

开创国际 (600097)

# 业绩拐点之年

**买入 / 维持评级**

股价: RMB15.71

**分析师**

蒋小东  
SAC 执业证书编号: S0930208020141  
021 - 68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

- 我们在当前时点推荐开创国际的主要理由:
- **2010 年竹荚鱼产量恢复性增长:** 09 年公司受气候异常及智利地震影响, 竹荚鱼捕捞量创出历年低点 7.2 万吨, 而往年的正常水平在 9.1-9.3 万吨; 预计 2010 年公司将实现恢复性增长, 产量恢复至 9 万吨以上, 实现 25% 的产量增长。2010 年竹荚鱼的销售价格与去年相比保持平稳, 能保证公司获得较高的毛利水平。
- **金枪鱼产量未来 3 年稳步扩张:** 自公司 08 年末完成重大资产重组以来, 公司积极推进产能扩张战略。09 年引入 1 艘围网渔船, 年产能达 8000 吨。另外公司在手的造船合同可保障 2010 和 2011 年分别有 2 艘年产量达到 7500 吨的围网渔船进入运营。我们预计公司 10-12 年的金枪鱼产量可达 5.7 万吨、7 万吨和 7.5 万吨。产能综合增长率可达到 23% 以上。
- **泰国金枪鱼价格已由三月初的 900 美元/吨升至目前的 1400 美元/吨, 全年有望保持强势。** 随着金枪鱼主要加工地——泰国的需求从政变的扰动中恢复, 金枪鱼价格有望继续保持强势。我们预计泰国金枪鱼价格的全年均价可达 1400 美元/吨, 对应开创国际的销售均价 1200 美元/吨, 同比增长 20%。
- **海洋渔业资源的稀缺性保障公司长期价值。** 世界海洋渔业资源中, 约 28% 的种群为过度开发 (19%)、衰退 (8%) 或从衰退中恢复 (1%), 52% 的种群被完全开发, 这意味着 80% 种群的捕捞产量已经处于或接近最大可持续的极限间; 只有约 20% 的种群为适度或低度开发, 产量存在一定的增长空间。整体而言, 海洋捕捞渔业资源的增长空间已经不大, 但是对海洋渔业的需求却在持续扩张。由于渔业资源的稀缺性, 公司的竹荚鱼和金枪鱼产品长期处于供不应求状态。近三年竹荚鱼业务毛利率保持在 40% 以上, 金枪鱼业务毛利率则在 30% 左右。长期来看, 公司能较好地转嫁油价、人力等因素上涨的成本。
- **盈利预测和估值:** 我们预测公司 10-12 年的 EPS 为 0.91 元、1.13 元和 1.34 元, 目前股价对应 2010 年盈利 17XPE, 估值偏低, 给予“买入”评级。

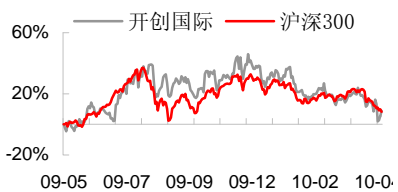
**相关研究**

《开创国际年报点评: 正在走出低迷期》  
2010.4.30

**基础数据**

总股本 (百万股)	203
流通 A 股 (百万股)	115
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	1814

**最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图**



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	811.3	53.5	1152.0	1383.1	1559.5
(+/-%)	-21.4	-0.1	42.0	20.1	12.8
归属母公司净利润(百万元)	152.1	-0.8	184.4	229.6	271.0
(+/-%)	-3.1	-7.3	21.2	24.5	18.0
EPS(元)	0.75	0.00	0.91	1.13	1.34
P/E(倍)	20.3	-3803.0	17.1	13.7	11.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

1、基本情况介绍.....	3
1.1 历史沿革 .....	3
1.2 业务介绍 .....	3
1.3 资产状况 .....	4
2 开创国际竞争优势分析 .....	6
2.1 政策支持 .....	6
2.2 人力成本优势 .....	7
2.3 管理优势 .....	8
2.4 盈利驱动因素 .....	8
3 投资价值分析：产能稳步扩张下的持续增长.....	9
3.1 海洋渔业资源整体不足催生行业高景气.....	9
3.2 国际渔业资源监管不断加强将使公司获得替代低成本产能机会 .....	10
3.3 竹荚鱼市场垄断竞争格局造就高价高毛利 .....	11
3.4 金枪鱼价格随行就市.....	11
4 分业务估值及盈利预测 .....	13
4.1 竹荚鱼业务：2010 年将实现恢复性增长 .....	13
4.2 金枪鱼业务：最近两年外生增长确定.....	14
4.3 南极磷虾将成公司未来重要渔场.....	15
4.4 估值假设和盈利预测.....	15

## 1、基本情况介绍

### 1.1 历史沿革

2008 年末，开创国际（原华立科技）重大资产重组的方案获得证监会通过，即将原浙江华立科技股份有限公司全部资产和负债与上海远洋渔业有限公司持有的上海开创远洋渔业有限公司 100% 的股权进行置换，并向上海远洋渔业有限公司非公开发行 8715 万股新股以弥补置入资产和置出资产之间的差价。资产重组完成后，公司总股本变更为 2.02 亿股，上海远洋占有 43% 的股权，成为公司的第一大股东。2009 年开始，公司的主营业务变更为远洋捕捞业，主要涉渔品种包括竹荚鱼和金枪鱼。

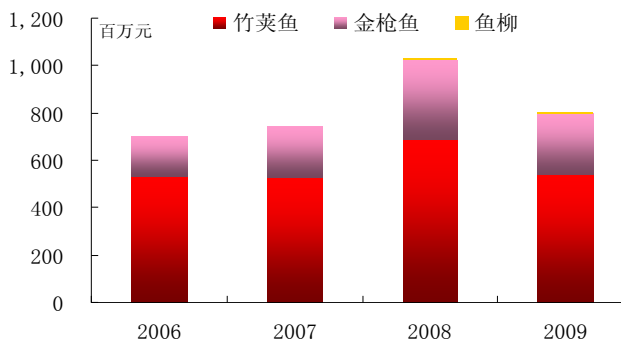
### 1.2 业务介绍

开创国际捕捞竹荚鱼的渔区在东南太平洋的智利沿海区域，该区域的竹荚鱼是全世界单一渔获数量第二大的品种，年捕捞量可达 40 万吨以上。开创国际的年捕捞量达到 9-10 万吨，与荷兰的 PARLEVLIE 公司和希腊 LAVINA 公司同列为该地区的最大生产商，各占有约 25% 的市场份额。捕获的竹荚鱼则通过开创与 LAVINA 结成的销售共同体——CRYSTAL FROZEN 公司销往尼日利亚。竹荚鱼的捕捞季节在每年的 4—11 月份，销售价格为年度协议价格（每年 3—4 月份捕捞季开始之前签订），若无重大变化则全年执行协议价。由于东南太平洋的竹荚鱼资源已经处于完全或过度开发状态，因此竹荚鱼的资源整体是处于不足的状态，而世界上食用中上层海水鱼的国家（如俄罗斯、尼日利亚等）的需求还在不断上升中。因此公司的竹荚鱼产品基本上属于供不应求状态，产品毛利率长期维持在 40% 以上。

金枪鱼捕捞业务在中西太平洋区域展开，公司采用围网捕捞方式获取中上层的小型金枪鱼，其中 80% 以上为鲣鱼，还有少量的大眼金枪鱼和黄鳍金枪鱼。金枪鱼捕捞没有明显的季节性，全年均可进行。公司所捕获的鲣鱼主要用于制作金枪鱼罐头，主要加工地在泰国和厄瓜多尔，公司的产品主要通过三大经销商就近销往泰国，也有少部分销往国内的加工厂。金枪鱼价格的主要影响因素是油价，并且生产和销售市场均为完全竞争，因此价格随行就市，一船一价。正常情况下，捕捞商是根据成本加成的方式进行定价的，开创的金枪鱼产品毛利率在近三年都保持在 30% 左右的水平。

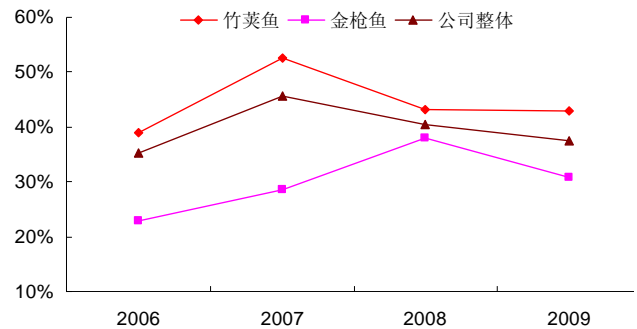
公司竹荚鱼业务毛利率更高。我们认为一方面是竹荚鱼资源的稀缺性更强，另一方面智利竹荚鱼的生产销售形成了垄断竞争的格局，因此捕捞生产商的定价能力更强。

图 1 收入结构：竹荚鱼约占 70%，金枪鱼占 30%



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

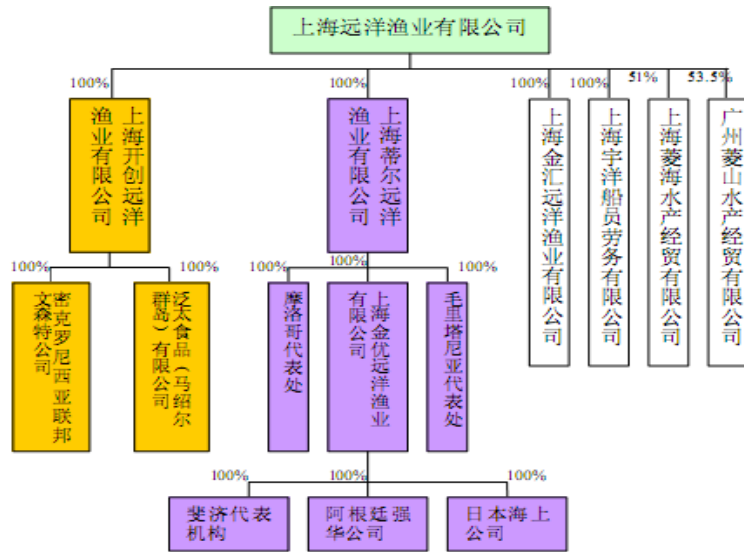
图 2 整体毛利率高且稳定，竹荚鱼业务毛利率更高



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

1.3 资产状况

图 3 开创国际拥有上海远洋全部的大洋性捕捞资产



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：黄色部分为置入资产

上海远洋渔业有限公司是上海水产集团（上海市国资委直属企业）的全资子公司，拥有集团全部的远洋捕捞资产，其捕捞作业区域涉及太平洋、大西洋和印度洋等海域。下属子公司中，开创远洋运营大洋性捕捞资产，蒂尔远洋运营过洋性捕捞资产（即近海捕捞），其余子公司的业务与远洋捕捞没有直接联系。截至 2008 年 4 月 30 日，置入资产的账面价值 4.45 亿元，评估价值高达 12.48 亿元，2008 年实现净利润 1.57 亿元。

表 1 开创远洋注入船舶资产情况

船舶类型	船舶名称	使用年限(年)	成新率	加工能力	年捕捞(万吨)	总吨位(吨)	净吨位(吨)	有效吨位比例	捕捞频率
竹荚鱼拖网加工船	开富号	13.2	44%	170	10	7671	2354	31%	178 天/年
	开裕号	13.2	44%	170		7671	2354	31%	178 天/年
	开顺号	12.0	40%	130		7847	2394	31%	178 天/年
	开利号	13.2	44%	130		7847	2394	31%	178 天/年
	开欣号	11.2	37%	110		4407	1322	30%	178 天/年
金枪鱼围网捕捞船	金汇 1 号	10.7	36%	100	3	995	330	33%	10 船/年
	金汇 2 号	9.7	32%	100		995	330	33%	10 船/年
	金汇 3 号	10.2	34%	100		995	330	33%	10 船/年
	金汇 6 号	13.4	45%	150		1198	359	30%	10 船/年
	金汇 7 号	15.6	52%	150		1769	530	30%	10 船/年
	波拿佩 1 号	9.0	30%	100	1039	460	44%	10 船/年	
运输船	开源号	4.2	14%	-	-	2340	772	33%	-

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2008 年末，上海开创远洋渔业有限公司置入时的资产包括 5 艘竹荚鱼拖网加工渔船和 6 艘金枪鱼围网船，中国最大的大洋性捕捞船队。竹荚鱼捕捞船队下属开利号、开裕号、开顺号、开富号、开欣号五艘大型鱼拖网加工船，总吨位达 3.54 万吨，年捕捞量近 10 万吨，主要的捕捞区域在东南太平洋智利外海，产品主要销往尼日利亚。金枪鱼捕捞船队下属金汇 1 号、金汇 2 号、金汇 3 号、金汇 6 号、金汇 7 号和波纳佩 1 号共七艘金枪鱼围网捕捞船，总吨位达 6991 吨，年捕捞金枪鱼量约 3 万吨，主要在中西太平洋海域作业，产品销往东南亚和中国等地的加工厂。

**表 2 开创远洋上市以后新增船舶资产情况**

新增船型	合同签订日期	交付日期	造价/收购价 (万元)	建造方	运营方	使用寿命	年捕捞量 (吨)
围网捕捞渔船	2009.01	2009.05	6693.4	-	泛太渔业	14	8000
围网捕捞渔船	2009.01	2009.12	10245	台湾庆富	泛太渔业	30	7000-8000
围网捕捞渔船	2009.01	2010.02	10245	台湾庆富	泛太渔业	30	7000-8000
围网捕捞渔船	2009.03	2010.07	10500	大连渔轮	泛太渔业	30	7400
围网捕捞渔船	2009.03	2010.11	11500	大连渔轮	泛太渔业	30	7400

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2009 年以来，公司积极贯彻上市初所推行的产能扩张战略。09 年初公司一系列引进和新建渔船的动作主要集中在金枪鱼业务上，按照目前的已有合同将使公司 2011 年末的金枪鱼捕捞产能到 2011 年末有望达到 7 万吨左右的水平，基本可实现在 08 年的基础上 3 年翻番的目标。

- 2009 年 1 月，公司通过全资孙公司泛太渔业（马绍尔群岛）有限公司花费 980 万美元向法国 COBRECAF S.A 公司购买了一艘现役大型远洋金枪鱼围网船，MEN CREW 号，新增金枪鱼产能约 8000 吨。2009 年 6 月进入渔场后为公司贡献金枪鱼产量约 4800 万吨。
- 2009 年 1 月公司与台湾庆富造船股份有限公司签订《船舶建造合约》，由泛太渔业委托庆富公司建造 2 艘 1100 吨级钢质大型远洋金枪鱼围网船，每艘船建造工程价为 1500 万美元。在建的 2 艘大型围网船，在 2009 年末均已完成船台建造部分，实现顺利下水，进入下水后建造阶段，预计将在 2010 年内先后完工投入使用。
- 2009 年 3 月公司与中国船舶重工集团下属的大连渔轮公司签署了两份《远洋围网渔船船舶设计与建造合同》，由开创远洋委托大连渔轮建造 2 艘 1750 吨远洋围网船（每份合同委托建造的数额为 1 艘），其中一艘为人民币 10,500 万元，另一艘为人民币 11,500 万元，共计 22,000 万元。目前施工设计图纸尚在等待主管机关审图批准。如果实施顺利，这两艘金枪鱼捕捞船将在 2011 年投入使用。

未来公司的产能扩张将更多地体现在竹荚鱼拖网加工渔船上，公司计划在未来 2-3 年通过引进、租赁、吸引外商参股的方式，新增竹荚鱼大型拖网加工船 2-4 艘。

由于东南太平洋的智利竹荚鱼已经处于完全和过度捕捞状态，因此新建竹荚鱼拖网加工船难以获得捕捞证。但是，由于人力成本等方面的原因，近年来竹荚鱼捕捞行业形成了从发达国家向发展中国家转移的趋势。对于中国这样存在远洋捕捞鼓励政策（如柴油补贴、造船贷款优惠等）的国家而言，其竞争优势更为明显。公司现有的开富、开裕系列捕捞船即是 2006 年从合作伙伴——希腊 Lavinia 公司处转让获得。Lavinia

的竞争优势是在经销环节，在捕捞环节并不具有成本和技术优势。因此，Lavinia 转移捕捞业务，保留和发展经销业务是理性的选择。开创国际方面，利用政策和人力成本的优势对其他捕捞商的产能进行替代，扩大自身捕捞产能也是大势所趋。公司计划在未来 2—3 年内进一步引进 Lavinia 剩余的竹荚鱼捕捞产能，将竹荚鱼捕捞能力从目前的 10 万吨/年扩大至 14-18 万吨/年。

## 2 开创国际竞争优势分析

截至 2008 年，我国从事远洋渔业的生产企业有 120 多家，分布在三大洋及 31 个国家和地区海域作业；各类远洋作业渔船 1500 余艘，其中鱿钓船 300 余艘，金枪鱼钓船近 400 艘，拖网渔船近 800 艘；从业人员 5 万多人，捕捞年产量 100 多万吨，年产值 100 多亿元。远洋渔业中过洋性渔业与大洋性渔业的比重大约为 4：6。开创国际所从事的正是远洋渔业中的大洋性渔业，目前拥有全国最大的远洋捕捞船队，包括 7 艘金枪鱼围网捕捞船和 5 艘竹荚鱼拖网加工船。

与国外的大洋性捕捞企业相比，开创国际的主要竞争优势在于政策支持和人力成本。远洋渔业作为国家重点支持和鼓励的行业，国家财政部、发展改革委、商务部等制定了有关税收减免、造船资本金补贴、贷款贴息、柴油补贴，安排专项资金支持公海探捕等一系列优惠政策给予扶持。人力成本方面，发达国家的大型拖网船队人力成本约占生产成本的 35%—40%，金枪鱼围网船队的人工成本约占总成本的 30%；而开创国际的人力成本仅占生产成本的 6%，远低于国外竞争对手。

### 2.1 政策支持

远洋渔业是利用国外和公海的渔业资源进行捕捞，然后销往国际市场的外向型产业，具有资源与市场“两头在外”的特点，属于国家积极支持发展和扶持的产业。2001 年 10 月，国务院批准《我国远洋渔业发展总体规划》，几年以来相继落实了企业减免税、柴油补贴、造船基建的优惠贷款等各项政策措施，并安排专项资金支持公海探捕。为我国远洋渔业的健康、持续发展奠定了坚实的基础。

特别是柴油补贴，能够为从事远洋捕捞的企业节省大量的成本费用，构成了中国企业参与国际竞争的重要优势。

#### 柴油补贴

根据《农业部办公厅关于发放渔业柴油补贴资金有关问题的通知》及《渔业成品油价格补助专项资金管理暂行办法》的规定，国家财政对从事农业生产、远洋捕捞所用柴油进行价格补贴。开创远洋自 2006 年以来获得油价补贴的计算方式：

- 2006 根据实际耗油量\*油价上涨幅度\* 50%；
- 2007 根据理论耗油量（船舶功率\*公海、200 海里内专属经济区不同系数测算）\*油价上涨幅度\* 50%；
- 2008 根据理论耗油量（船舶功率\*公海、200 海里内专属经济区不同系数测算）\*1100 元/吨（约为油价上涨幅度的 50%）。

2010 年开始，公司将根据农业部于 09 年 12 月 31 日发布的《渔业成品油价格补助专项资金管理暂行办法》获得补贴，而补贴的标准将根据 09 年初公布的《关于成品油价格和税费改革后进一步完善种粮农民部分困难群体和公益性行业补助机制的通知》

来执行：即以国家确定的成品油出厂价与 2006 年成品油价格机制改革前油价（汽油 4400 元/吨、柴油 3870 元/吨）之间的差价为基础，全年加权平均测算确定油价补贴的标准；每一年度的补贴用量以上一年度的补贴用量为基础，考虑增、减变化因素后确定。2008 年开创国际获得的中央财政柴油补贴约为 5200 万元，2009 年的柴油补贴额也达到了 4770 万元。

09 年以来国内成品油市场已经形成了初步市场化的定价机制，目前国内油价已经总体上与国际石油价格挂钩，柴油补贴的计算标准能够比较真实地反映公司成本的变化，从而更好地对冲公司实际经营中燃油成本上升的风险。

## 2.2 人力成本优势

发达国家的船队人工成本约占生产成本的 30%—40%，而开创国际的人工成本仅占生产成本的 6%，人力成本方面开创国际占有绝对优势。从开创国际的成本结构中可以看到，主要的三项成本为渔用器材、燃油和折旧大修，合计占将近 80%，而人工成本仅占 6%左右。由于远洋渔业两头在外，因此渔用器材、燃油等均为在外采购，因此这一块与国外竞争对手的成本差不多，而大修的成本国内要低于国外。

图 4 开创国际竹荚鱼业务成本结构

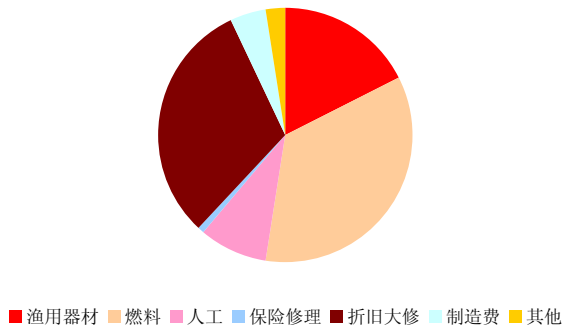
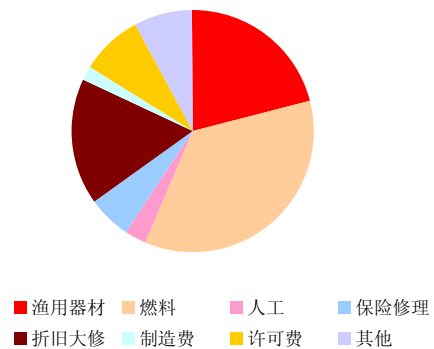


图 5 开创国际金枪鱼业务成本结构



数据来源：公司公告,华泰联合证券研究所

数据来源：公司公告,华泰联合证券研究所

根据测算，开创的人工成本仅为国外竞争对手的 1/10，而总体成本要比国外竞争对手低 20%以上，人力成本构成了公司在国际竞争中的重要优势。根据敏感性分析，当产品价格使得竞争者船队毛利率为 15%—20%时，开创的毛利率可达 45%以上。

表 3 开创国际人工成本占比分析

	2006	2007
竹荚鱼业务人工成本	2,393.86	2,122.11
金枪鱼业务人工成本	327.01	445.1
人工成本总计	2,720.87	2,567.21
竹荚鱼业务生产成本	32,335.18	24,943.55
金枪鱼业务生产成本	12,912.56	16,622.84
生产成本总计	45,247.74	41,566.39
人工成本占比	6.01%	6.18%

资料来源：华泰联合证券研究所

由于竹荚鱼是一种相对稀缺的资源，捕捞是一个相对比较集中的行业，中长期来看，行业的利润率能够维持一个较高的水平。我们认为，开创的毛利率长期能够维持 40% 以上。而相应地，金枪鱼的毛利率也能达到 30% 以上。

### 2.3 管理优势

开创国际自完成资产置换后，更换了经营班子，以朱董事长为代表的高层管理者均为长期从事远洋捕捞的资深从业者，拥有丰富的运营经验。公司的捕捞效率长期处于国内领先、国际先进水平，以 2009 年为例，在智利外海竹荚鱼渔场 11 艘国内捕捞船舶来看，公司 5 艘船舶捕捞产量占总产量约 73%，船队的产能和效益在东南太平洋智利外海的大型拖网捕捞生产船队中保持国内第一，国际领先水平。

### 2.4 盈利驱动因素

影响公司盈利能力的主要因素是捕捞能力、鱼价以及燃料成本。

#### ● 捕捞能力未来 3 年稳定增长

公司目前的捕捞产能为 5 艘竹荚鱼拖网加工渔船，每年的正常捕捞量为 9.2 万吨，以及 7 艘金枪鱼围网渔船，年捕捞量 3.5 万吨。

未来捕捞产能的增长主要来自于外生和内生两个方面。外生增长方面，公司未来的发展战略是在 2—3 年内，充分利用中国远洋渔业在人力成本和政策支持方面的优势，对现有的捕捞产能进行大规模的扩张，3 年内形成 7-9 艘竹荚鱼拖网捕捞船和 11 艘金枪鱼围网捕捞船的规模。目前，公司已经通过购买二手船和签订造船合同的方式，增加了 5 艘金枪鱼围网捕捞船的产能，新增产能将于 2009 年和 2010 年陆续投产。内生增长方面，公司能够通过加强业务能力，增加有效作业天数。例如竹荚鱼捕捞船目前在海上的天数为 250 天，但有效作业天数仅为 178 天，未来还存在较大的提升空间。

#### ● 竹荚鱼执行年度协议价格，金枪鱼价格随行就市

公司的竹荚鱼产品以冷冻原条鱼形式通过经销商对尼日利亚销售。开创与希腊 Lavinia 公司结成“销售共同体”，授权经销商 Crystal Frozen (Lavinia 子公司) 统一对外进行价格谈判（授权协议不确定销售价格，具体价格由双方每年签订补充合同）。竹荚鱼价格形成机制为 1 年 1 签，每年 4 月份形成年度价格。开创国际为授权销售协议支付的服务费用为 15 美元/吨。开创国际与 Lavinia 的捕捞量占到尼日利亚市场的 50% 以上，因此在价格谈判中能够占据有利地位。

公司金枪鱼产品以鲣鱼为主，运往东南亚和中国的加工厂加工为金枪鱼罐头。产品价格则是一船一价，随行就市。根据业内人士经验，金枪鱼价格与油价的关联度较高。

我们认为，由于公司的人力成本和柴油补贴政策优势，生产能本能够比国外竞争者低 20% 以上，因此在国外捕捞商处于盈亏平衡点时，开创仍然能够获得较好的盈利水平。以半年以上或更长的周期来看，不管鱼价如何变化，我们认为开创都能够获得高于行业平均利润率的盈利水平。

由于鱼价的主要驱动因素是油价，而在油价上涨时公司能够通过柴油补贴有效地对冲大部分的成本上涨，同时能够百分百地享受产品价格上涨带来的收入增加，因此鱼价的上涨是有利于公司盈利能力增加的因素。

#### ● 柴油补贴对冲燃料成本波动

成本方面，燃料占直接生产成本的比重达 35%-40%左右；除生产成本外销售费用是另外一项重要成本，销售费用中运输费占有约 77%的比重。因此，燃料价格的变动对公司的利润影响非常大。公司大洋性捕捞的业务模式决定了生产过程中所需的燃料、渔需物资等需要向经销商采购并在海上完成补给，补给物质定价依据市场价格。2007-2008 年油价的大幅波动对公司的生产经营产生了很大的影响。

由于中国对远洋捕捞采取政策支持，国家财政对从事远洋捕捞所用柴油进行价格补贴。开创国际可以获得每年油价上涨幅度中的约 50%作为补贴，这使得公司在与国外船队的竞争中具有明显的成本优势。

在上文我们也分析过，目前的柴油补贴机制定价标准是按照国内柴油价格与某个特定价格（柴油 3870 元/吨）之间的差来确定补贴的价格，以估算的企业实际用水量来确定补贴的量。由于以往国内成品油定价长期偏低，因此对开创国际而言，获得的柴油补贴也是偏低的。09 年以来随着国内成品油市场形成了初步市场化的定价机制，目前国内油价已经总体上与国际石油价格挂钩，成品油价格偏低的状况也得到了基本的改变，因此未来公司获得的柴油补贴额将更大，其计算标准能够更为真实地反映公司成本的变化，从而对冲公司实际经营中燃油成本上升的风险。

### 3 投资价值分析：产能稳步扩张下的持续增长

#### 3.1 海洋渔业资源整体不足催生行业高景气

公司从事的业务属于远洋渔业中的大洋性渔业。下属竹荚鱼捕捞和金枪鱼捕捞两块业务，由于捕捞资源的稀缺性，公司的竹荚鱼和金枪鱼产品长期处于供不应求状态。公司的捕捞业务毛利率一直保持较高的水平，近三年竹荚鱼业务保持在 40%以上，金枪鱼业务则在 30%左右。公司能够较好地转嫁油价、人力等因素上涨的成本。

图 6 世界渔业（捕捞和养殖）增量主要来自中国养殖



数据来源：FAO, 华泰联合证券研究所

图 7 世界渔业捕捞产量已经到达瓶颈

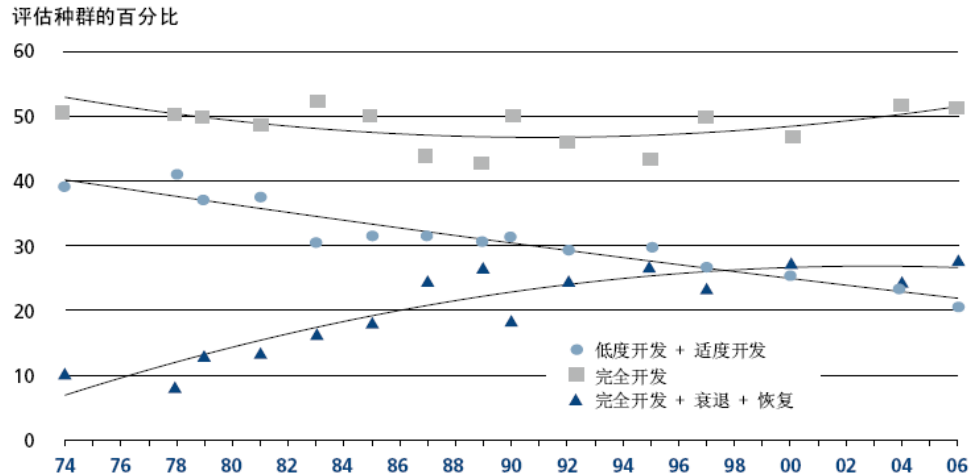


数据来源：FAO, 华泰联合证券研究所

世界海洋捕捞渔业资源总体而言是严重不足的，自上世纪 90 年代以来全球海洋捕捞的产量便停滞不前甚至是略有下降的。上世纪五、六十年代开始随着捕捞强度的扩大，海洋渔业资源的开发逐步由充分转向过度，过去 10—15 年间过度开发、衰退和恢复的资源比例相对稳定，目前约 28%的种群为过度开发（19%）、衰退(8%)或从衰退中恢复（1%），而 52%的种群被完全开发，这意味着将近 80%的种群的捕捞产量已经处于或接近最大可持续的极限，已经没有进一步的扩张空间。只有约 20%的种群为适度或低度开发，可能产量存在一定的增长空间。整体而言，海洋捕捞渔业资源的增长

空间已经不大。从近十五年的世界捕捞渔业产量来看，也是几乎没有增长的，目前仅停留在 8000-8500 万吨左右的水平。

图 8 世界渔业资源开发状况：80%为完全或过度开发，仅有 20%为低度或适度开发



数据来源：FAO, 华泰联合证券研究所

总体而言，世界海洋捕捞渔业资源的增长空间已经不大，而全球的消费量却在不断增长中，以世界人均水产品消费量为例，从六十年代的 9.9 千克、七十年代的 11.5 千克、八十年代的 12.5 千克和九十年代的 14.4 千克稳定增加至 2006 年的 16.4 千克。

海洋渔业资源的不足，以及远洋渔业所捕捞出来的产品营养价值高、风味好，导致了远洋捕捞企业的产品供不应求，产品销售的利润率水平较高。

### 3.2 国际渔业资源监管不断加强将使公司获得替代高成本产能机会

由于世界渔业资源的整体稀缺性，世界各地都加强了对渔业资源的保护和管理。在各国的专属经济区、以及公海领域，都成立了以东道国及相关利益国为主体的捕捞管理委员会对辖区内的渔业资源进行管理。

以瑙鲁协议签署国为例，该协议签署国包括 8 个太平洋的岛国：密克罗尼西亚联邦、基里巴斯、马绍尔群岛、瑙鲁、帕劳、巴布亚新几内亚、所罗门群岛和图瓦卢。密克罗尼西亚联邦，该区域的金枪鱼产量占整个中西太平洋地区的 60%，占全球的 25%。在 2010 年 2 月举行的第一届总统峰会上，达成了如下协议：

- 自然资源保护&经济回报：继续保护和恢复金枪鱼存量同时最大化经济回报，探索控制产出和限制措施的方案。
- 船作业天数计划（围网船）：确认作业天数计划（VDS）的范围，船主可以购买或者交易在海上作业的天数。VDS 可以限制并减少特定金枪鱼种类的捕获，通过许可费增加瑙鲁协定各方的经济收益。
- 关闭外海区域：在中西太平洋北纬 10 度南纬 20 度，东经 170 度至西经 140 度之间的公海区域（约 455.5 万平方公里）禁止具有瑙鲁协定国捕鱼许可的围网船在此捕鱼。
- 生态标签认证证书：要求围网船在瑙鲁协定国水域捕获的鲣鱼需获得证书。

这些协议的达成无疑对在该区域进行捕捞生产的金枪鱼生产者形成了很大的限制，一方面未来的许可证费用将确定性地增长；另一方面，金枪鱼的捕捞范围将有所缩小，对现存的捕捞商来说竞争将更加激烈。而捕捞产能从人力成本较高的欧美国家向发展中国家转移的趋势将得到进一步加强。

我们认为对于开创国际这类具有明显成本优势的企业来说，虽然上述监管措施将在短期内增加捕捞成本，但同时也提供了一个替代高成本产能的机会；中长期来看，由于海洋渔业资源的稀缺性，成本的上涨将能够在下游消费市场上得到转移。

### 3.3 竹荚鱼市场垄断竞争格局造就高价高毛利

竹荚鱼是目前全世界单一产量较高的鱼种之一，全球年产量在 2003 年最高曾达到 500 万吨，目前的产量约为 300 万吨，其中绝大多数为过洋性捕捞（近海捕捞）所得。目前大洋性捕捞量（远海，即 200 海里以外）为 60-80 万吨/年，其中智利外海的东南太平洋海域产量最大，可达 40 万吨/年。

竹荚鱼捕捞实行捕捞证制度。每个渔区都有东道国和利益相关国（主要是美国、日本等）组成管理委员会，对该区域的生产进行捕捞证的配额管理。目前智利外海区域竹荚鱼围网捕捞船的配额数为 27 艘，捕捞证的授予对象是 2007 年 12 月 31 日前在该区域作业的船只，一船一证。出于保护竹荚鱼资源的考虑，该地区管委会未来增加捕捞证的可能性不大。该区域的主要捕捞商包括希腊 Lavinia 公司、荷兰 Parlevlie 公司和开创国际，这三者的年产量都在 9-10 万吨左右，各占 25% 的市场份额。公司目前拥有 5 艘拖网加工渔船，未来计划通过租赁、引进和合作等方式新增 2-4 艘拖网加工渔船。

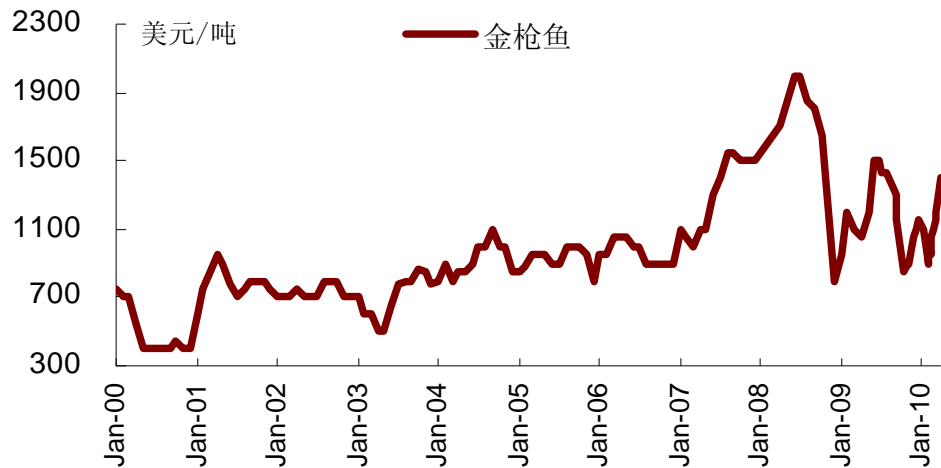
公司的竹荚鱼产品以冷冻原条鱼的形式销往尼日利亚市场。开创远洋 2006 年起与 Lavinia 结成“销售联盟”，授权 Crystal Frozen（Lavinia 子公司）统一对外进行价格谈判（授权协议不确定销售价格，具体价格由双方每年签订补充合同）。竹荚鱼价格形成机制为 1 年 1 签，每年 3—4 月份捕捞季开始前形成年度价格，若无异常情况，则全年执行协议价格。价格形成的基础是考虑捕捞商的综合生产成本及合理利润率。由于开创远洋与 Lavinia 组成的销售共同体占到尼日利亚竹荚鱼消费量的 50% 以上，因此在价格谈判中能够占据有利地位。近年来，随着公司竹荚鱼的主要进口国尼日利亚的 GDP 持续快速增长，尼日利亚对进口竹荚鱼的消费能力日益增加。近 3 年公司竹荚鱼的销售价格持续上涨，从 2006 年的 702 美元/吨上涨到 2008 年的近 985 美元/吨，2009 年更是达到 1088 美元/吨。

### 3.4 金枪鱼价格随行就市

金枪鱼产品由于其营养价值高、市场资源丰富等特点，一直以来都是日本、美国和欧洲等地区消费的主要水产品。广义的金枪鱼包括 30 多种鱼类，经济价值较大的有蓝鳍金枪鱼、马苏金枪鱼、大眼金枪鱼、黄鳍金枪鱼、长鳍金枪鱼、鲣鱼等 6 种，其中蓝鳍金枪鱼、马苏金枪鱼、大眼金枪鱼、黄鳍金枪鱼主要用于制作生鱼片，而长鳍金枪鱼和鲣鱼主要用来做金枪鱼罐头原料。虽然金枪鱼的大多数品种属于完全开发或者过度开发，但是鲣鱼的开发程度仅为中度至完全开发，故每年渔获量还有 5% 的增长。

根据 FAO 的统计数据，2006 年全球鲣鱼的渔获量为 250 万吨（其中远洋捕捞约为 140 万吨），黄鳍金枪鱼的渔获量为 110 万吨。开创远洋围网船队每年捕捞的 3 万吨金枪鱼中，鲣鱼约占 80%，黄鳍金枪鱼约占 15%，另有少量大眼金枪鱼。

图9 金枪鱼价格最近3年波动幅度较大



数据来源: INFOFISH, 华泰联合证券研究所

尽管金枪鱼罐头的消费市场集中在欧盟、美国和日本等发达国家。但金枪鱼罐头的主要加工生产国是泰国和厄瓜多尔, 两者产能分别占全球的 50%和 25%。曼谷的金枪鱼交易市场在国际上具有定价权。因此公司捕获的金枪鱼基本上都就近运往泰国的金枪鱼交易市场销售。但随着中国国内金枪鱼罐头消费市场的活跃以及沿海加工厂的盛行, 目前也有部分金枪鱼销往国内加工厂。

表4 全球金枪鱼罐头市场需求状况

	市场容量 (万吨)	进口量 (万吨)
欧盟	80	40
美国	45	15
日本	10	-
墨西哥	7	-
伊朗	5	-
加拿大	3	-
全球	180-190	-

数据来源: 华泰联合证券研究所

金枪鱼市场的竞争比较激烈, 一般按照一船一价的方式进行销售。金枪鱼捕捞商直接在海上将金枪鱼卖给三大代理商, 由代理商运往泰国、厄瓜多尔等地的加工厂进行销售。因此, 金枪鱼的定价是更为市场化的方式。由于全球金枪鱼资源的整体稀缺性, 金枪鱼价格都保持在较高的位置, 足以保证捕捞商和经销商获取较好的利润。最近十年中, 除了 2007 年由于油价暴涨暴跌推动金枪鱼价格大幅波动外, 金枪鱼的价格基本保持在 800-1000 美元/吨的区间内。08 年下半年随着金融危机的不断演进以及油价的暴跌, 金枪鱼价格从 2000 美元/吨的位置跌至 09 年初的 800 美元/吨, 随后又在消费恢复和油价反弹的刺激下大幅反弹至 09 年 6 月的 1500 美元/吨; 但之后由于泰国政局不稳导致下游需求不旺, 2010 年初金枪鱼价格一度又在 900-1000 美元/吨左

右的水平徘徊。今年3月份开始，由于加工厂需求的恢复金枪鱼开始实现价值回归，价格不断走强，目前已经升至1400美元/吨的水平。

金枪鱼捕捞的成本结构中主要包含了燃料占35-40%、折旧和大修费用占30%-40%，其他还包括人工、许可证等。由于除了燃料成本之外的其他成本变动不大，因此燃料成本成为影响金枪鱼捕捞成本的决定因素。由于捕捞商一般采用成本加成的定价方式，因此金枪鱼价格在很多时候表现出与油价同涨同跌的态势。但是不管金枪鱼价格如何变动，总体而言公司的金枪鱼捕捞业务能够获得30%左右的毛利率水平。

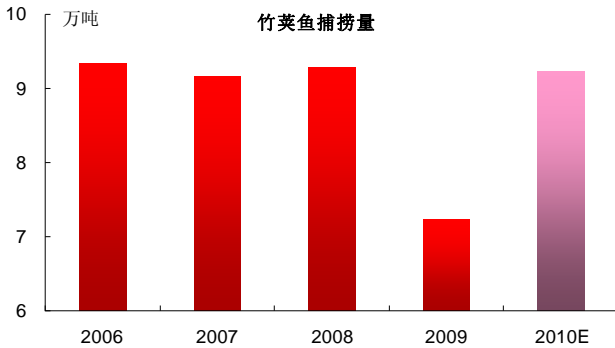
## 4 分业务估值及盈利预测

### 4.1 竹荚鱼业务：2010年将实现恢复性增长

2009年，公司的竹荚鱼捕捞产量仅为7.23万吨，同比减少了22%以上。而06-08年公司的竹荚鱼捕捞量一直稳定在9.1-9.3万吨之间。09年度捕捞量大幅下降的主要原因是厄尔尼诺和智利地震引起的气候异常。

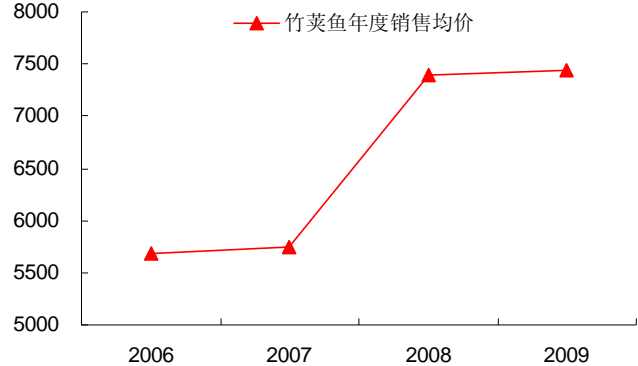
公司的大型拖网船队比往年早40天到达渔场，上半年捕捞量同比大幅增长，但下半年由于受到厄尔尼诺现象及智利地震前期的影响，气候较往年发生明显变化，鱼群的洄游路线发生变化，公司一度失去鱼群的位置，因此每船的捕捞天数比往年反而下降了40天，仅为140天左右。

图 10 竹荚鱼捕捞量 09 年异常下降 今年将恢复性增长



数据来源：公司公告,华泰联合证券研究所

图 11 竹荚鱼销售价格逐年稳步上升



数据来源：公司公告,华泰联合证券研究所

### 厄尔尼诺-南方涛动(ENSO)

厄尔尼诺是指东太平洋海水每隔数年就会异常升温的现象，海水变暖的范围主要为太平洋东部与中部的热带海洋的海水温度异常地持续变暖，使整个世界气候模式发生变化，造成印度、印尼等地区干旱而南美地区降雨量过多。其出现频率并不规则，但平均约每4年发生一次。基本上，如果现象持续期少于五个月，会称为厄尔尼诺情况(condition)；如果持续期是五个月或以上，便会称为厄尔尼诺事件(episode)。事实上，厄尔尼诺与南方涛动是伴随出现的现象，简称为ENSO。

ENSO形成的原因，科学界普遍的观点是：在正常状况下，北半球赤道附近吹东北信风，南半球赤道附近吹东南信风。信风带动海水自东向西流动，分别形成北赤道洋流和南赤道暖流。从赤道东太平洋流出的海水，靠下层上升涌流补充，从而使这一地区下层冷水上翻，

水温低于四周，形成东西部海温差。但是，一旦太平洋地区的冷水上翻减少或停止，海水温度就升高，形成大范围的海水温度异常增暖。而突然增强的这股暖流沿着厄瓜多尔海岸南侵，使海水温度剧升，冷水鱼群因而大量死亡，海鸟因找不到食物而纷纷离去，渔场将失去生机。

ENSO 规模显著的年份：1790-93、1828、1876-78、1891、1925-26、1982-83、1997-98

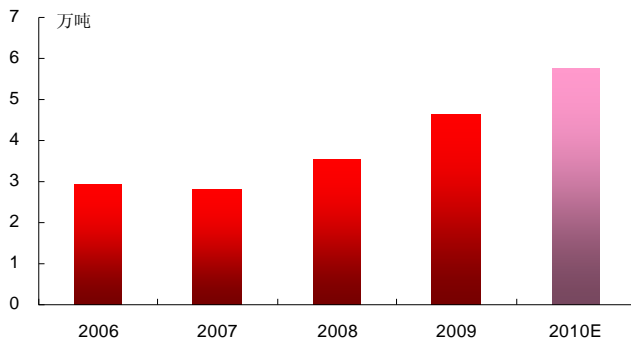
近年规模较小的年份：1986-1987、1991-1994、1997-1998、2002-2007、2009-2010

我们预计随着厄尔尼诺现象的逐渐消退以及智利地震等偶发性因素的消除，2010 年公司的竹荚鱼捕捞量将恢复到 9 万吨以上的水平，同比实现 25% 以上的恢复性增长。基于中性的假设，2011 年公司新增 1 艘拖网加工渔船，2012 年末再增加 1 艘拖网加工船。2011-2013 年平均每年增加 1 万吨的产量。

竹荚鱼价格方面，2010 年度竹荚鱼协议价格将同比保持稳定或略增，未来基于油价每年上升 5% 左右的假设，我们认为竹荚鱼价格年均上涨的幅度将达到 3%。

#### 4.2 金枪鱼业务：最近三年外生增长确定

图 12 金枪鱼产量保持逐年增长趋势



数据来源：公司公告, 华泰联合证券研究所

图 13 金枪鱼销售均价 09 年大幅下降



数据来源：公司公告, 华泰联合证券研究所

2009 年公司实现金枪鱼捕捞产量 4.66 万吨，同比增长 31.46%；但金枪鱼 2009 年度平均销售价格下跌 41% 导致金枪鱼业务的营业收入下降 24%，毛利率也由上一年度的 37.8% 降至 30.7%。

公司在 08 年末完成资产重组后提出产能扩张规划，即在 3 年时间内将金枪鱼和竹荚鱼的捕捞产能增长 1 倍。目前来看，公司对金枪鱼的产能发展规划已经得到实施，效果将在 09-11 年分步体现。2009 年 1 月，公司通过全资孙公司泛太渔业（马绍尔群岛）有限公司花费 980 万美元向法国 COBRECAF S.A 公司购买了一艘现役大型远洋金枪鱼围网船“LOJET 轮”，新增金枪鱼产能约 8000 吨以上，2009 年 6 月进入渔场后为公司完成 4842 吨捕捞量。2009 年初公司签订的新建 4 艘大型围网船舶的合同均已开始执行，截至 2009 年末执行状况良好，预计将在 2010 年和 2011 年将分别有 2 艘新船开始捕捞生产。到 2011 年末，我们预计公司的金枪鱼产能将达到 7 万吨以上，比 2008 年的产量水平实现翻番。

对于金枪鱼价格，我们认为 09 年的下跌一方面是随着油价回落，更重要的原因是主要加工生产国泰国政局不稳，导致鲣鱼价格并未随油价的反弹而走强。随着泰国局势的稳定以及加工厂补充原料需求的增加，金枪鱼价格将会回升至能使捕捞商获得正常

利润水平的位置。最近两个月泰国到港鲣鱼价格已从 900 美元/吨的大幅上升至 1400 美元/吨，我们认为目前的价格走势是一个价值回归的过程，未来能够持续看好。

我们预计金枪鱼价格 2010 年的上涨幅度将达到 20%以上，即销售均价达到 1200 美元/吨，未来 3 年每年随油价实现 5%的增长幅度。

#### 4.3 南极磷虾将成公司未来重要渔场

2007 年 10 月我国成为“国际南极海洋生物资源养护委员会”正式成员，取得了开发利用南极海洋生物资源的资格，2008 年 1 月，国务院正式批复《南极海洋生物资源开发利用项目》。该项目将以南极磷虾为主要探捕目标，在南大西洋海域 48 海区分 5 年进行探捕调查，前 3 年以调查为主，后 2 年进行捕捞。2009 年 9 月该项目正式启动，由上海开创远洋渔业公司和辽宁远洋渔业公司各派出一艘大型拖网加工渔船实施探捕，东海水产研究所、黄海水产研究所、中国海大、上海海大等单位的专家参加项目实施。到 2010 年 4 月，开创国际和辽宁远洋的拖网加工船从南极成功捕获磷虾约 2000 吨，标志着我国开发利用南极磷虾资源迈出了关键一步。

南极磷虾是全球可捕量最大和具有重要开发潜力的海洋渔业资源，生物资源量达 50 亿吨，年可捕量达 1 亿吨，近几年国际捕捞量增长很快。南极磷虾是地球上蛋白质含量最高的生物之一，湿重含蛋白达 17.56%、干重达 70%以上；其体内富含虾油、虾青素、低温酶等活性物质，能够在医药、分子生物、化工、农业、水产等领域广泛应用，经济价值巨大。

南极磷虾可采用拖网加工渔船进行捕捞，开创国际在船队和捕捞技术等方面拥有先天的优势。目前开创用于捕捞竹荚鱼的拖网加工渔船未来均可用于捕捞南极磷虾。目前前公司所处的中西太平洋竹荚鱼渔场已经处于完全开发和过度开发的状态，一旦该区域的竹荚鱼产量出现明显下滑，那么公司面临产量大幅下降、资产运转不足的风险。因此为拖网加工船队寻找新的渔场成为公司的当务之急，我们认为南极磷虾渔场的及时开辟将降低公司在这方面的风险。我们对于南极磷虾市场的预计是在 2013 年开始可形成商业性捕捞磷虾业务将构成公司重要的潜在渔场。但在目前时点，商业性的捕捞还未正式开始，我们暂未将这块业务计入盈利预测。

#### 4.4 估值假设和盈利预测

重要假设：

竹荚鱼产量：2010 年将从 09 年的气候异常导致的低产中恢复，实现 9 万吨捕捞量。产能增长方面保守预计 2011 年中增加 1 艘拖网加工船，2012 年末再增加 1 艘拖网加工船。那么按照 2 万吨/艘的产量预计，公司 2011-2012 年的产量分别为 10 万吨和 11 万吨。

金枪鱼产量：2009 年，LOJET 轮半年贡献捕捞产量 4850 吨，其他船舶贡献产量 4.18 万吨。2010 年将增加 2 艘 7500 吨产能的围网渔船，2011 年还将增加 2 艘 7400 吨产能的围网渔船。我们预计，10-12 公司金枪鱼产量可达 5.7 万吨、7 万吨和 7.5 万吨。

价格：根据目前的价格趋势，2010 年的竹荚鱼签约价格与 09 年相比将保持稳定。金枪鱼价格将实现 20%的增长，销售均价达到 20%以上的增长。未来，我们基于油价长期增长率达到 5%的预测，判断竹荚鱼和金枪鱼的价格增长率将分别达到 3%和 5%。

基于以上的假设，我们可以得到公司 10-12 年的 EPS 为 0.91 元、1.13 元和 1.34 元，目前股价对应 17XPE，股价明显低估，我们给予“买入”评级。

**表 5 主要预测指标假设与盈利预测表**

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>竹荚鱼</b>	捕捞量(万吨)	9.29	7.23	9.00	10.00	11.00
	单价(元/吨)	7386	7436	7436	7674	7904
	销售收入(百万元)	685.82	537.51	669.21	767.36	869.42
	销售成本(百万元)	390.34	307.07	390.76	440.51	491.88
	毛利(百万元)	295.47	230.44	278.45	326.85	377.54
	毛利率	43.08%	42.87%	41.61%	42.59%	43.42%
<b>金枪鱼</b>	捕捞量(万吨)	3.54	4.66	5.74	7.01	7.50
	单价(元/吨)	9600	6820	8184	8593	9023
	销售收入(百万元)	340.06	258.37	469.38	602.38	676.71
	销售成本(百万元)	211.35	179.03	317.55	404.34	450.70
	毛利(百万元)	128.71	79.33	151.84	198.04	226.01
	毛利率	37.85%	30.71%	32.35%	32.88%	33.40%
<b>鱼柳</b>	销售收入(百万元)	3.71	10.28	13.37	13.37	13.37
	销售成本(百万元)	11.57	18.22	13.37	13.37	13.37
	毛利(百万元)	-7.86	-7.94	0.00	0.00	0.00
	毛利率	-211.91%	-77.21%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>公司总体</b>	销售收入(百万元)	1029.59	806.16	1,151.96	1,383.11	1,559.50
	销售成本(百万元)	613.27	504.33	721.67	858.22	955.95
	毛利(百万元)	416.32	301.83	430.29	524.89	603.55
	毛利率	40.44%	37.44%	37.35%	37.95%	38.70%
	净利润	158.96	152.64	184.35	229.61	271.03
	EPS	0.78	0.75	0.91	1.13	1.34

数据来源：公司公告,华泰联合证券研究所

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	325	625	985	1390	<b>营业收入</b>	811	1152	1383	1560
现金	111	381	695	1067	营业成本	510	722	858	956
应收账款	10	14	17	19	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	50	48	56	63	营业费用	167	234	281	317
预付账款	8	14	17	19	管理费用	26	37	45	51
存货	127	144	172	191	财务费用	17	29	25	23
其他流动资产	19	23	28	31	资产减值损失	6	0	0	0
<b>非流动资产</b>	808	707	594	475	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	561	601	566	494	<b>营业利润</b>	84	129	173	212
无形资产	0	-16	-33	-50	营业外收入	68	55	57	59
其他非流动资产	246	123	61	31	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1133	1333	1579	1865	<b>利润总额</b>	152	184	230	271
<b>流动负债</b>	322	334	352	366	所得税	0	0	0	0
短期借款	246	196	197	202	<b>净利润</b>	152	184	230	271
应付账款	48	82	93	101	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	28	57	61	64	<b>归属母公司净利润</b>	152	184	230	271
<b>非流动负债</b>	210	209	209	210	EBITDA	190	243	295	339
长期借款	209	209	209	209	EPS (元)	0.75	0.91	1.13	1.34
其他非流动负债	1	0	0	1					
<b>负债合计</b>	532	544	561	576	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	203	203	203	203	<b>成长能力</b>				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	-21.4%	42.0%	20.1%	12.8%
留存收益	194	379	608	879	营业利润	-19.7%	53.5%	33.7%	22.6%
归属母公司股东权益	601	581	811	1082	归属于母公司净利润	-3.1%	21.2%	24.5%	18.0%
<b>负债和股东权益</b>	1133	1125	1372	1658	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	37.2%	37.4%	37.9%	38.7%
					净利率 (%)	18.7%	16.0%	16.6%	17.4%
					ROE (%)	25.3%	31.7%	28.3%	25.0%
					ROIC (%)	10.7%	19.5%	27.2%	37.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	47.0%	48.3%	40.9%	34.7%
					净负债比率 (%)	85.55%	74.38%	72.44%	71.38%
					流动比率	1.01	1.87	2.80	3.80
					速动比率	0.61	1.44	2.31	3.28
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.84	0.93	0.95	0.91
					应收账款周转率	118	94	87	85
					应付账款周转率	9.91	11.07	9.81	9.88
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.75	0.91	1.13	1.34
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.93	1.66	1.59	1.85
					每股净资产 (最新摊薄)	2.97	2.87	4.00	5.34
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20.75	17.12	13.75	11.65
					P/B	5.25	5.43	3.89	2.92
					EV/EBITDA	18	14	12	10

数据来源：华泰联合证券研究所。



#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com