来源：国金证券研究所

**附录2：三张报表预测摘要**

<b>损益表（人民币百万元）</b>						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,378</b>	<b>9,622</b>	<b>11,601</b>	<b>15,748</b>	<b>19,847</b>	<b>24,134</b>
增长率	-7.3%	20.6%	35.7%	26.0%	21.6%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-9,418</b>	<b>-8,767</b>	<b>-10,750</b>	<b>-14,479</b>	<b>-18,267</b>	<b>-22,189</b>
% 销售收入	90.8%	91.1%	92.7%	91.9%	92.0%	91.9%
<b>毛利</b>	<b>960</b>	<b>855</b>	<b>851</b>	<b>1,269</b>	<b>1,580</b>	<b>1,945</b>
% 销售收入	9.2%	8.9%	7.3%	8.1%	8.0%	8.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-6</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业费用</b>	<b>-239</b>	<b>-251</b>	<b>-312</b>	<b>-512</b>	<b>-635</b>	<b>-772</b>
% 销售收入	2.3%	2.6%	2.7%	3.3%	3.2%	3.2%
<b>管理费用</b>	<b>-330</b>	<b>-322</b>	<b>-353</b>	<b>-457</b>	<b>-566</b>	<b>-676</b>
% 销售收入	3.2%	3.3%	3.0%	2.9%	2.9%	2.8%
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>381</b>	<b>276</b>	<b>182</b>	<b>295</b>	<b>373</b>	<b>489</b>
% 销售收入	3.7%	2.9%	1.6%	1.9%	1.9%	2.0%
<b>财务费用</b>	<b>-145</b>	<b>-95</b>	<b>-91</b>	<b>-98</b>	<b>-122</b>	<b>-132</b>
% 销售收入	1.4%	1.0%	0.79%	0.62%	0.6%	0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>-39</b>	<b>-53</b>	<b>-27</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>72</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
% 税前利润	0.8%	35.0%	1.5%	1.5%	1.2%	0.9%
<b>营业利润</b>	<b>198</b>	<b>200</b>	<b>65</b>	<b>185</b>	<b>234</b>	<b>335</b>
<b>营业利润率</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.4%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>30</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>14</b>
<b>税前利润</b>	<b>206</b>	<b>205</b>	<b>95</b>	<b>195</b>	<b>246</b>	<b>349</b>
<b>利润率</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.4%</b>
<b>所得税</b>	<b>-64</b>	<b>-61</b>	<b>-24</b>	<b>-50</b>	<b>-62</b>	<b>-87</b>
<b>所得税率</b>	<b>30.9%</b>	<b>29.9%</b>	<b>25.7%</b>	<b>25.5%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>143</b>	<b>144</b>	<b>70</b>	<b>145</b>	<b>185</b>	<b>262</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-4</b>	<b>-17</b>	<b>-13</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>	<b>-35</b>
<b>归属于母公司的净</b>	<b>147</b>	<b>161</b>	<b>84</b>	<b>165</b>	<b>209</b>	<b>297</b>
<b>净利率</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.2%</b>
			97.1%	26.9%	41.9%	
<b>现金流量表（人民币百万元）</b>						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>143</b>	<b>144</b>	<b>70</b>	<b>145</b>	<b>185</b>	<b>262</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>312</b>	<b>215</b>	<b>224</b>	<b>183</b>	<b>203</b>	<b>223</b>
<b>非经营收益</b>	<b>145</b>	<b>26</b>	<b>76</b>	<b>130</b>	<b>120</b>	<b>132</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-335</b>	<b>-182</b>	<b>-65</b>	<b>-174</b>	<b>-207</b>	<b>-215</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>265</b>	<b>203</b>	<b>306</b>	<b>285</b>	<b>302</b>	<b>403</b>
<b>资本开支</b>	<b>-402</b>	<b>-292</b>	<b>-219</b>	<b>-291</b>	<b>-232</b>	<b>-246</b>
<b>投资</b>	<b>-33</b>	<b>170</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>6</b>	<b>162</b>	<b>40</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-429</b>	<b>41</b>	<b>-181</b>	<b>-289</b>	<b>-229</b>	<b>-243</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>496</b>	<b>-216</b>	<b>73</b>	<b>264</b>	<b>235</b>	<b>176</b>
<b>其他</b>	<b>-388</b>	<b>-110</b>	<b>-94</b>	<b>-68</b>	<b>-135</b>	<b>-149</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>107</b>	<b>-319</b>	<b>-21</b>	<b>196</b>	<b>99</b>	<b>27</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-57</b>	<b>-75</b>	<b>104</b>	<b>191</b>	<b>172</b>	<b>186</b>

<b>资产负债表（人民币百万元）</b>						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>418</b>	<b>265</b>	<b>382</b>	<b>574</b>	<b>746</b>	<b>932</b>
<b>应收账款</b>	<b>490</b>	<b>439</b>	<b>447</b>	<b>557</b>	<b>703</b>	<b>854</b>
<b>存货</b>	<b>1,012</b>	<b>844</b>	<b>949</b>	<b>1,269</b>	<b>1,601</b>	<b>1,945</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>229</b>	<b>61</b>	<b>81</b>	<b>118</b>	<b>148</b>	<b>180</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,148</b>	<b>1,609</b>	<b>1,859</b>	<b>2,518</b>	<b>3,198</b>	<b>3,911</b>
% 总资产	38.3%	43.7%	46.9%	53.5%	59.0%	63.3%
<b>长期投资</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>-21</b>	<b>-46</b>
<b>固定资产</b>	<b>2,906</b>	<b>1,617</b>	<b>1,625</b>	<b>1,683</b>	<b>1,740</b>	<b>1,797</b>
% 总资产	51.8%	43.9%	41.0%	35.8%	32.1%	29.1%
<b>无形资产</b>	<b>518</b>	<b>422</b>	<b>428</b>	<b>501</b>	<b>506</b>	<b>510</b>
<b>非流动资产</b>	<b>3,463</b>	<b>2,074</b>	<b>2,103</b>	<b>2,186</b>	<b>2,227</b>	<b>2,263</b>
% 总资产	61.7%	56.3%	53.1%	46.5%	41.0%	36.7%
<b>资产总计</b>	<b>5,611</b>	<b>3,683</b>	<b>3,962</b>	<b>4,704</b>	<b>5,424</b>	<b>6,175</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,858</b>	<b>1,221</b>	<b>1,136</b>	<b>1,542</b>	<b>1,776</b>	<b>1,952</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,066</b>	<b>746</b>	<b>886</b>	<b>1,200</b>	<b>1,514</b>	<b>1,839</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>-9</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>	<b>-49</b>	<b>-61</b>	<b>-74</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,914</b>	<b>1,940</b>	<b>1,994</b>	<b>2,694</b>	<b>3,229</b>	<b>3,717</b>
<b>长期贷款</b>	<b>839</b>	<b>223</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>	<b>381</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>239</b>	<b>123</b>	<b>142</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>3,992</b>	<b>2,286</b>	<b>2,517</b>	<b>3,075</b>	<b>3,610</b>	<b>4,098</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,223</b>	<b>1,359</b>	<b>1,421</b>	<b>1,625</b>	<b>1,835</b>	<b>2,132</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>394</b>	<b>37</b>	<b>21</b>	<b>1</b>	<b>-24</b>	<b>-59</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,608</b>	<b>3,681</b>	<b>3,958</b>	<b>4,701</b>	<b>5,421</b>	<b>6,171</b>
<b>比率分析</b>						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.213	0.234	0.122	0.240	0.304	0.432
每股净资产	1.778	1.977	2.066	2.364	2.668	3.100
每股经营现金净流	0.385	0.295	0.445	0.414	0.439	0.586
每股股利	0.000	0.000	0.060	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.99%	11.83%	5.89%	10.15%	11.41%	13.93%
总资产收益率	2.61%	4.37%	2.11%	3.51%	3.86%	4.81%
投入资本收益率	6.09%	6.82%	4.57%	6.20%	7.05%	8.32%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	0.73%	-7.29%	20.57%	35.74%	26.03%	21.60%
EBIT增长率	-4.34%	-27.56%	-34.08%	62.39%	26.29%	31.09%
净利润增长率	38.86%	9.67%	-47.94%	97.06%	26.88%	41.90%
总资产增长率	8.77%	-34.36%	7.53%	18.75%	15.31%	13.83%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	15.1	15.3	10.7	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	29.9	38.6	30.4	32.0	32.0	32.0
应付账款周转天数	20.3	21.8	17.8	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	97.5	59.5	48.9	35.7	27.8	22.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	141.03%	84.47%	78.69%	82.95%	77.95%	67.58%
EBIT利息保障倍数	2.6	2.9	2.0	3.0	3.1	3.7
资产负债率	71.18%	62.09%	63.59%	65.40%	66.59%	66.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	7	7	7
买入	0	2	4	4	4
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1.57	1.53	1.52	1.51
评分	<b>0</b>	<b>1.10</b>	<b>1.06</b>	<b>1.06</b>	<b>1.09</b>

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；  
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；  
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；  
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B