

通威股份 (600438): 2013 年业绩反转是大概率事件!

核心观点:

- **水产饲料行业空间广阔。**1) 我国工业饲料普及率依然较低。按照行业平均饵料系数 1.8:1 测算, 2011 年水产饲料工业化率仅为 23.3%。究其原因, 我国目前水产养殖仍以粗放式的直接投喂、自行配料为主, 并且各个区域工业饲料普及率不均衡。2) 饲料行业集中度将不断提高。由于小企业自身研发能力和资金实力不足, 加之下游养殖户要求的提高, 水产饲料行业近几年集中度提升显著, 未来龙头企业增速将远超行业增速。
- **公司变革正在进行时。**公司 2010 年剥离多晶硅业务之后, 开始了回归主业水产饲料的路程, 并做出一系列的改革措施: 1) 加大人力投入, 销售模式不断创新; 2) 组织渠道下沉, 管理更为精细化; 3) 重用人才, 激励机制到位; 4) 严控质量, 优质优价。经过两年的改革, 公司水产饲料业务已经得到明显的好转。同时, 公司大幅调整食品业务, 设立了食品业务部, 对于亏损较大的部分及时整顿和止血。
- **改革逐现成效。**公司变革效果开始显现: 1) 2012 年公司水产饲料销量销售 212.48 万吨, 较上年增长 29.43%, 2012 年水产饲料销量增速首次超过海大增速 (2012 年海大集团水产饲料销量 195 万吨, 同比增长 23%)。2) 毛利率从 2011 年的 7.33% 提升到 2012 年 8.49%, 上升了 1.16 个百分点, 其中饲料毛利率提升了 1.19 个百分点。3) 公司今年将完成向大股东增发 6 个亿, 财务费用将会得到缓解。
- **食品业务今年将减亏。**1) 今年畜禽价格处于低位, 公司成本端得到缓解。公司主要做猪肉食品深加工, 原料都是从外部购进, 畜禽价格降低会缓解公司食品业务成本端的压力。2) 公司食品业务营销和管理人员到位, 今年将会缩减在这一块的投入, 费用将会减少。
- **行业估值判断与评级说明:**我们认为随着公司的营销变革和投入, 公司未来三年的 EPS 分别为 0.25/0.35/0.4 元, 增速分别为 79%/42%/35%, 对应目前 5.33 元股价的 PE 为 21x/15x/11x。公司水产饲料销量和总销量均和海大规模相近, 但目前公司的市值仅 36 亿, 而海大的市值有 123 亿, 相差将近 100 亿, 我们认为公司价值低估, 给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	13491	15684	19072	22810
收入增长率%	16.3%	16.3%	21.6%	19.6%
净利润(百万元)	96	172	244	331
净利润增长率%	14.6%	79.2%	41.9%	35.7%
摊薄 EPS(元)	0.14	0.25	0.35	0.48
PE	40	21	15	11

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

通威股份 (600438.SH)

推荐 首次评级

分析师

吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

特此鸣谢

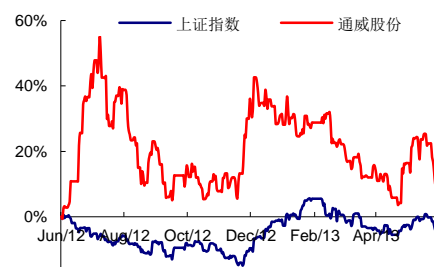
张靖 010-66568757

(zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

市场数据 时间 2013.06.20

A 股收盘价(元)	5.41
A 股一年内最高价(元)	7.81
A 股一年内最低价(元)	5.15
上证指数	2084.02
市净率	2.51
总股本(百万股)	68752.00
实际流通 A 股(万股)	68752.00
流通 A 股市值(亿元)	37.19

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

驱动因素：

行业层面：我国工业饲料普及率依然较低。按照行业平均饵料系数 1.8:1 测算，2011 年水产饲料工业化率仅为 23.3%。究其原因，我国目前水产养殖仍以粗放式的直接投喂、自行配料为主，并且各个区域工业饲料普及率不均衡。饲料行业集中度将不断提高。由于小企业自身研发能力和资金实力不足，加之下游养殖户要求的提高和集中度的提升，水产饲料行业近几年集中度提升显著，未来龙头企业增速将远超行业增速。

公司层面：公司 2010 年剥离多晶硅后，开始加大营销投入和人员招聘，经过两年的投入，效果今年将会显现。首先水产饲料销量增速在去年已经超越海大，其次毛利率开始回升，预计今年的费用率也将持平或下降，公司今年将迎来反转。

关键假设：假设今年下半年天气正常，公司产能如期投放。

主要预测：1)、我们预计饲料销量将在 20%-25% 左右的速度增长。2)、毛利率将提升。3)、费用率将持平或下滑。4)、食品业务今年减亏。

我们与市场不同的观点：

市场上普遍认为公司由于开展多元化投资后，水产饲料龙头老大地位将逐渐减弱，昔日的辉煌已经不复出现。我们认为公司 2010 年剥离多晶硅以后，进行了大刀阔斧的改革，表明了董事长重新做大做强水产饲料业务的决心，并且从目前的销量，毛利率和对客户调研的情况来看，已经开始好转。

估值与投资建议：

我们认为随着公司的营销变革和投入，公司未来三年的 EPS 分别为 0.25/0.35/0.48 元，对应目前 5.34 元股价的 PE 为 21x/15x/11x。目前公司的市值仅 36 亿，而海大的市值有 123 亿，相差将近 100 亿，我们认为公司价值低估，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

1、天气转好，水产饲料销量激增。2、鱼价上涨，饲料需求增加。3、原料价格持续下滑。

主要风险因素：

1、持续下雨，导致销量减少。2、食品业务继续亏损。

目 录

一、公司简介：全国最大的水产饲料生产商	3
(一) 公司背景介绍	3
(二) 公司主营业务和盈利构成	3
(三) 公司的股权结构	5
二、水产饲料需求稳定增长，行业集中度将加速提升	6
(一)、 我国水产饲料工业化率仍较低	6
(二)、 行业内企业规模分化加剧，集中度提升加速	7
三、聚焦主业，变革正在进行时	9
(一)、 公司加大人力和广告投入，销售模式不断创新	9
(二)、 组织渠道下沉，管理精细化	10
(三)、 重用人才，激励逐渐到位	11
(四)、 严控质量，优质优价	12
四、2013 年公司盈利有望反转	13
(一)、 销量增速明显提升	13
(二)、 毛利率开始回升	15
(三)、 费用率有望下降	15
五、食品业务今年有望减亏	16
六、盈利预测和投资评级	17

一、公司简介：全国最大的水产饲料生产商

（一）公司背景介绍

通威股份有限公司成立于 2000 年，主要经营业务为饲料及饲料添加剂、食品加工及养殖和动物药品生产与销售，是国内三大饲料生产商之一。1992-2012 年，公司连续 20 年水产饲料销量全国第一，是国内乃至全球最大的水产饲料生产商。公司于 2004 年 2 月 16 日在 A 股主板上市，公开发行为 6000 万股新股，并在 2006 年达到发展速度最辉煌的时期，其饲料业务 2003-2006 年复合增长率达 36.4%。

公司 2006 年开始进行多元化改革，进入当时颇具潜力的多晶硅领域，由于该领域属重资产，公司投入大量资金和精力，严重制约了公司主业水产饲料业务的发展，饲料业务 2008-2010 年复合增长率仅为 2.4%。2008 年下半年，受国际金融危机影响，多晶硅市场持续低迷，价格大幅下挫，公司失血严重。2010 年 8 月，公司剥离多晶硅业务，实现战略转型，重新聚焦水产饲料主业，成效显著：2011 年公司水产饲料销售 164.16 万吨，同比增长 19%；2012 年水产饲料销售 212.48 万吨，较上年增长 29.43%，2012 年水产饲料销量增速首次超过海大增速（2012 年海大集团水产饲料销量 195 万吨，同比增长 23%）。

1) 公司在销售模式上不断创新，不断加大营销力度和服务力度，从而让养殖户感受到了水产饲料龙头的归来。

2) 公司渠道下沉，将经营权下放至分子公司，强化执行力，提高市场反应速度，管理更精细化。

3) 公司 2010 年剥离多晶硅以后，加大对水产饲料的投资力度，产能得到了极大的提升。公司 2012 年水产饲料销量达到 29.27%，超过海大水产饲料销量增速。

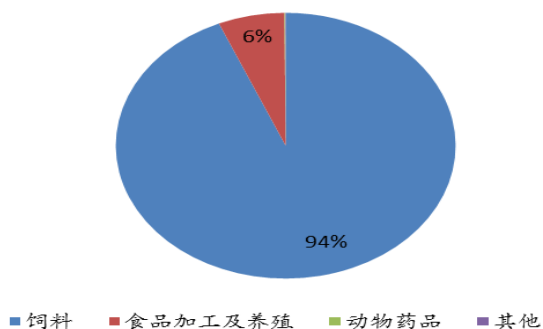
4) 公司 2012 年毛利率较 2011 年提升了 1.16 个百分点，达到了 8.49%，主要是靠遵循“优质优价”的销售策略，在保持饲料质量稳定的前提下，适当提高价格，不打价格战。今年公司上半年水产饲料价格继续提高了 75 元-100 元/吨。

（二）公司主营业务和盈利构成

2009 年前饲料、化工及新能源、食品加工及养殖是公司收入的主要来源，2009 年三者分别贡献公司收入的 81.7%、11.6% 和 6.6%。2010 年 8 月通威股份将旗下主营多晶硅业务的四川永祥股份有限公司转让给通威集团有限公司，自此公司专注于饲料业务，配合水产动物养殖与加工，动物营养与动物药物研究等业务，不断优化公司业务结构。2012 年，饲料业务占公司营业收入的 94%，贡献公司毛利近 99%。

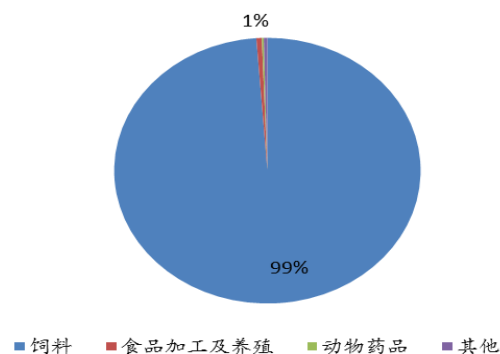
公司饲料业务 2012 年营业收入达到 125.7 亿元，2007-2012 年均增速 14.2%；饲料业务 2012 年毛利率为 8.76%，近 6 年稳步增长。从饲料业务构成来看，公司水产饲料与畜禽饲料协调发展，2012 年水产饲料销量达到 212.48 万吨，占饲料总销量的 57.17%，同比增长 29.42%，显示出公司水产饲料业务增长的强劲势头。

图 1: 2012 公司营业收入构成



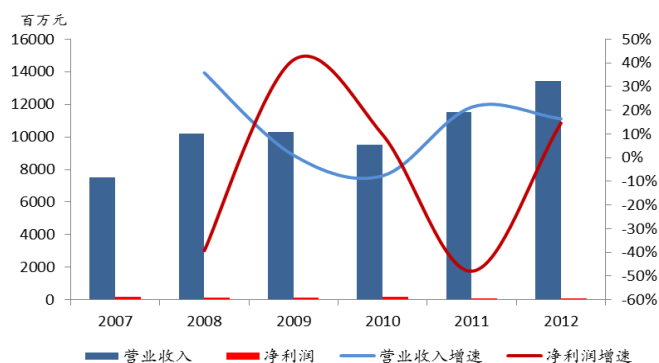
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 2012 公司毛利构成



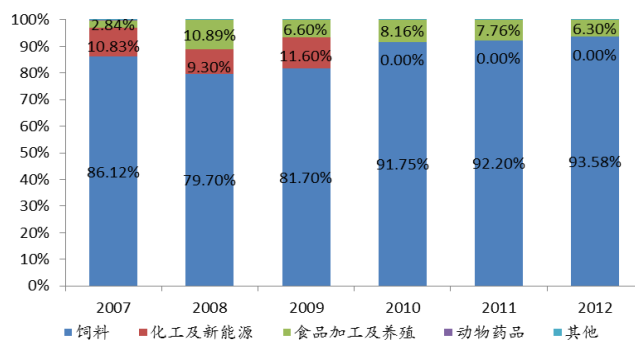
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 3: 公司主营业务收入和净利润增长



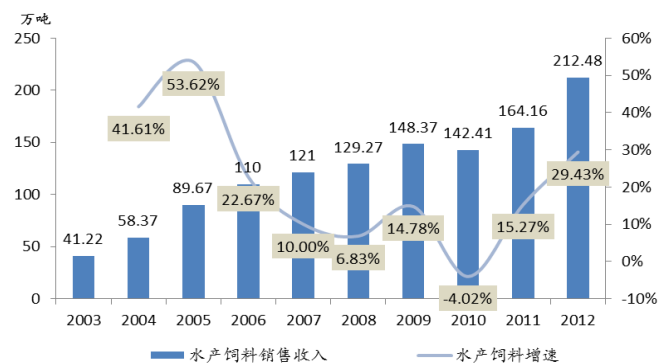
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 4: 公司收入构成变化



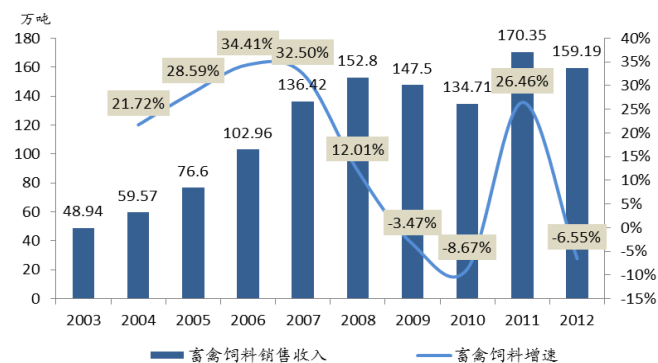
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 5: 公司水产饲料业务销量及增长



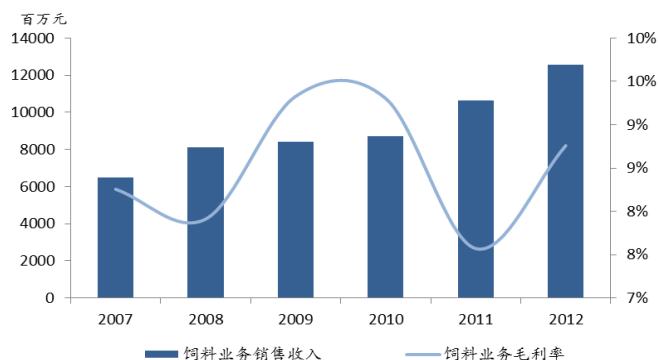
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 6: 公司饲料业务销售收入及毛利率



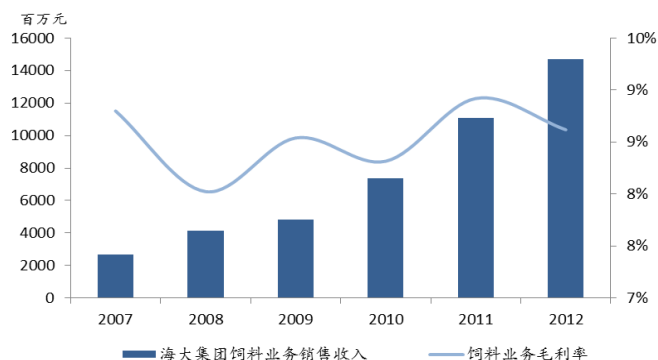
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 7：通威股份饲料业务销售收入及毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 8：海大集团饲料业务销售收入及毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 1：2012 公告的公司主要控股参股子公司经营情况

子公司	主要产品	持股比例	注册资本	总资产	净资产	净利润	同比增速
广东通威饲料有限公司	饲料生产经营	100%	6,000.00	27,365.91	17,064.64	9,071.58	38.86%
越南通威饲料有限公司	饲料生产经营	100%	20,649.26	15,881.59	15,054.65	1,319.73	--
天津通威饲料有限公司	饲料生产经营	100%	1,500.00	14,532.96	2,606.93	989.01	--
四川省通广建设工程有限公司	建筑	100%	2,000.00	18,847.54	3,371.02	760.94	-7.33%
成都蓉味通威饲料有限公司	饲料生产经营	80%	2,000.00	7,471.89	2,980.70	724.1	--

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部整理

(三) 公司的股权结构

公司的控股股东为通威集团有限公司，持有公司 55.06% 的股份；实际控制人为刘汉元先生，其持有通威集团公司 80% 的股份，没有其他持有股份在 10% 以上的股东。

图 9：公司股权结构图



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

二、水产饲料需求稳定增长，行业集中度将加速提升

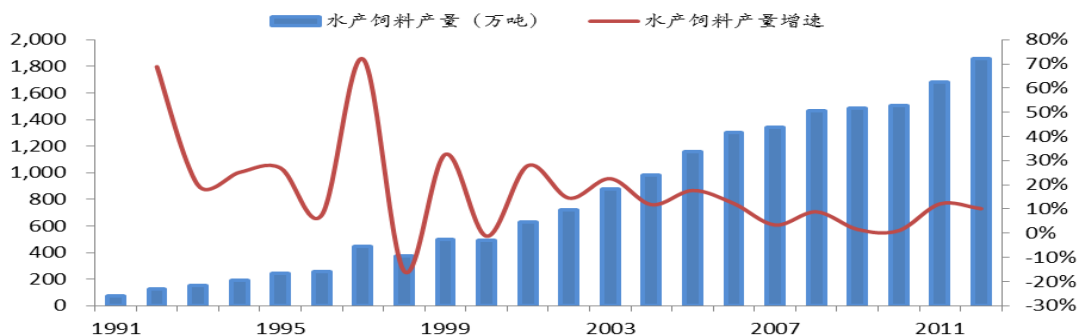
(一)、我国水产饲料工业化率仍较低

我国水产养殖起步早，水产饲料行业发展快。1991-2011 年，我国水产养殖产量年均增长 9.55%，到 2011 年水产养殖产量量达到 4023.26 万吨。1991-2012 年，我国水产饲料产量年均增长 16.54%，高于近 20 年饲料行业平均的 8% 的增速，2012 年水产饲料产量达到 1855 万吨。

虽然水产饲料行业增长势头迅猛，但工业饲料普及率依然较低。按照行业平均饵料系数 1.8:1 测算，2011 年水产饲料工业化率仅为 23.3%。究其原因，我国目前水产养殖仍以粗放式的直接投喂、自行配料为主，并且各个区域工业饲料普及率不均衡。我们在草根调研中发现，湖北仙桃目前水产养殖平均用料仅 0.7 吨/亩，而广东地区达到 2 吨/亩，水产饲料工业化普及率提升空间巨大。

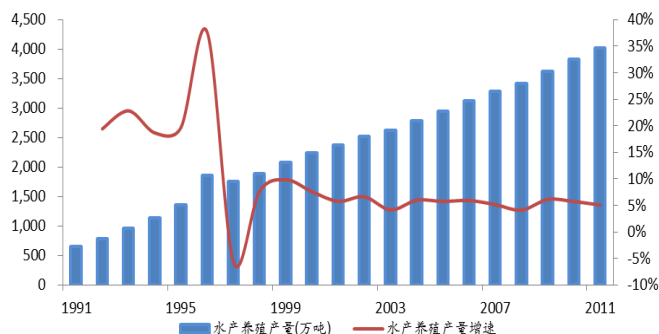
现代化的养殖模式和饲料工业化普及率提升将加速饲料需求量释放。农业部 2001 年 12 月发布的《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》预测 2015 年我国水产饲料工业化率可达 45%。据此，我们对 2015 年水产饲料需求量进行了测算：据我们草根调研，目前主流的水产饲料中，占水产饲料总量 75% 的颗粒料饵料系数为 1.8:1，占 25% 的膨化料为 1.5:1，则加权平均的料肉比为 1.73:1。结合我国水产养殖 3-5% 的年均增长率，同时保守估计 2012 年工业化率为 35%。我们预计 2015 年我国水产饲料需求量将达 2815-3100 万吨，2012-2015 年均复合增长率将达到 15-19%。

图 10：1991-2011 我国水产饲料产量及增速



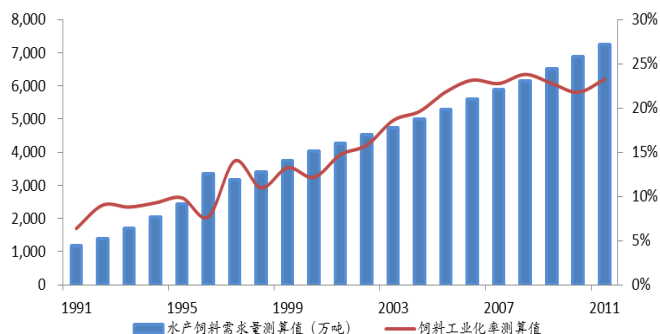
资料来源：中国银河证券研究部

图 11: 1991-2011 我国水产养殖产量及增速



资料来源: 中国银河证券研究部

图 12: 我国水产饲料需求量及工业化率(按饵料系数 1.8 测算)



资料来源: 中国银河证券研究部

(二)、 行业内企业规模分化加剧，集中度提升加速

饲料行业内企业两极分化，集中度提升显著。我国饲料加工企业数量在 2002 年达 23000 家，近年来行业内企业两极分化严重，到 2012 年仅剩余不到 10000 家，并且进入 2007 年后，行业整合速度加快，每年淘汰将近 10% 左右的规模较小企业。而参考发达国家饲料行业发展路径，美国 1978 年饲料企业约有 10000 家，2012 年只剩下 300 家；日本年产 2400 万吨饲料，但仅有 24 家饲料企业，我国饲料行业集中度提升加速是大势所趋。

水产饲料行业集中度逐渐提高，行业龙头优势明显。2012 年水产饲料行业前 10 名企业总销量 820 万吨，占总量的 44.2%；前 20 名企业总销量 920 万吨，占总量的 49.6%。行业中规模较大企业增长率远超规模小者，2012 年前 20 名企业平均增长率 25.8%，高于行业平均的 5.8%。行业龙头通威股份与海大集团 2012 年水产饲料销量分别增长 29.7% 和 23%。两者市场占有率之和达到 21.97%，优势十分显著。行业集中的特征在特种水产料中表现的更为突出，2012 年粤海、恒兴、海大、通威等前四大集团占总量的近 60%。

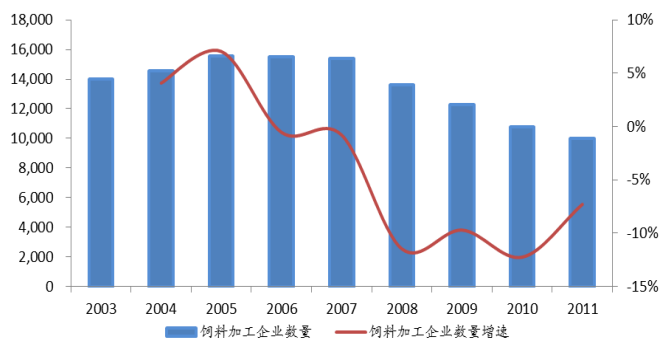
表 2: 2012 中国水产饲料企业前 10 名销量

2012 中国水产饲料企业前 10 名销量		
排名	企业名称	产销量 (万吨)
1	通威	212
2	海大	195
3	恒兴	85
4	正大	80
5	新希望六和	62
6	粤海	46
7	普瑞纳	36
8	统一	35
9	南宝	33
10	天马	27

资料来源: 中国银河证券研究部

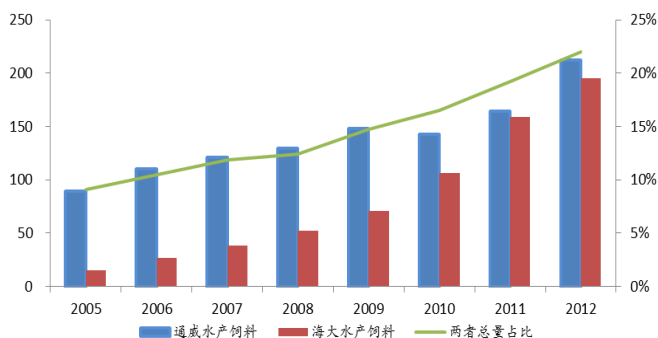
规模优势不断强化，强势企业回报可期。结合目前行业整合的大背景，我们认为，行业内年产 50 万吨的企业将保持自己的强势地位，10-50 万吨的企业将两极分化，10 万吨以下的企业将向规模更大者加速整合。通威作为行业龙头，其规模优势将在行业整合中不断得到强化，为其持续高增长打下坚实基础。

图 13：我国饲料加工企业数量及增速



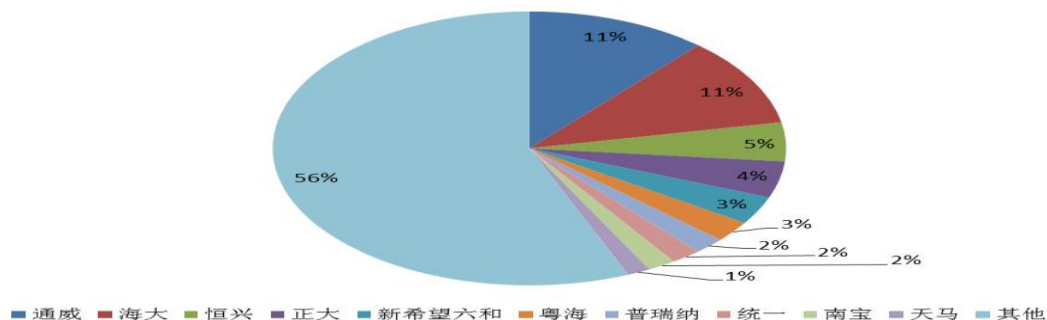
资料来源：饲料工业年鉴，中国银河证券研究部

图 14：通威与海大水产饲料销量市场占有率



资料来源：中国银河证券研究部

图 15：2012 我国水产饲料企业前 10 名销量占比



资料来源：中国饲料市场回顾与展望，中国银河证券研究部

表 3：2012 特种水产料四大集团销量

2012 特种水产料四大集团销量 (万吨)				
排名	企业名称	虾料	高档膨化鱼料	合计
1	粤海	26	20	46
2	恒兴	32	9	41
3	海大	30	10	40
4	通威	10	5	15
四大集团合计		98	44	142
全国合计 (沿海)		160	75	235

特种水产料四大集团高档特种料销量占总量 60%，仍将集中

资料来源：中国银河证券研究部

三、聚焦主业，变革正在进行时

公司于 2010 年剥离多晶硅业务，开始了回归主业水产饲料的路程，并做出一系列的改革措施：调整了业务结构、招聘了大量营销人员，加大了市场的营销投入等。在 2010 年 11 月，公司返聘原董事，财务总监严虎做为公司总经理，全面开始振兴水产饲料主业。

我们通过一系列的草根调研和公司调研后发现，经过 2011-2012 两年的营销改革和投入之后，公司的经营效率和服务力度得到了极大的提升，而费用率将呈现逐渐下滑的趋势，今年公司将迎来业绩增长拐点。

（一）、公司加大人力和广告投入，销售模式不断创新

公司在上市的时候曾提出做服务营销，但由于一直是处于行业老大地位，与第二名相距甚远，没有竞争对手，因此所谓的营销没有落实到实处，营销重点仅停留在经销商层面。而海大上市之后，主打“服务营销，为养殖户提供解决方案”的营销方式，把营销重点落实到了终端养殖户上，取得了很好的效果，这给了公司和行业一定的启示。公司目前也认识到，企业真正发展的源泉是养殖户，谁控制终端，谁就能控制未来。2012 年，公司与华夏基石、辅音国际等多家管理咨询公司开展战略咨询和营销变革，提高服务终端执行力的合作，一系列加强服务营销的模式政策不断推出：

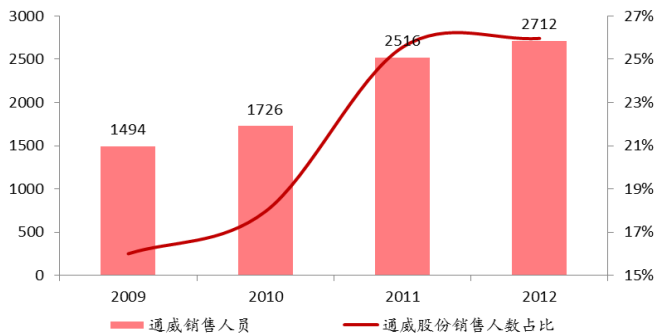
公司 2010-2012 年增加了大量的销售人员，数量从 2010 年的 1726 人增加到 2012 年的 2742 人，增加了 58.86%。从草根调研中得知，通威每个销售人员服务频率和数量均有所增加，以前一个人每天拜访 2-3 个客户，13 年至少一天拜访 5 个客户，覆盖面扩宽。

公司增加了技术人员来辅助销售人员。以前每个子公司仅有销售人员，薪水和绩效直接与销量挂钩，因此销售人员一般仅服务到经销商，下游养殖户接触较少。2012 年开始，公司子公司除了销售人员之外还配备的技术人员，专门解决养殖户的一些技术问题，这一部分技术人员是过程考核，比如人均覆盖的养殖户，每个月拜访的次数等等，加强公司员工和终端养殖户的沟通，更好的完善服务。

公司把经销商纳入财富共同体，优中选优。公司把经销商纳入了体系，提出“财富共同体”。培育和提升年轻的经销商，强调做实证，用数据说话，来真正帮助经销商扩大用户，争取市场份额，提高盈利水平。同时公司还培育一些直销客户做经销商，这些直销客户都是当地的大户，一方面能起到带头释放的作用，同时也提高了客户的收益。

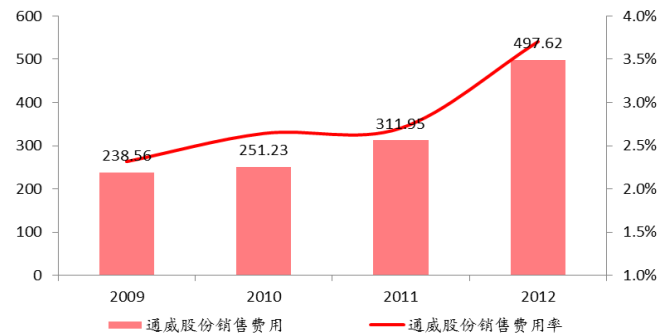
从服务手段上来看，公司的销售模式不断创新。公司每年提出了 7000-8000 万的营销投入，定期在不同区域举办大型养殖科技论坛，示范养殖户经验交流等。通过一系列的销售活动，不但能够让公司销售人员、经销商和养殖户充分的交流养殖经验，真正帮助养殖户提升效益，还能起到极好的宣传作用。

图 16：近年来公司销售人员数量增加



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 17：销售费用 12 年大幅上升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 4：公司销售模式变革前后对比

	2010 年前	2010 年后
服务主体	仅停留在经销商层面	加大了和养殖户的沟通，切实解决养殖户的问题
人员数量	销售人员占比仅 16% 左右，管理层占比较高	招聘了大量销售人员，销售人员由 2009 年的 1494 增加到了 2012 年的 2712，接近翻了一倍
加大的服务频率	一个人每天拜访 2-3 个客户	一天至少 5 个客户
考核方式	仅销量考核	考核销量和过程。每个子公司配备了专门的技术人员，协助销售人员服务
服务方式	主要是技术培训	服务方式多样，定期在不同区域举办大型养殖科技论坛、技术培训、示范户经验交流等

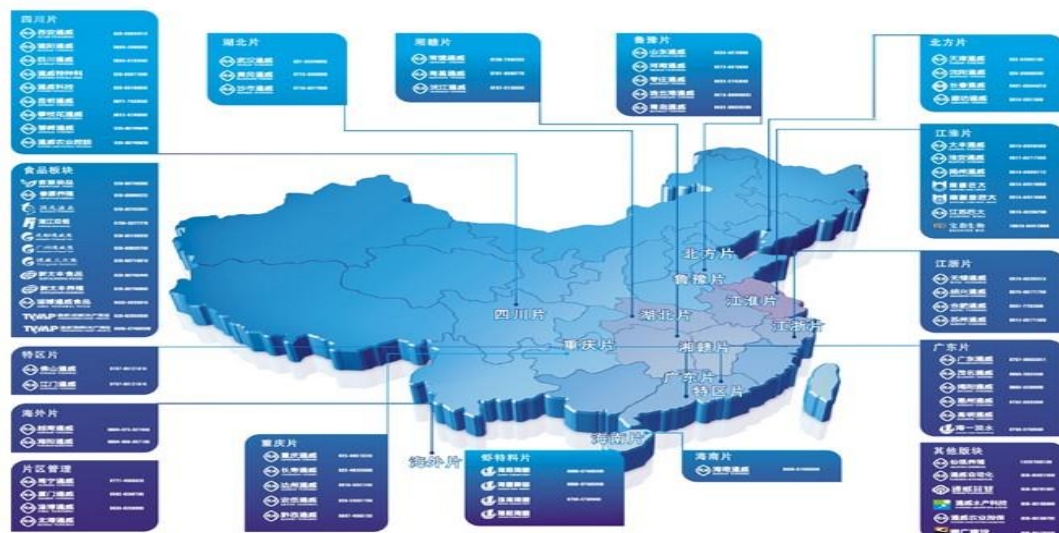
资料来源：中国银河证券研究部

（二）、组织渠道下沉，管理精细化

公司将经营权下放至分子公司，强化执行力，提高市场反应速度。以前公司片区总经理仅仅是起到指导性的作用，相当于树立榜样。2011 年开始，公司进行了组织结构调整，撤销了片区经销商，仅保留乡镇级经销商。实施了管理总部、片区、分子公司职能改革。总部组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。片区高度集中管理，总部对片区经理要实行多位的指标考核，并引入末位淘汰制。因此片区经理必须把整个团队建设、原料协同、产能协同掌握好，整个片区的发展和利益捆在一起。

不做第二品牌，考核按片区管理。当每个子公司的市场做到一定程度，达到一定市场占有率之后，会出现瓶颈，渠道的开发会有问题，不同子公司之间会有交叉。公司坚持尽量不做第二品牌，然后把不同的子公司划到一个片区去管理考核，有助于市场的开发。去年公司已经尝试在江淮片区（该地区有淮安、大丰、扬州三个厂）实行统一的销售人员管理，这个片区的增长是排在公司所有片区第一位。

图 18：公司 16 大片区精细化管理



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

(三)、重用人才，激励逐渐到位

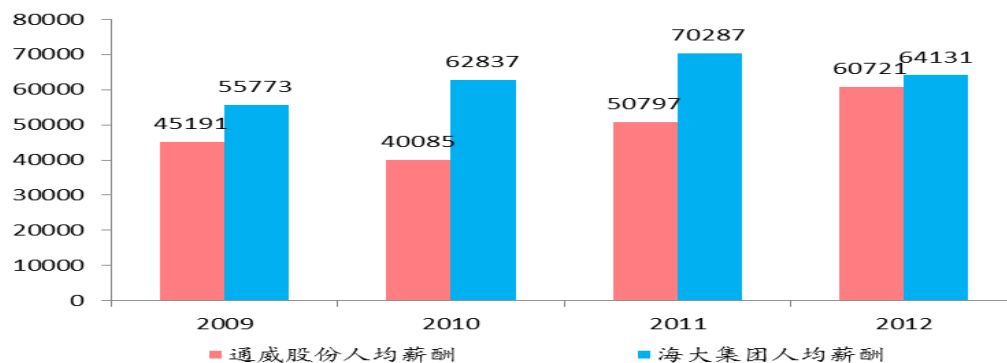
公司近几年不但对营销进行了全方位的改革，并且对人员也做出了重大的调整。从高层的角度看，公司最大的变动就是 2010 年 11 月返请了原通威董事，财务总监严虎作为公司的总经理。严虎在 1999 年到 2005 年在通威股份依次出任总会计师、董事、财务总监等职位。直到 2005 年，严虎加入了新希望集团，并在 5 年间，先后就任南方希望实业有限公司副总兼财务总监，新希望董事兼财务总监。本次重返通威，表明了董事长刘汉元重新做大做强水产饲料主业的决心。

严虎上任之后，便展开了数月的基层实地调研，并在通威掀起了一系列的管理和营销变革。董事长刘汉元也开始亲自去各个片区跑饲料市场。这激发起了通威人“二次创业”的激情，也激发了下属各个子、分公司对通威未来的信心。

其次，公司从管理队伍到技术队伍都在强化。2012 年 12 月，公司聘请了粤海饲料鱼料技术总监张璐博士。同时也把恒星做虾苗研究人员挖了过来，去年公司虾苗种苗的增长达到了 30% 以上，超过了任何一家公司。

公司同时在薪酬体系上做出了优化。公司在人员薪酬方面低于行业平均水平，特别是 08-10 年，几乎没有增长。而海大上市之后，大批量高薪从高校招聘大学应届毕业生，激励机制到位。通威从 2010 年开始，也加大了对人员薪水的提升，逐渐缩小与海大的差距。并且在考核机制上，把结果考核和服务过程考核结合进行，也表明了公司对服务的重视。

图 19：公司人均薪酬追上海大集团



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(四)、严控质量，优质优价

公司饲料质量稳定，获得养殖户的好评。由于水产饲料较畜禽料毛利率高，近几年进入水产饲料行业的企业逐渐增多，竞争日渐激烈。特别是对于优质客户的抢夺，大型企业都会有直接的竞争。我们从下游养殖户调研反馈来看，均表示通威的饲料质量稳定，并且养出来的鱼抗应激能力强，卖相较好，鱼体型体色都比较自然，并且出肉率高。对养鱼来说，饲料质量稳定是最关键的因素，价格并不是最重要的。

公司在稳定质量的前提下，逐渐提高饲料价格，不打价格战。虽然水产饲料竞争激烈，但公司坚定不打价格战，只有稳住价格，才能稳住质量。公司 2012 年饲料毛利率较 2011 年增加了 1.19 个百分点，达到了 8.76%，这有一部分原因是公司提高的饲料对经销商的价格。据我们草根调研了解，今年通威还在继续涨价，幅度大约为 75-100 元/吨左右。

表 5：通威饲料实证分析

	2011						2012					
	放养			上市			放养			上市		
种类	规格 斤/尾	数量 尾	重量 斤	规格 斤/尾	数量 尾	重量 斤	规格 斤/尾	数量 尾	重量 斤	规格 斤 / 尾	数量 尾	重量 斤
草鱼（小）	1.5	21400	32100	8	20300	162400	1.5	24000	36000	9	24300	218700
草鱼（中）	3	63600	63600	12	61500	738000	3	59000	177000	11.5	58900	677350
草鱼（大）							5.5	10900	59950	17	10860	184620
鳊鱼（小）	0.15	20000	3000	2.6	20000	52000	0.15	20000	3000	2.7	20000	54000
鳊鱼（大）							0.4	12000	4800	3.5	10000	35000
其他吃食鱼		6500				50000		8000				100000
花鲢	2.2	15000	33000	10	130000	130000	4	14000	56000	13	14000	182000
投料	使用某厂家饲料，蛋白 28%含量，共 1140 吨，饲料款 376.2 万元						使用蛋白含量为 30%的通威 3#饲料 810 吨，通威膨化料 152#250 吨，416.6 万元					
饵料系数	3.08						2.11					

效益分析：本农户 2012 年使用通威饲料取得了很好的效果，相对于 2011 年使用某厂家的饲料，在放养规格和密度基本相同的情况下，2012 年少用了 80 吨，上市鱼的规格却提高了 1 斤/尾以上，预计吃食鱼产量也比 2011 年增加了几十万斤，同时花鲢和白鲢的规格较 2011 年也提高了 1 斤/尾以上。通过算账发现，饲料档次提高了，饵料系数降下来了，鱼病少了，养殖风险降低了，最终效益提高了。

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

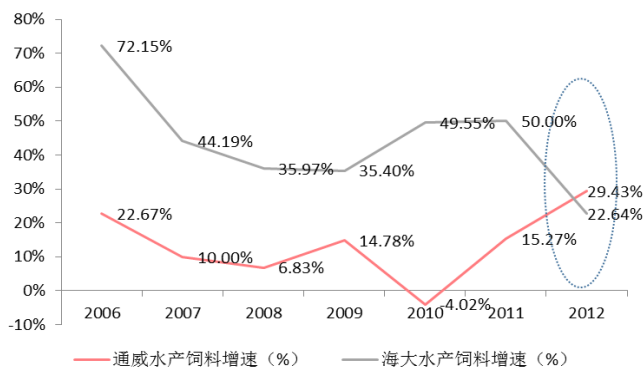
四、2013 年公司盈利有望反转

经过接近 3 年的营销变革和内部调整，公司的管理机制和制度已经逐渐理顺。凭借着公司多年行业龙头老大的地位和良好的口碑，水产饲料业务收入增速已出现明显的提升。公司未来的战略是优先发展水产料，确保龙头地位。然后发展猪料，禽料维持稳定。

（一）、销量增速明显提升

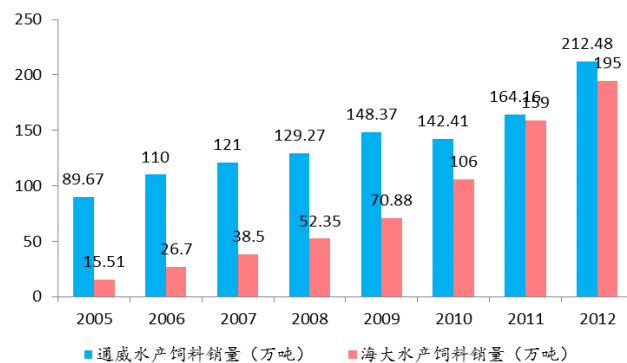
饲料行业毛利率较低，因此最重要的是销量，依靠高周转来提升 ROE。通威水产饲料在华东、西南地区有明显优势，华南、华中稍弱；而海大在华南、华中优势明显。由于公司 2006 年开始进入多晶硅行业，影响水产饲料的发展。而海大在上市之后加快布局，占领市场，逐渐缩小了与通威的差距。但从 2012 年开始，通威水产料销量增速首次超过海大。

图 20：公司 2012 年水产料增速已超过海大



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 21：通威水产饲料销量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司在饲料产能方面加大的投入。由于 08-10 年公司的分散精力转移做多晶硅和食品业务，减缓了水产饲料产能扩张速度，08 年公司几乎没有饲料新增产能，而 09 年仅增加攀枝花通威 10 万吨产能和海外越南通威 30 万吨水产料产能。2010 年剥离多晶硅业务之后，公司也加大了对饲料板块产能的投入。

表 6：公司 2010 年后新增产能投入

	单位名称	投资额 (万元)	新增产能 (万吨)	投产日期	主要产品
2007	惠州通威	3320.2	20	2007.1	水产料
	黄冈通威	3238.12	20	2007.7	水产、畜禽
	河南通威		15	2007	水产、畜禽

	枣庄通威		15	2007	水产、畜禽
	海南大海	8898.2	13		
	沅江通威	1000	20	2007.1	水产料
	越南通威	2000 万美元	30	2009.05	水产料
2009	攀枝花通威	500	10	2009	水产、畜禽
	广东预混生产线				预混料
	盐城巴大饲料		5	2012	水产、畜禽
	连云港通威	7533	24	2010.9	水产、畜禽
	黔西通威	5400	12	2010.08	水产、畜禽
	南通巴大饲料	1273	10	2010.9	特种水产料
2010	河南通威搬迁	3540.47	21	2010.3	水产、畜禽
	天津通威搬迁	7628.91	30	2010.5	水产、畜禽
	越南通威(增资)	6298.7		2010.5	
	沅江通威(增资)	4365		2010.5	
	珠海海一淡水料	2285.37	20	2011.1	水产料
2011	仙桃通威	8000	22	2011.8	水产、特种料
	饲料公司技改项目	6530	20		水产、畜禽
	淮安通威基建项目	546		2012	
	海阳通威	5175	20	2012.05	水产、畜禽
2012	青岛通威	500	5	2012.3	猪料
	昆明通威	10000	30	2012.11	水产、畜禽
	重庆通威	15000	50	2012.07	水产、畜禽
	高明通威	500			
	连云港通威(增资)	4500			
	海阳通威(增资)	818			
	天门通威	1500			
	揭阳海壹	1000			
2013	宾阳通威	2000			
	福州通威	1100			
	宁夏通威	1000			
	绍兴通威九鼎	250			
	合肥通威九鼎	250			
	茂名通威九鼎	250			
	黄梅通威九鼎	250			

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

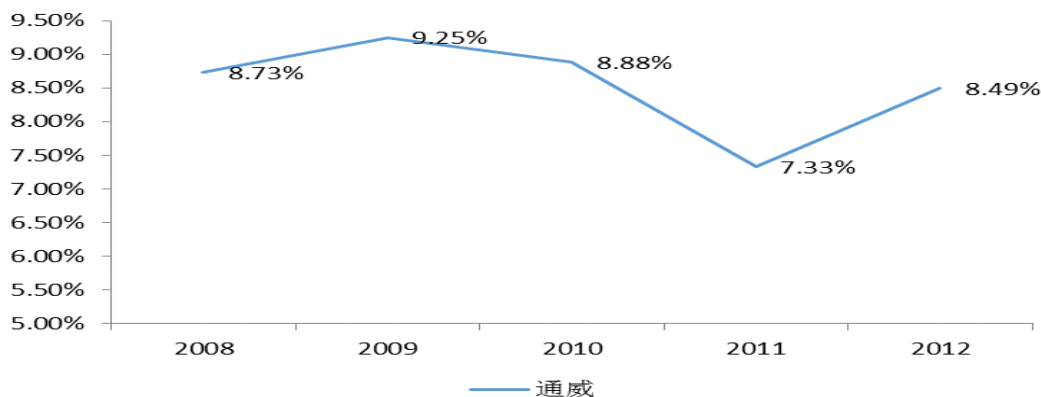
未来 3-5 年公司水产饲料的目标是：确保华东地区的优势；在华南地区要求 3-5 年内上升至第一位；在华中地区 3 年之内与第一名持平。事实上，在华南地区（海南、广西、广东）公司已与海大仅差 11 万吨的销量，公司去年在广东水产饲料的销售增速比海大高出了 10 个百分点。而华中地区，由于公司前些年的战略失误，在该地区的饲料销售量仅排第四。总经理严虎上位之后，加大了对华中地区的投入，原有人员全部换掉，目前已经追至第二位，但和第一名海大仍然有一倍的差距。由于华中地区在全国水域面积最宽，但工业饲料覆盖率较低，湖北地

区每亩水域平均仅投饲料 0.4 吨，与发达的华南地区每亩投料 2 吨有较大的差距。未来公司将加大在华中地区对优质客户的争夺。

(二)、毛利率开始回升

公司 2012 年毛利率较 2011 年提升了 1.16 个百分点，达到了 8.49%。我们认为公司毛利率提高的主要原因有：**1)、提价。**公司实行优质优价的销售策略，保证质量稳定，不参与低价竞争。据我们草根调研，今年通威在华中地区水产饲料价格依然有 75-100 元/吨的上涨。**2)、优化采购体系。**由原片区独立采购改变为建立了公司制的采购平台，进行总部原料的集中采购。集中采购一个由于量大，对供应商能够有更强的议价能力，降低采购成本；另外有专门的人员进行采购能够更快速的采集到信息，对原材料价格的走势能进行更好的判断。**3) 调整产品结构。**公司加大了对膨化料的推广，膨化料比颗粒饲料的价格大约贵 20% 左右。

图 22：公司毛利率开始回升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(三)、费用率有望下降

公司经过两年的投入，销量和毛利率均有提升，但同时各项费用率也大幅上升，特别是销售费用中的广告费，较 2011 年上升了 309%。我们认为未来几年将是公司出效益的几年，各项费用率会随着收入的增长同比增长，或略有下滑。

表 7：公司 2011-2012 年销售费用明细

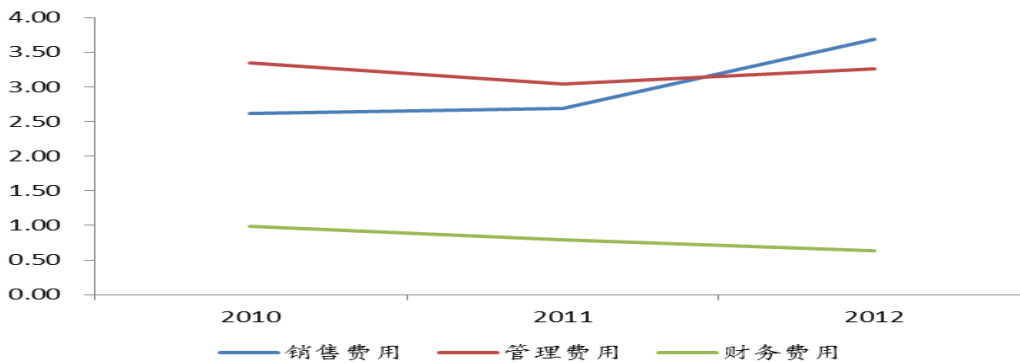
项目	2012 年发生额	2011 年发生额	Yoy
职工薪酬	192,783,678.88	150,013,028.04	28.51%
广告费	109,779,279.11	26,841,544.30	308.99%
差旅费	78,568,839.71	66,293,477.89	18.52%
运输费	23,926,668.76	17,033,893.55	40.47%
小车费	4,894,116.43	6,731,494.05	-27.30%
折旧费	6,035,791.62	6,498,170.21	-7.12%
业务招待费	5,263,627.27	4,600,078.52	14.42%
其他	76,367,184.96	33,942,090.49	124.99%

合计 497,619,186.74 311,953,777.05 59.52%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司向大股东定向增发 6 个亿今年下半年将会完成，这将减少公司财务费用。另外公司经过前两年的营销投入，今年将放缓销售人员的增加，我们认为今年公司的期间费用率将会有所下滑，今年将是公司的业绩反转年！

图 23：12 年公司三项费用率增长明显



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

五、食品业务今年有望减亏

公司从 2006 年开始大规模发展食品业务，但业务较杂，没有完善渠道和营销，使得这块业务一直没有发展起来。2010 年开始，公司又对食品业务进行了整改，逐渐缩减了不赚钱的湛江巨恒海产品公司和湘西金凤凰农业生物科技公司。公司对食品业务大的方向不会改变，未来依然会做产业链，畜禽主要是成都销售，不会往其他的区域发展，如果一直没有盈利，也不排除会关闭。水产食品会继续做下去，因为符合公司的战略发展方向。

目前公司食品业务主要有两块：水产品加工和畜禽肉制品。其中海南通威主要做水产品加工，包括罗非鱼和对虾，基本上是供出口；成都春源食品主要是做猪肉制品，在成都销售；还有成都新太丰，主要是做肉鸭屠宰。2012 年公司食品业务实现营业收入 8.47 亿元，同比 2011 年减少 5.45%，毛利率仅 0.75%，净利润大约亏损 1.2 亿，其中水产品 and 畜禽产品大约各亏损约 5000-6000 万元。公司亏损的主要原因是由于 1)、前期做安全食品的投入较大，而销量和产能利用率没有跟上，导致折旧较多。2)、前几年由于猪肉价格处于高位，出现食品价格倒挂，而公司原料均需要外购，导致成本较高。我们认为食品业务今年将较去年有所减亏，主要原因有：

1、今年畜禽价格处于低位，公司成本端得到缓解。公司主要做猪肉食品深加工，原料都是从外部购进，畜禽价格降低会缓解公司食品业务成本端的压力。双汇一季报毛利率达到了 19.2%，同比提升了 2.4%，主要是由于生猪价格的大幅下跌所致。我们认为如果今年生猪价格持续在低位，公司畜禽加工业务利润将会好转。

2、公司食品业务营销和管理人员到位，今年将会缩减在这一块的投入，今年或成为一个转折点。公司已经招聘了大量做食品渠道和营销的人员，专门负责此块业务，减轻了总部的压力。同时公司食品业务经过多年的布局，质量和口碑都在恢复和提升，目前公司的部分子公司

已经开始盈利。

表 8：公司主要食品子公司

子公司全称	注册地	业务性质	经营范围	持股比例
通威（成都）水产食品有限公司	成都	食品加工	速冻食品。生产销售；内陆水生动物收购、销售及技术服务；水产食品项目投资与开发；货物进出口、技术进出口。	100%
通威水产有限公司	成都市	养殖业	水产养殖及技术咨询；水产食品项目投资；水产食品技术研究；商品批发与零售；进出口业。	100%
成都通威水产科技有限公司	成都市	养殖业	水产良种繁育、引进名优特水产品、工厂化养鱼及苗种、成鱼的水产、销售、水产、畜禽饲料的生产、销售	100%
成都通威鱼业有限公司	成都市	养殖业	水生动物养殖、收购、经营及技术咨询服务；预包装食品销售	100%
通威（海南）水产食品有限公司	海南	食品加工	水产品、农产品、畜产品的收购、加工、销售和贸易	52.98%
海南海壹水产种苗有限公司	海南	养殖业	水产养殖、种苗培育	100%
成都春源食品有限公司	成都市	食品加工	加工销售：肉类制品；进出口：自产产品及技术的出口业务；本企业生产所需的原辅材料等的进口业务，经营进料加工和“三来一补业务”；生猪养殖、收购	72.29%
四川省春源生态养殖有限责任公司	成都市	养殖业	畜禽喂养	100%
湛江巨恒海产食品有限公司	湛江市	食品加工	海产品的收购、冷冻、加工、销售，水产养殖项目的筹建。	51%
通威（成都）三文鱼有限公司	成都市	养殖业	三文鱼、冷水鱼研究、开发、养殖，新鱼类展示，科普宣传，渔业观光，营销	52%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

六、盈利预测和投资评级

1)、我们认为随着公司对水产饲料业务板块营销力度和管理力度不断加大，未来几年将是逐渐获得成效的几年，销量的增长将明显增加。由于公司基数较大，已经是水产饲料销售量最大的公司，我们预计将在 20%-25%左右的速度增长。畜禽料方面，虽然公司战略重心在水产料，但由于基数较小，猪料将保持增长的趋势，禽料增速将更低一些。公司未来三年水产饲料销量预计 2013-2015 年分别为 265/323/388 万吨，增速分别为 25%/22%/20%。畜禽饲料销量为 158/190/221 万吨，增速分别为 0%/22.6%/16.7%。

2)、毛利率方面，我们认为公司近几年打出了“高质高价”产品政策，毛利率开始逐年提升。另外公司未来会加大在高毛利率水产料，特别是膨化料的销售比例，减少畜禽料在营业收入中的比例。

3)、三项费用：公司剥离多晶硅后开始大力发展水产饲料板块，加大了营销力度和人员的招聘。经过两年的投入，现在已经开始显现成效，我们认为未来公司销售和管理费用率将会逐渐持平或下降。财务费用方面，公司向大股东定向增发 6 个亿今年下半年将会完成，这将会减少公司部分财务费用。

4)、食品业务：我们认为今年食品业务部分经过去年的大亏之后，今年将减少投入，优化内部结构。去年食品毛利率仅 0.71%，今年原材料畜禽价格持续下跌，食品毛利率预计会有所回升，但总体依然亏损，亏损幅度将减少。

表 9：公司盈利预测表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
水产饲料					
销量	164	212	265	323	388
yoy	18.84%	29.27%	25%	22%	20%
价格	3463	3550	3630	3680	3700
收入	5680	7526	9619.5	11897	14355
yoy	16.16%	32.50%	27.82%	23.68%	20.65%
成本	5083.60	6713.19	8580.59	10612.52	12804.23
毛利率	10.5%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%
猪饲料					
销量	69	85	98	122	147
yoy	35.29%	23.19%	15%	25%	20%
价格	3260.87	3405	3480	3500	3550
收入	2250	2894.25	3402	4277	5205
yoy	39.41%	28.63%	17.53%	25.72%	21.71%
成本	2070.00	2662.71	3129.56	3934.44	4788.77
毛利率	8%	8.00%	8%	8%	8%
禽饲料					
销量	100	71	57	62	69
yoy	14.94%	-29.00%	-20%	10%	10%
价格	2708.00	3027.82	2980	2930	3020
收入	2708	2150	1693	1831	2076
yoy	21.98%	-20.61%	-21.26%	8.15%	13.38%
成本	2679.40	2093.10	1642	1776	2013
毛利率	1.06%	2.64%	3%	3%	3%
饲料合计					
销量	333	368	420	508	603
yoy	20.65%	10.51%	14.01%	21.07%	18.77%
价格	3194.59	3415.76	3507.05	3544.45	3586.08
收入	10638	12570	14714	18005	21635
yoy	21.94%	18.16%	17.06%	22.37%	20.16%
成本	9833	11469	13352.02	16322.70	19606.32
毛利率	7.57%	8.76%	9.26%	9.34%	9.38%

食品加工及养殖

销售收入	896	847	889	978	1076
yoy	15.46%	-5.47%	5%	10%	10%
销售成本	879	841	880	964	1060
毛利率	1.90%	0.71%	1%	1.50%	1.50%

其他

销售收入	67	74	81	90	98
yoy	-44.63%	10.45%	10%	10%	10%
销售成本	38	35	45	54	59
毛利率	43.28%	52.70%	45%	40%	40%

总计

销售收入	11601	13491	15685	19072	22810
yoy	20.58%	16.29%	16.26%	21.60%	19.60%
销售成本	10750	12345	14277.25	17340.03	20725.39
毛利率	7.34%	8.49%	8.97%	9.08%	9.14%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

我们认为随着公司的营销变革和投入，公司未来三年的 EPS 分别为 0.25/0.35/0.48 元，增幅分别为 79%/42%/35%，对应目前 5.35 元股价的 PE 为 21x/15x/11x。公司水产饲料销量和总销量均和海大规模相近，但目前公司的市值仅 36 亿，而海大的市值有 123 亿，相差将近 100 亿，我们认为公司价值低估，给予“推荐”评级。

表 10: 公司财务报表预测

资产负债表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	利润表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	728	500	500	500	营业收入	13491	15684	19072	22810
应收款项	439	473	575	706	营业成本	12345	14277	17340	20725
存货净额	944	1004	1363	1560	营业税金及附加	5	7	7	9
其他流动资产	84	102	125	147	销售费用	498	565	687	812
流动资产合计	2195	2079	2563	2913	管理费用	439	519	619	702
固定资产	1813	2029	2235	2461	财务费用	85	96	117	156
无形资产及其他	364	347	329	312	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	148	148	148	148	资产减值	(34)	(20)	(27)	(27)
长期股权投资	21	21	21	21	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	4541	4623	5297	5855	营业利润	85	202	277	379
短期	1305	1291	1496	1789	营业外净收支	33	10	10	10
应付款项	469	541	753	825	利润总额	118	212	287	389
其他流动负债	430	395	513	635	所得税费用	34	61	72	97
流动负债合计	2204	2226	2762	3250	少数股东损益	(12)	(21)	(29)	(39)
长期借款及应付债券	723	723	723	723	归属于母公司净利润	96	172	244	331
其他长期负债	122	83	70	46					
长期负债合计	845	806	793	769	现金流量表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
负债合计	3049	3032	3555	4019	净利润	96	172	244	331
少数股东权益	13	(2)	(2)	(4)	资产减值准备	7	(25)	1	1
股东权益	1480	1600	1766	1867	折旧摊销	199	208	234	264
负债和股东权益总计	4541	4631	5319	5882	公允价值变动损失	34	20	27	27
					财务费用	85	96	117	156
关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E	营运资本变动	11	(138)	(166)	(178)
每股收益	0.14	0.25	0.35	0.48	其它	(2)	10	(1)	(4)
每股红利	0.20	0.08	0.11	0.33	经营活动现金流	345	247	339	441
每股净资产	2.15	2.33	2.57	2.72	资本开支	(356)	(401)	(451)	(501)
ROIC	5%	7%	9%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	11%	14%	18%	投资活动现金流	(364)	(401)	(451)	(501)
毛利率	8%	9%	9%	9%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	2%	2%	2%	2%	负债净变化	(150)	0	0	0
EBITDA Margin	3%	3%	3%	4%	支付股利、利息	(140)	(52)	(78)	(230)
收入增长	16%	16%	22%	20%	其它融资现金流	935	(15)	205	294
净利润增长率	15%	79%	42%	36%	融资活动现金流	364	(66)	127	64
资产负债率	67%	65%	67%	68%	现金净变动	346	(220)	15	4
息率	3.7%	1.4%	2.1%	6.1%	货币资金的期初余额	382	728	500	500
P/E	39.4	22.0	15.5	11.4	货币资金的期末余额	728	507	515	504
P/B	2.6	2.4	2.1	2.0	企业自由现金流	(2)	(106)	(80)	17
EV/EBITDA	17.0	13.0	11.2	9.5	权益自由现金流	783	(200)	38	212

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 2012 公司营业收入构成	4
图 2: 2012 公司毛利构成	4
图 3: 公司主营业务收入和净利润增长	4
图 5: 公司水产饲料业务销量及增长	4
图 4: 公司收入构成变化	4
图 6: 公司饲料业务销售收入及毛利率	4
图 7: 通威股份饲料业务销售收入及毛利率	5
图 8: 海大集团饲料业务销售收入及毛利率	5
图 9: 公司股权结构图	5
图 10: 1991-2011 我国水产饲料产量及增速	6
图 11: 1991-2011 我国水产养殖产量及增速	7
图 12: 我国水产饲料需求量及工业化率（按饵料系数 1.8 测算）	7
图 13: 我国饲料加工企业数量及增速	8
图 14: 通威与海大水产饲料销量市场占有率	8
图 15: 2012 我国水产饲料企业前 10 名销量占比	8
图 16: 近年来公司销售人员数量增加	错误!未定义书签。
图 17: 销售费用 12 年大幅上升	
图 18: 公司 16 大片区精细化管理	11
图 19: 公司人均薪酬追上海大集团	
图 20: 公司 2012 年水产料增速已超过海大	13
图 21: 通威水产饲料消费量	13
图 22: 公司毛利率开始回升	15
图 23: 12 年公司三项费用率增长明显	16

表格目录

表 1: 2012 公告的公司主要控股参股子公司经营情况	5
表 2: 2012 中国水产饲料企业前 10 名销量	7
表 3: 2012 特种水产料四大集团销量	8
表 4: 公司销售模式变革前后对比	10
表 5: 通威饲料实证分析	12
表 6: 公司 2010 年后新增产能投入	13
表 7: 公司 2011-2012 年销售费用明细	15
表 8: 公司主要食品子公司	17
表 9: 公司盈利预测表	18
表 10: 公司财务报表预测	20

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

吴立，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

吴立，农林牧渔行业分析师。2012 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年—2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn