

开创水产养殖服务新蓝海

研究结论

- 公司是一家快速发展的水产养殖服务企业,有别于市场认识的饲料加工企业。公司致力于为养殖户提供“苗种—放养模式—水质控制—疫病防治—饲料”全流程的技术服务,输出的是养殖方案,而非仅仅是饲料。而饲料是其服务的载体和切入口。这种模式体现在公司销售服务人员的数量和比重都较同行业企业为高。
- **服务模式带来快速的扩张能力。**公司全流程服务模式的核心是与养殖户共同成长,注重养殖环节的配合及整体效益最大化,这契合了目前在服务体系落后背景下养殖户/农民的需求,同时公司真正为养殖户创造价值,带来养殖户的“黏性”。这种模式的盈利点有三个环节苗种、饲料和微生物生态制剂,公司没有就服务向客户直接收费,但有效增强了渠道的快速扩张能力、以及一定的转嫁和溢价能力。
- **全流程服务模式是未来的趋势,且难以复制。**全流程服务模式需要强大研发和专业化销售的支持。公司“两级研发体系”和“三级服务体系”为模式运行提供保障,我们认为,这两套体系的建立需要通过实践和时间的积累,是其他公司很难模仿和复制的。因此,这也为公司提供了一片水产养殖服务的新蓝海。从水产养殖行业的特性来看,养殖区域化、多样性决定水产养殖(特别是淡水养殖)的规模化进程非常缓慢,而养殖技术的不完善决定养殖服务必然是未来的趋势。公司已经走在趋势的前列。
- **公司发展空间巨大。**水产养殖行业是未来水产业发展的方向,消费升级带来水产消费的增加,将促进水产养殖业飞速发展。我们预计水产饲料行业的规模还存在1倍以上的增长空间;淡水水产苗种市场目前比较分散,其容量也在200亿元以上;而水产微生物生态制剂刚处于起步阶段,其规模在20亿元以上,随着养殖户认识的提高,其规模还有巨大的增长空间。
- **公司正进入快速成长期。**公司全流程服务模式已经成熟,销售人员已经接近1200人,同比增长了50%,同时公司成功募集资金,为公司快速的拓展创造条件。从公司业务看,饲料低成本化的优势继续保持;苗种业务取得突破,已经处于行业第一集团之中;微生物生态制剂仍将迅猛发展。三者相辅相成,构筑起了整条服务价值链,为公司快速拓展奠定了基石。
- **盈利预测和风险提示。**我们预计公司2010—2012年的EPS为0.78元、1.16元和1.58元,对应的动态市盈率为29X、19X和14X,在农业上市企业中,估值偏低。鉴于公司良好的运作模式,以及未来巨大的成长空间,我们认为,给予公司2011年25—28X的市盈率比较合理,对应的股价区间为29元—32.48元,我们首次给予公司“买入”的投资评级,目标价30元。提醒投资注意风险:1)产能释放不达预期;2)人力成本和原料成本大幅上涨;3)养殖业持续低迷

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

叶烽

农业分析师

8621-50366888 × 6094

yefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860110060046

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

8621-50366888 × 6075

shijianggang@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210020003

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2010年7月22日) 24.02元

目标价格(6个月) 30元

总股本/A股(万股) 29120/7280

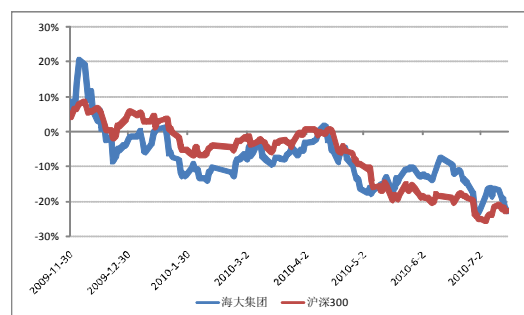
A股市值(百万元) 6517

国家/地区 中国

行业 农业

报告日期 2010年7月22日

股价表现



评价周期 1个月 3个月 12个月

绝对表现(%) -14.94% -18.62%

相对表现(%) -10.32% 3.44%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	5,250	7,133	9,074	11,084
营业利润(百万)	189	261	389	529
净利润(百万)	155	222	339	461
EBITDA(百万)	269	346	494	651
每股收益(元)	0.53	0.78	1.16	1.58
净资产收益率(%)	7.74%	10.17%	13.11%	15.08%
每股经营现金流(元)	0.17	0.76	1.14	1.48
市盈率(X)	42	30	19	14
EV/EBITDA(X)	24	19	13	10

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

目 录

一、快速发展的养殖服务企业	4
1、公司并非纯粹饲料加工企业	4
2、饲料：为养殖户服务的切入口	6
二、新模式开创新一片蓝海	6
1、全流程服务模式：“黏性”的产生	7
2、强大的研发和专业化的销售保障模式运行	9
3、水产养殖特点决定了模式发展	11
三、巨大的成长空间将成就农业龙头	12
1、水产消费带动水产养殖行业快速增长	12
2、水产饲料：巨大的整合空间	14
3、苗种市场潜力巨大	15
4、微生态制剂市场有待挖掘	16
四、进入快速的成长期	16
1、饲料业务快速扩张	17
1.1 产能快速扩张	17
1.2 饲料业务的低成本化运作	17
1.3 水产饲料主打，畜禽饲料提高利用率	18
2、水产苗种：期待爆发	19
3、微生态制剂：逐渐成长	20
四、盈利预测和评级	21
1、盈利预测	21
2、相对估值和评级：目标价 30 元	22
五、风险提示	22

图表目录

图 1：公司收入结构与增长	4
图 2：公司运行体系和模式	5
图 3：公司的哑铃型人员结构	5
图 4：饲料成本在养殖成本中占比最大	6
图 5：全流程服务模式为公司提供扩张能力和盈利能力	7
图 6：公司应收账款周转率远远高于其他水产饲料企业	8
图 7：公司资源向销售和研发倾斜	9
图 8：公司研发投入平稳增长	11
图 9：水产养殖特点决定全流程服务模式	12
图 10：水产总量快速增长、养殖比例不断提高	12
图 11 人均水产消费支出增速快于食品支出	13
图 12：2008 年农村水产消费与城市差距巨大	13
图 13：水产配合饲料产量	14
图 14：饲料业整合趋势明显	14
图 15：公司鱼粉采购成本明显低于市场平均	18
图 16：虾苗龙头企业的生产能力	20
图 17：清远海贝扭亏为盈，保持 100%以上增长	20
表 1：我国农业服务体系薄弱	7
表 2：公司客户相对市场的超额盈利水平	8
表 3：公司技术和研究成果举例	10
表 4：水产饲料容量巨大	11
表 5：水产饲料容量巨大	15
表 6：淡水种苗市场容量计算	15
表 7：水产微生态制剂的功效	16
表 8：公司配合饲料产能及分布情况	17
表 9：集约化采购措施	18
表 10：水产饲料产能投产释放预计时间表	19
表 11：畜禽饲料产能投产释放预计时间表	19
表 12：2010-2012 水产饲料产量预测	21
表 13：盈利预测	21
附表：财务报表预测与比率分析	23

一、快速发展的养殖服务企业

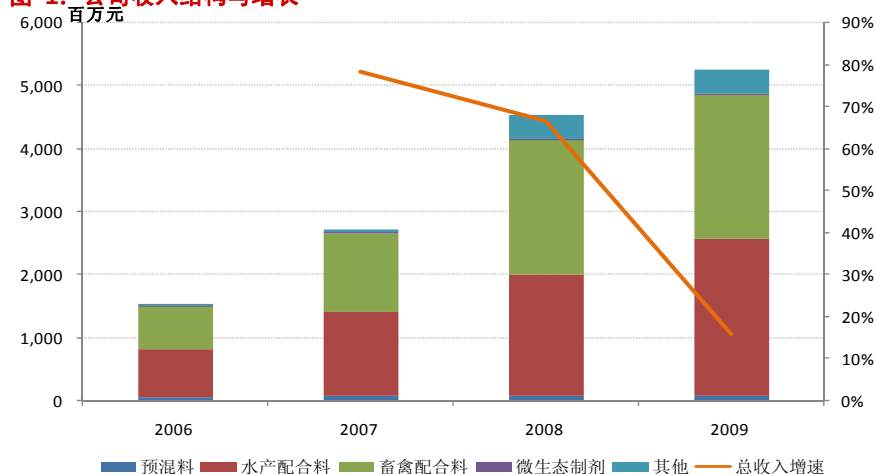
1、公司并非纯粹饲料加工企业

公司主要从事水产预混料、水产配合饲料和畜禽配合饲料的研发、生产和销售，以及苗种、微生态制剂等研发和销售，经营范围包括饲料、添加剂的生产（以上项目由分支机构凭许可证经营）和技术开发、技术服务，畜禽、水产品的养殖、加工和技术开发、技术服务。

公司迅猛发展。公司 1998 年成立，依靠技术优势，4 年间成为水产预混料全国第一；2001 年进入水产配合饲料，淡水鱼料快速成为行业第二；2003 年进入对虾饲料，目前已处于行业前三甲；2004 年进入膨化料领域，目前已居行业第一。鸡料经过三年的发展，在广东市场排名第一，鸭料在广东市场排名第二。2001 年公司的营业收入仅为 2 亿元。2009 年公司营业收入达到 52.5 亿元，复合增长率在 50% 以上，实现净利润 1.55 亿元，近三年的利润增长率也在 40% 以上。

分业务看，2009 年公司饲料业务收入为 48.44 亿元，占比达到 92.48%，其中水产饲料收入 24.86 亿元，占到总饲料收入的 51.32%。因此，从业务和发展历程上来看，公司属于典型的饲料企业。

图 1：公司收入结构与增长

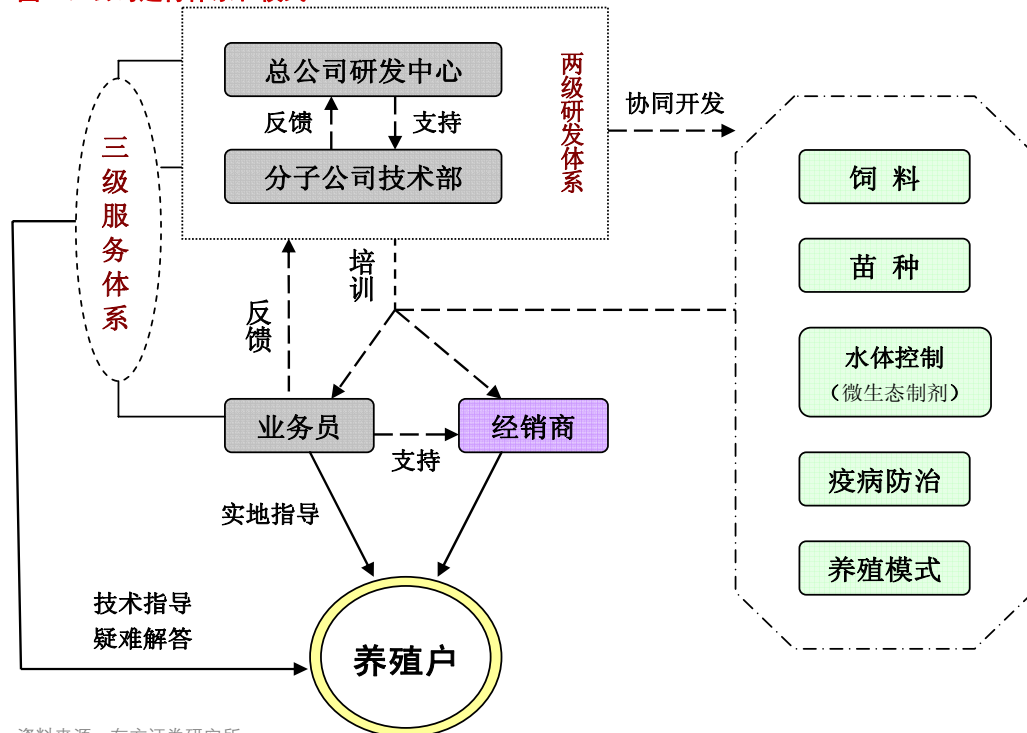


资料来源：东方证券研究所

但我们认为，公司并不是纯粹意义上的饲料加工企业。之前饲料企业更大程度上仅是承担整条养殖产业链中饲料加工的环节，只挣加工的钱。对于销售这个环节，饲料企业更多依赖于选择经销商，并通过不断大规模的赊销，来达到规模化目的的这种模式。

而公司致力于为养殖户提供“苗种—放养模式—水质控制—疫病防治—饲料”全流程的技术支持，其核心价值并不仅仅在于为养殖户提供优良的饲料产品，而是养殖模式的输出和养殖方案的设计 and 解决。更确切的说，公司的产品是为水产养殖户提供的全方位服务。

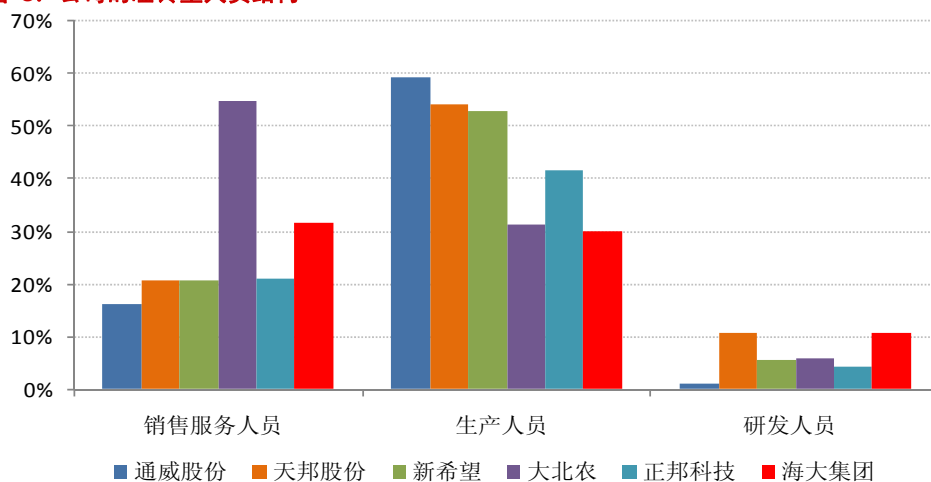
图 2：公司运行体系和模式



资料来源：东方证券研究所

公司的这种服务模式完全的体现在其哑铃型的人员结构上,公司真正的前线和核心部门并不是生产部门,而是销售部门和研发部门,这两个部门创造了公司的核心竞争力。2009 年底公司人员结构中,销售人员 836 人,占比 31.37%,研发人员 281 人,占比 10.54%,而生产人员仅为 798 人,占比仅 29.94%,远低于传统饲料企业生产人员占比。

图 3：公司的哑铃型人员结构

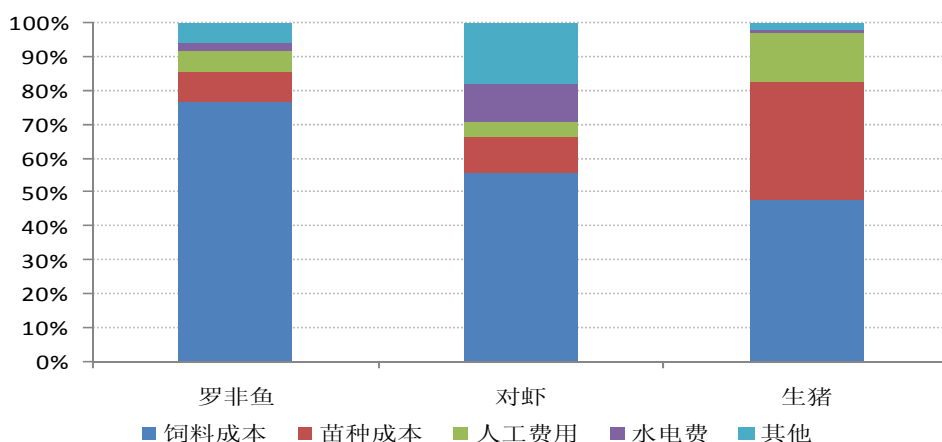


资料来源：东方证券研究所

2、饲料：为养殖户服务的切入口

公司与传统饲料企业最大的区别在于：公司定位自身是一家为养殖户提供解决方案的服务性企业，而并不是仅仅为了生产饲料。**对于公司的饲料业务，我们认为，其更多的作为为养殖户提供解决方案的切入口或载体存在。**在养殖成本构成中，饲料占的比重最大。比如，罗非鱼的养殖成本构成中，饲料成本占比超过 75%（虽然很难找到具有一般意义的水产养殖成本构成，但这在一定程度能说明问题）；生猪的养殖成本中，饲料成本占比达到 47%。因此在为养殖户服务创造价值的过程中，饲料环节对于养殖户的意义最为重大。这也决定了饲料在公司的生产结构中占到最大的比例。

图 4：饲料成本在养殖成本中占比最大



资料来源：东方证券研究所

其次，饲料是养殖户养殖过程中需求最大的产品，同时饲料行业也是目前养殖业中市场化、产业化程度最高的环节。因此，以饲料作为切入口，更容易建立起与渠道商，养殖户长期合作关系。从行业的状况看，饲料企业相比苗种企业、微生态制剂企业拥有更完善的渠道，而饲料经销商也很愿意在销售饲料的同时，搭配一些苗种和微生态制剂的销售。

二、新模式开创新一片蓝海

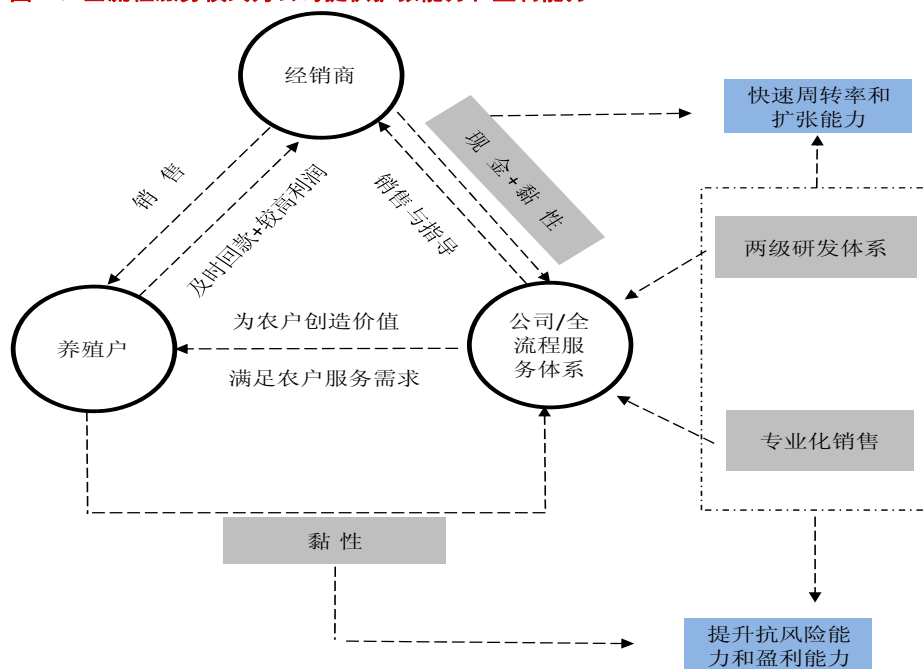
传统饲料企业大多通过赊销的经销模式来规模化，其模式无非是看谁能搞定经销商，而至于养殖户亏不亏损不管我的事。这种模式一方面体现了饲料企业对于终端养殖户的忽视，不知道养殖户真正的需求，另一方面也导致了饲料加工环节的同质化恶性竞争，出现下游经销商“客大欺店”的现象。最后导致的结果是这个加工环节的利润越来越薄。

相比传统模式，公司采用差异化的“苗种—放养模式—水质控制—疫病防治—饲料”的全流程服务模式（我们姑且称之为“全流程服务模式”）。公司不但为养殖户提供饲料，而且提供所有养殖环节的技术支持。**其核心在于真正通过为养殖户提供高质量的服务，达到为养殖户创造价值的目的，实现与养殖户的共同成长。**这里有两点需要对模式进行注解：1）因为只有保证养殖户的利润，才能保证服务企业的利润空间，这是服务所在；2）各个单独养殖环节只有相互配合，与合适的养殖模

式放在一起才能创造最大化的价值，也才能体现服务的价值，这是全流程所在。区别于售后服务，其服务贯穿于产前、产中、产后。从利润点看，饲料、种苗和微生态制剂是模式的三大利润点。服务在这里并不创造收入，但其价值隐含在各个养殖环节的协同效应上，体现在各个利润点里，

公司差异化竞争策略，从养殖户的需求出发，提升养殖户忠诚度（也就是“黏性”），形成了养殖户、经销商和公司三者良性循环的局面，形成了巨大的渠道优势，开创了水产养殖服务的新一片蓝海。

图 5：全流程服务模式为公司提供扩张能力和盈利能力



资料来源：东方证券研究所

1、全流程服务模式：“黏性”的产生

全流程服务模式符合养殖户的需求。养殖业是相对弱质的行业，需要相关服务体系的支持，在我国养殖户的素质普遍较低背景下，技术、养殖方法等配套的服务就显得更加需要。然而，相比较美国完善的农业服务体系（主要分为农业公共服务体系、集体农业服务体系和私人农业服务体系），目前中国的农业服务体系相当的滞后。

表 1：我国农业服务体系薄弱

农业服务体系	主体	状况
公共服务体系	政府	体制僵化，更多是执行政府的指令；
集体服务体系	合作社/生产队	研发技术、信息搜集能力都比较落后；规模都比较小
私人服务体系	企业	还没有服务意识，或者处于萌芽阶段

资料来源：东方证券研究所

公司的全流程服务开启了私人农业服务的模式。在中国这样农业服务比较滞后的背景下，公司全流程服务模式非常符合养殖户的需求。可以说在某种程度上，公司通过运用服务模式已经扮演了专业合作社的角色（在美国，大多农户通过专业合作社来订购所需的农资，和相关的技术服务）。养殖户很容易对公司的服务形成一种依赖，这种依赖是“黏性”的来源。

全流程模式真正为养殖户带来价值，区别于一般饲料企业的营销服务模式。公司全流程服务模式与其他营销服务模式最大的区别在于本质上是提供服务还是销售饲料。许多饲料企业营销服务模式（如双胞胎）更多是通过跟农户搞好关系，他们本质上很少为农户提供的养殖方面服务。即便有，也只是给养殖户测测水质 PH 值之类，很少能解决养殖户的问题。因此，如果养殖户出现一些问题，比如疫病，他们并不能很好的解决。说到底他们不能真正为养殖户创造价值，减小养殖户的经营风险。这种模式能在短期内产生一定的营销效果，但并不能持久。公司全流程服务模式在于依赖专业化的服务，解决养殖户面临的各种问题，真正为养殖户创造价值。目前公司已经为客户取得了很大的超额收益。

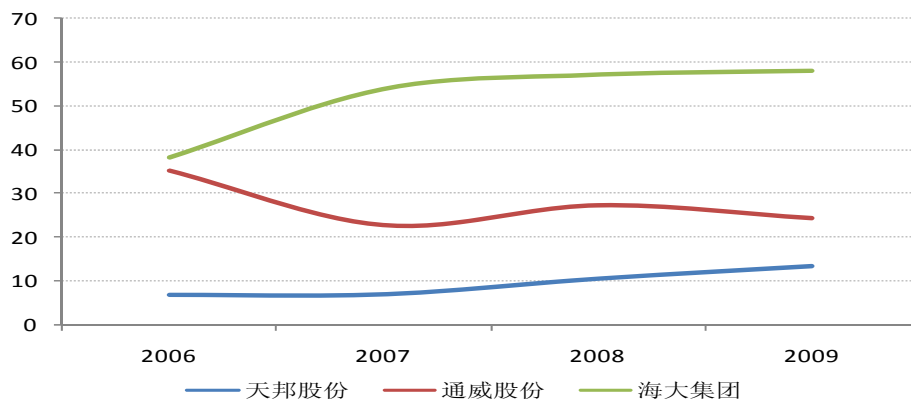
表 2：公司客户相对市场的超额盈利水平

养殖品种	公司客户的超额盈利（元/亩）
罗非鱼	500-700
草鱼	400-500
对虾	800-1000

资料来源：东方证券研究所

全流程服务模式带来养殖户“黏性”的同时，也带来了经销商的“黏性”。之前饲料业模式更多的是饲料企业赊销经销商，经销商赊销养殖户，如果当年养殖户的亏损，经销商往往很难收回款。因此，经销商也经常感叹自己是“夹心饼干”。公司也主要以经销为主，辅以直销，这是因为运输费用。全流程服务模式在创造养殖户价值的同时，无形中也为经销商创造着价值，使其能正常的回款，扩大规模。同时，公司也为经销商带来了客观的利润，因此，经销商非常乐意接受这种模式。这也带来了公司的“现金”的销售模式，为加快公司拓展的步伐提供条件。

图 6：公司应收账款周转率远远高于其他水产饲料企业



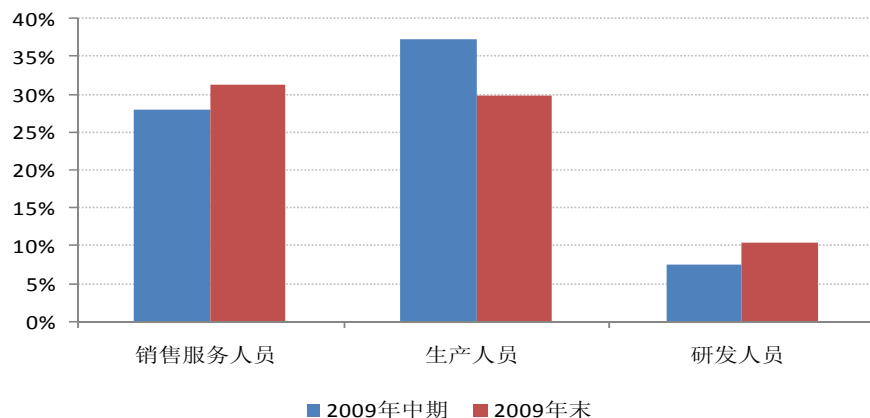
资料来源：东方证券研究所

“黏性”带来公司渠道优势的同时，抗风险能力和超额盈利能力。公司、养殖户、经销商三者之间良性的互动，相互创造价值是全流程模式带来的巨大效益，在于公司来说，这种效益体现在其溢价能力和转嫁能力上。在原料价格高企的时期，养殖户能忍受公司的涨价，而不会带来客户的流失。这也使得公司相比较具备了较强的抗风险能力。**超额盈利能力可以理解为公司通过养殖服务为客户带来的超额效益可以体现在饲料产品的溢价能力上，只不过更多时候公司都是让利于养殖户或让利经销商。我们预期随着公司市场份额的不断提升，公司产品的毛利率和净利率将会逐步的提升。**

2、强大的研发和专业化的销售保障模式运行

公司全流程服务模式需要有两个支点：强大的研发和专业化的销售。销售人员是公司向养殖户输出养殖方案的载体，为公司拓展市场和实现核心价值；而研发部门给予公司为养殖户创造价值的持续能力，成为公司快速进行全国性复制的关键。这也是很多饲料企业与公司的差距所在。从纵向人员结构来看，公司的资源也在进一步向销售和研发倾斜。

图 7：公司资源向销售和研发倾斜



资料来源：东方证券研究所

专业化的销售和三级销售体系。公司构建了“分、子公司业务人员+分、子公司技术部人员+公司总部研究中心人员”的三级服务营销体系，各分、子公司业务人员和技术部人员及公司研究中心技术人员常年在养殖一线，对当地养殖环境、养殖模式、养殖习惯及养殖行情等进行实地调查，了解农户真正的养殖需求，实时跟进农户养殖过程中存在的问题，从而有针对性地提供包括养殖技术在内的从养殖模式到疫病防治、养殖环境调控的一整套养殖解决方案及技术支持。具体的说，一线业务员负责农户“塘头”的指导，包括如何搭棚，如何保持水质，如何捕捞等等；二线的技术人员负责养殖户技术难题（主要是一线业务无法解决的）的解答，三线技术人员（总部研发人员）对养殖技术进行全面的支持。

公司专业化的销售还在于对业务人员进行相当专业化的培训。新业务员在进入公司后会有 6 个月的培训期，培训期结束需要经过考试，只有通过考试新业务员才能上岗，这就确保了新业务员基本的专业化水平；其次，公司采用师徒制来对新上岗员工进行培养。公司会定期的对业务员和技术人员进行后续的培训，培训内容主要包括介绍目前的养殖技术、养殖业动态等各种内容，以及时更新业务员的知识体系。同时，业务员也被要求总结自己的养殖经验，并在公司内部交流。通过这些培训和实践，公司确保了业务员的专业素质，能更好的服务养殖户。

有效的激励机制确保了人才储备。有效的激励机制确保了人才储备。公司拥有良好的激励机制确保人才能够很好的为公司服务：1) 公司待遇在行业属于中高水平；2) 完善的晋升机制，公司给员工提供了管理和技术两条晋升之路，让员工选择适合发展之路，体现公司“以人为本”的理念。同时，公司也积极的与各个高校合作，通过设立“海大班”、“海大奖学金”来吸引更多的高校人才加盟。

强大研发能力和两级研发体系。优质产品是公司农户创造价值的关键，而优质产品持续的生产离不开强大的研发。公司强大的研发能力体现在拥有一支强大的研发队伍。目前公司拥有研发人员 281 人，博士和硕士学位的研究员 100 人，建立起了与如中山大学等多所高校和研究机构的合作。目前公司除了研究中心之外，还有形成了广州番禺海鸥岛淡水鱼中试基地等 6 个配套科研基地。公司已经共完成水产和畜禽各类研发项目超过 900 项，并率先创建了国际领先的《主要水产养殖动物营养需求数据库》，并开发出核心添加剂产品——系列中药微生态制剂。

表 3：公司技术和研究成果举例

公司技术和研究成果举例	应用领域	具体应用及效果
主要水产养殖动物营养需求数据库	水产预混料	在技术上处于国际领先
主要水产养殖动物原料利用数据库	水产配合料	饵料系数明显低于市场水平
生物活性肽生产与加工技术	微生态制剂	使仔猪、鱼虾摄食量提高 15%，生长速度增加 25%以上
中药微生态制剂生产与加工技术	微生态制剂	增强饲料产品的功效，提高饲料性价比
对虾配合饲料中低鱼粉配方技术	水产配合料	使对虾饲料中鱼粉含量从行业平均的 25%下降至 15%
高雄性率黄颡鱼规模化繁育技术	苗种	黄颡鱼和大口鲮杂交，其后代生长速度提高 25%
四种鱼虾混养模式技术方案的研究	养殖技术	规模化养殖，提高养殖效益

资料来源：东方证券研究所

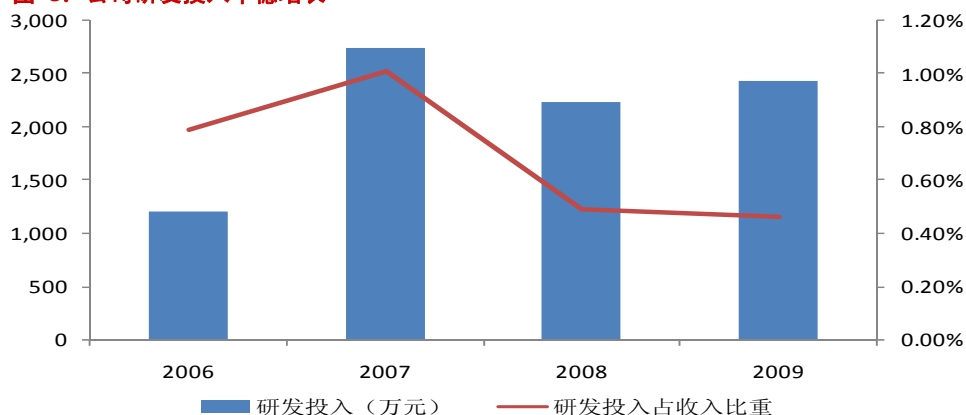
公司的研发能力更体现在公司优良产品的开发上。公司饲料产品的饵料系数相比市场上的产品有明显的优势，这为公司更好的运行全流程服务模式提供了帮助，由此，我们相信，凭借强大的研发体系，公司能打通各个养殖环节的技术难题，形成良好的养殖体系，和相互配合的产品系，为养殖户取得良好的养殖效益。

表 4：水产饲料容量巨大

饵料系数	海大集团水平	行业一般水产
草鱼	1.6-1.8	1.8 以上
罗非鱼	1.2-1.5	1.6-1.8
海水鱼	1.0-1.2	1.2-1.5
对虾	0.8-1.1	0.8-1.5

资料来源：东方证券研究所

公司目前采用两级研发体系：1) 一级主要是以研究中心为主体，主要负责核心技术和产品的开发，以及国内外先进养殖技术的跟踪；2) 二级主要以分、子公司的技术部为主体，直接面向客户进行应用技术、服务和产品的开发，满足养殖区域化的特点。同时对于区域化的产品，分、子公司技术部将协同研发中心一起开发。我们认为，这种研发体系符合养殖业区域化和分散化的特点，确保了销售服务的持续能力，与全国扩张的复制能力。

图 8：公司研发投入平稳增长


资料来源：东方证券研究所

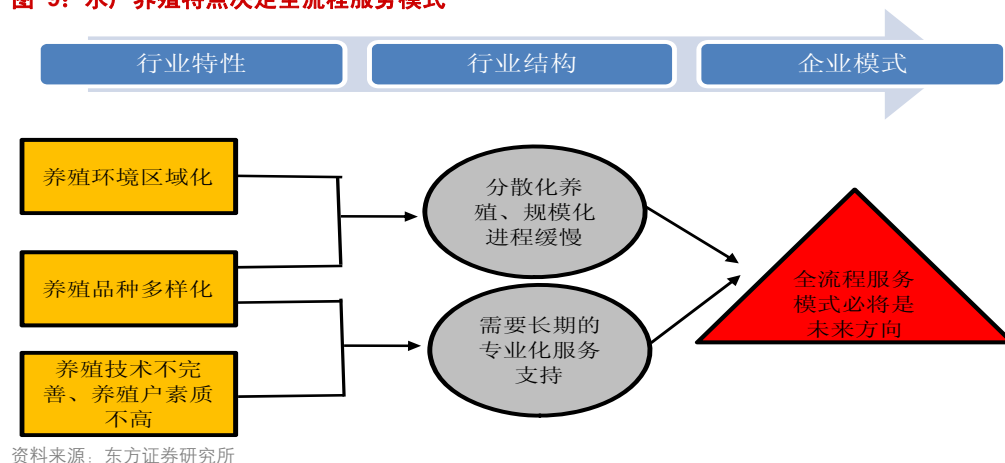
我们认为，专业化的销售和完善的研发体系是公司核心竞争力的真正体现，这两个体系完善和运作都需要时间的积累，是其他后来者很难复制的。专业化队伍的不断壮大，以及研发和在各个区域和品种养殖经验的积累将为公司筑起真正的竞争壁垒。

3、水产养殖特点决定了模式发展

由于我国养殖区域布局较为分散，而且动物养殖、尤其是水产养殖会因各地区地理位置及环境的不同在养殖品种、养殖习惯及养殖环境上呈现较大的差异，这决定了水产养殖，特别是对于淡水养殖来说，在未来规模化进程要比畜禽行业慢的多，在很长时间内，行业将以散户和小规模养殖厂为主。另一方面，国内养殖品种众多，且养殖技术发展的时间不长，没有畜禽养殖发展的那么完善，同时

又没有现成的技术可借鉴（西方国家的水产养殖品种较为单一，主要是以冷水性鲑鱼和对虾为主，与我国习惯的养殖品种间有巨大差异），同时养殖户素质不高。因此，未来整个行业对于技术服务的需求依然很大。这也决定了全流程服务模式的运用空间非常大。

图 9：水产养殖特点决定全流程服务模式

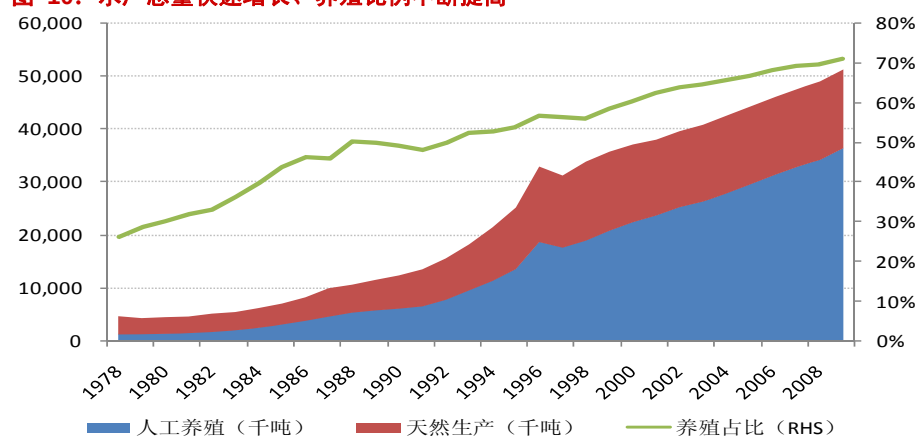


三、巨大的成长空间将成就农业龙头

1、水产消费带动水产养殖行业快速增长

我国是世界上最大的水产养殖国家，水产养殖业历史悠久，规模宏大，经多年发展养殖产量已占世界水产养殖总产量的 2/3，成为世界上唯一的养殖产量超过捕捞产量的国家。由于渔业资源的枯竭，水产养殖已经成为水产行业发展的方向。2009 年我国水产总量达到 5120 万吨，其中养殖量达到 3634 万吨，占比达到 70.99%。

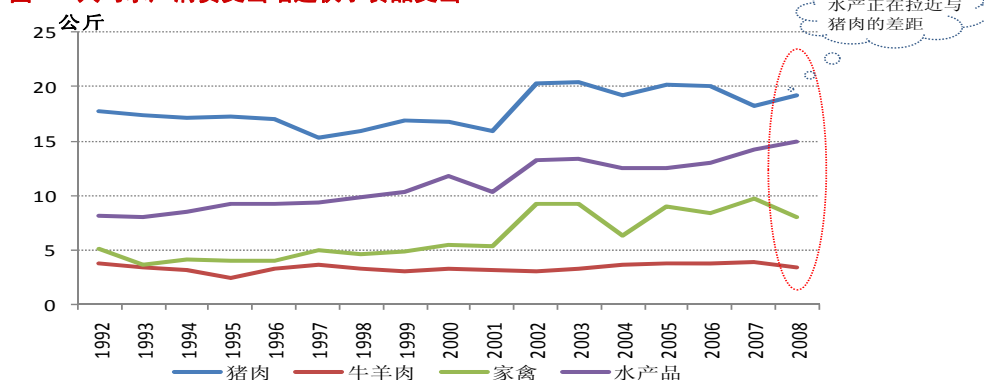
图 10：水产总量快速增长、养殖比例不断提高



消费升级带动水产消费。随着人们收入的增加和生活水平的提高，人们对于动物蛋白的需求快速的增长，推动了人们对水产的需求。2008 年，我国城镇人均水产品消费支出达到 280.28 元，比 2005 年增长了 48.45%，同时这三年间人均水产消费支出复合增长率达到 14.1%，高于消费支出 12.3% 和食品消费支出 13.5% 的复合增长率。

另一方面，从营养学的角度来说，与畜肉（如猪肉、牛肉）和禽肉（如鸡肉）相比，水产富含更多的蛋白质和微量元素，以及较少的脂肪。而在水产少量的脂肪含量中，占据主导的是更易人体吸收，更健康的不饱和脂肪酸，占比达到 60% 以上，胆固醇的含量要远低于畜肉和禽肉，更适合高血压、高脂血症和冠心病患者。因此，水产品替代红肉（猪肉、羊肉）将成为一种趋势。

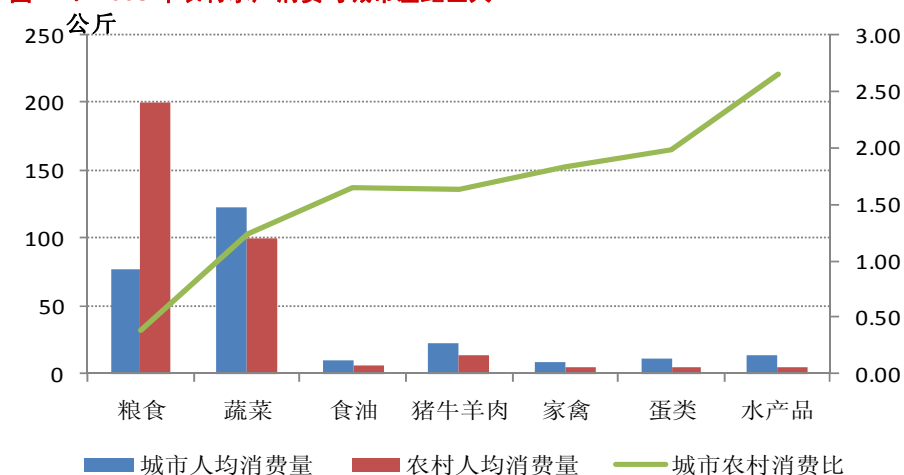
图 11 人均水产消费支出增速快于食品支出



资料来源：东方证券研究所

从农村与城市对比来看，城乡消费差距最大的是水产。我们判断，未来受益于政府不断地加速推进国内城镇化，农村人口向城市不断的涌入，整体收入水平的提高，农村人口对于水产消费意愿也将随之提升（同为中国人，很难用口味去解释农村和城市消费的差异）。我们估计水产消费仍将保持 10% 左右快速增长的态势。

图 12：2008 年农村水产消费与城市差距巨大



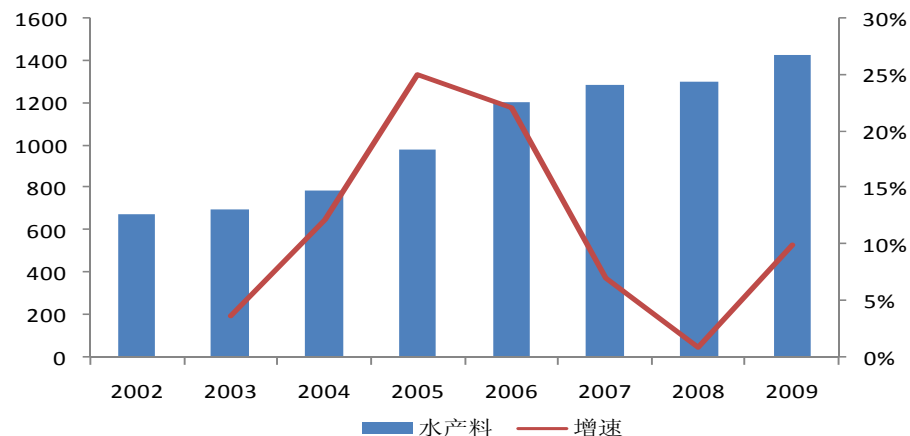
资料来源：东方证券研究所

水产消费快速的增长给予水产养殖行业发展巨大的动力，养殖业的快速发展不断为公司的成长打开空间，公司有望依赖“全流程服务模式”和高效管理，成为农业巨头。

2、水产饲料：巨大的整合空间

随着水产养殖业的快速发展，水产饲料业呈现快速增长的趋势，近十年水产配合饲料平均保持了15%以上的高速增长，远高于畜禽等其他饲料细分行业。2009年全国我国水产配合饲料全国总产量超过1400万吨，同比增长在10%以上。

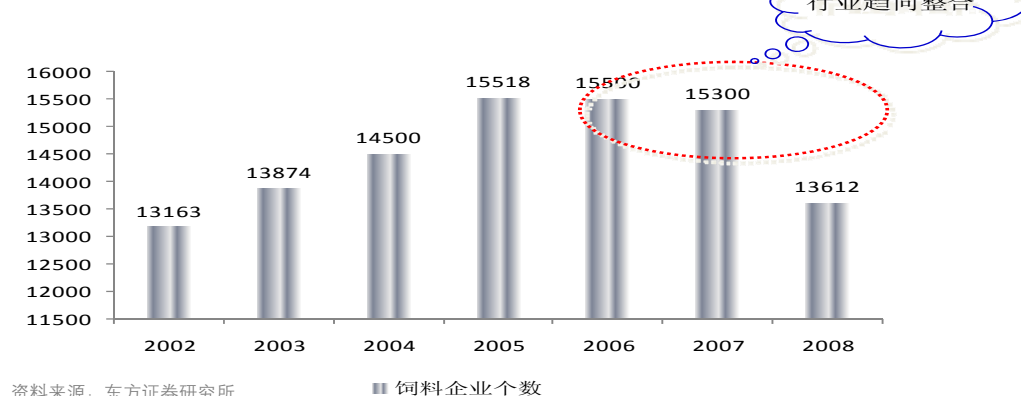
图 13：水产配合饲料产量



资料来源：东方证券研究所

由于饲料行业的进入壁垒相对较低，饲料产品和服务同质化严重，饲料行业呈现白热化的竞争态势。同时，饲料行业的集中度非常分散，行业内中小规模的饲料厂还是大量存在，2008年饲料行业总共有13612家企业。水产饲料行业同样也面临这样的问题。目前水产饲料市场份额占据第一的通威股份09年的产量为148万吨，仅占市场的11%左右。公司作为全国第二大水产饲料企业，09年销量为70万吨，占比也仅为5%，提升空间巨大。

图 14：饲料业整合趋势明显



资料来源：东方证券研究所

水产饲料容量的扩大。另一方面，水产饲料市场也存在巨大的扩容。由于我国养殖户素质水平不高，以杂鱼等为饵料的粗放式养殖模式还大范围的存在，因此可以看到我国水产饲料的普及率很低，根据《饲料工业“十五”计划和2015年远景目标规划》预测，假设到2015年末我国水产饲料的普及率在45%，水产养殖产量到3500万吨（一个保守的估计，目前2008年的水产养殖量已经到达3412万吨），市场容量将到达2835万吨，相比目前还有超过1倍的市场空间可以拓展。其次，

随着水产养殖技术的发展，水产饲料普及率的提升将是未来的大方向，水产饲料市场容量也将可望得到急剧的提升。

表 5：水产饲料容量巨大

(单位： 万吨)	水产品产量	料重比	工业饲料 普及率	工业饲料 需求	目前饲料 产量	市场容量 提升空间
水产饲料	3,500	1.8:1	45%	2,835	1421	99.51%
	3500	1.8:1	100%	6300	1421	343.35%

资料来源：东方证券研究所

3、苗种市场潜力巨大

我国虽然是养殖大国，但多数水产品种的养殖发展时间不长，对于水产苗种的培育和改良比较薄弱。截止 2009 年，我国已经有省级以上水产原良种场 449 个，已经初步形成了以原良种场为主题的原良种应用推广体系，但目前这些大部分原良种场停留在一般苗种场的水平，在种质改良、提纯复壮方面没有投入更大的精力。此外，整个水产苗种市场非常分散，以区域为主，目前没有大型的企业。未来水产种苗行业向种猪、玉米种业等方向发展的趋势非常明显，这将给予有良好研发、管理、资金能力的种苗企业很大发展空间。

苗种良种覆盖空间非常巨大。另一方面，根据 FAO 的统计，良种对养殖产品单产增加的贡献率已经达到 25%，美国等发达国家甚至达到 40%。然而据统计，我国水产良种的覆盖率还不到 30%，相对应的畜禽良种覆盖率达到 50%，玉米良种覆盖率多数省份已经达到了 100%。因此，水产良种的提升空间很大。

目前淡水苗种市场相对较大的品种有：对虾、罗非鱼、草鱼等。就虾苗市场来说，目前全国的虾苗产量超过 8000 亿尾，其中南美白对虾占比超过 50%。我们假设按照目前二代南美白对虾苗 80 元/万尾来计算（一代虾苗为 150 元/万尾），保守估计目前整个虾苗市场容量就有 64 个亿。从市场份额上看，正大去年销售大概在 80 亿尾左右，在虾苗市场处于领先地位，但其占比也不超过市场的 2%。从整个淡水水产养殖行业来看，整个淡水鱼苗苗种产量将近 2 万亿尾。我们按照水产饲料市场容量来推算苗种市场，假设种苗在淡水水产养殖成本中占比 10%，饲料占比 60%的比例来算，那么不算海水苗种，整个淡水种苗市场容量就在 217.6 亿元。

表 6：淡水种苗市场容量计算

(单位： 万吨)	08 年淡水 产品产量	料重 比	饲料需 求	淡水水产饲料 价格 (元/ 吨)	淡水水产饲料 市场容量 (亿元)	成本结构 (饲料/苗 种系数)	淡水苗种 市场容量 (亿元)
淡水水产 种苗	2072.5	1.8:1	3730.5	3500	1305.7	6	217.6

资料来源：东方证券研究所

4、微生态制剂市场有待挖掘

所谓微生态制剂，是利用正常微生物或促进微生物生长的物质制成的活的微生物制剂，是 Parker 在 1974 年提出的与“抗生素”相对的概念。随着抗生素对于生物体，环境的危害被人们越来越清晰的认识，许多国家开始淘汰和禁止使用抗生素添加剂，我国农业部也修订了相关的饲料级抗生素的规定，取而代之的是微生态制剂的广泛使用。从在养殖上的应用分，微生态制剂可以分为畜禽微生态和水产微生态。

表 7：水产微生态制剂的功效

	功效与作用
水产微生态制剂	1、改善机体代谢，补充机体营养成分，促进生长；如公司生物活性肽能使鱼虾生长速度增加 25% 以上
	2、提高动物机体免疫力，抑制有害微生物，提高存活率；如以光合细菌作为饲料添加剂，可使草鱼、鳙鱼和鲢鱼夏花苗的成活率提高 5%~28.8%
	3、净化环境，消除污染物

资料来源：东方证券研究所

目前，微生态制剂在全球快速发展。美国微生物饲料添加剂年使用量约在 50,000 吨以上，年销售额已超过 2 亿美元；日本每年使用微生态添加剂已达 5,000 吨以上，价值超过 2,000 万美元。每年全球微生物饲料添加剂总销售额已超过 25 亿美元。

国内微生物饲料添加剂产业目前处于起步阶段，从事活性微生物饲料添加剂开发应用的企业大约有 400 家左右，获得农业部生产批文的约有 140 家。国内微生物饲料添加剂年销售额大约在 20 亿人民币。相比较畜禽微生态制剂，水产微生态制剂起步较晚，但潜力很大。根据有关预计，水产微生物制剂的市场容量起码在 20 亿元以上。

四、进入快速的成长期

公司 06 年形成“全流程服务模式，为养殖户创造价值”的理念，目前理念和模式的运作都已经成熟。公司今年已经将销售队伍扩大到接近 1200 人，同比增幅在 50%，同时公司去年成功募集资金，在饲料行业、苗种行业和微生态制剂行业白热化竞争的时期，公司远离这些纷扰，已然走上了一条快速成长的道路。

1、饲料业务快速扩张

1.1 产能快速扩张

目前公司饲料产能已经达到 360 万吨左右，同比增长 51.11%，年底产能将进一步扩大到 380 万吨左右。此外，公司去年 IPO 募集资金中超募 8.6 亿，对这些资金公司已经作了项目的建设规划。根据计划，到 2011 年底，公司将形成了 540 万吨的产能，这些产能可望在 2012 年得到完全释放。

表 8：公司配合饲料产能及分布情况

区域	子/分公司	运行状态	业务	产能 (万吨)	区域产能 (万吨)
广东	广州海维	已投产	鱼料为主	25.52	256.7
	佛山海航	已投产（超募扩产）	鸡料为主，	46.38	
	番禺大川	已投产	以鸭料和猪料为主	33	
	广州容川	已投产	以虾饲料为主	8	
	东莞海大	已投产	以鸭料销售为主	26.4	
	湛江海大	已投产	以虾料销售为主	6.4	
	三水番灵	已投产	以畜禽料为主	13	
	江门海大	在建（募集项目）	为猪、鸡、鸭、鱼料	40	
	茂名海龙	在建（募集项目）	畜禽料、水产料	24	
	揭阳海大	在建（超募项目）	水产料、畜禽料	22	
	珠海容川	在建（超募项目）	虾料	12	
湖北	湖北海大	已投产	90%是鱼饲料	20.94	86.94
	荆州海大	在建（募集项目）	鱼料为主	45	
	鄂州海大	在建（超募项目）	水产料、畜禽料	21	
湖南	湖南海大	已投产（超募扩产）	以鱼料为主	23.78	23.78
四川	成都海大	已投产	以鱼料为主	11.2	11.2
江苏	泰州海大	已投产（超募扩产）	以鱼料为主	17.55	50.51
	苏州海大	已投产	以虾料为主	8.96	
	常州海大	在建（超募项目）	水产料	24	
浙江	浙江海大	在建（募集项目）	虾料	26	26
福建	福建海大	在建（募集项目）	鱼料	19	19
广西	广西海大	在建（募集项目）	虾料和鱼料	24	24
江西	南昌海大	在建（募集项目）	畜禽料、水产料	24	24
海南	澄迈海大	在建（超募项目）	鱼料、畜禽料	18	18
合计				540.13	540.13

资料来源：东方证券研究所

目前公司已经进入 10 个省投建产能，这些区域覆盖了全国超过 70% 的淡水养殖生产力。按照公司拓展风格，公司对于这些区域进行了 2 年以上的调研和产品测试推广，确保了这些产能投产以后能正常的释放和产生效益。

1.2 饲料业务的低成本化运作

虽然公司全流程服务体系给予了公司一定的转嫁能力，但这种能力不是无限的，提高饲料产品盈利能力的根本是低成本化。公司低成本化包括两个方面：集约化的采购和配方技术的提升。

集约化的采购。公司原料采购采取自上而下垂直的管理体制，即集团的采购中心负责全公司所有主要饲料原料的谈判和采购，如玉米、鱼粉的采购，这突出公司规模化采购的优势。同时，公司建立

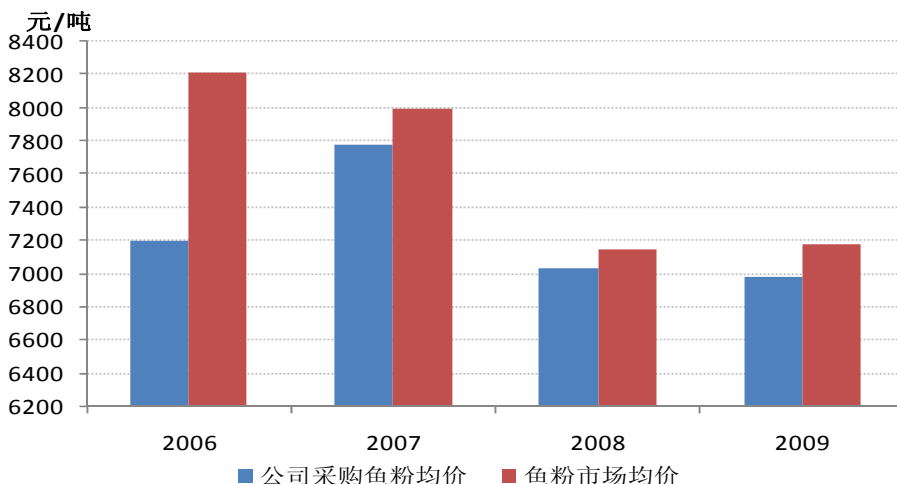
了一套完善的原料信息采集机制和期货套保机制，将采购成本与采购人员业绩的考核挂钩，确保了采购的效益。

表 9：集约化采购措施

	措施
集约化采购战略	1、对玉米、豆粕、鱼粉等大宗饲料原料实行集中采购，以体现规模采购优势
	2、按照细分市场组建专门采购队伍，分工细致，并将采购人员奖金与原料采购价差挂钩进行激励
	3、建立专门原料信息研究部门，实时跟踪、研究和判断国内外大宗原料行情走势
	4、利用期货对玉米和豆粕进行套保
	5、与上游供货商结成战略合作关系和利益共同体
	6、在采购队伍中专门配备配方技术人员，使原材料利用和配方良好结合

资料来源：东方证券研究所

图 15：公司鱼粉采购成本明显低于市场平均



资料来源：东方证券研究所

配方技术的提升。公司通过配方替代技术的研发来降低低成本原料在饲料中的占比，从而在原料价格发生变动时能很好缓解公司的成本压力。

1.3 水产饲料主打，畜禽饲料提高利用率

公司水产养殖服务企业的定位决定了水产饲料是公司饲料业务的绝对主力。我们大致算了一下，所有募集项目投产以后，公司水产饲料的产能超过 320 万吨。但随着公司产能向北拓展，公司水产产能的利用率将会有所下降。因为水产养殖一般尤其季节性，一般集中在 5-10 月份，一年中养殖时间跨度与纬度有密切的关系，越往北，一年中的养殖时间就越短，水产饲料产能利用率也就越低。

我们估计未来水产饲料产能利用率会在 50%-60%之间，同时产能的释放还需要时间来调试到最佳的状态。

表 10：水产饲料产能投产释放预计时间表

单位：万吨	2009	2010	2011	2012
虾料	22	60	65	74
鱼料	79.35	130.39	207	256
水产	101.35	190.39	272	330

资料来源：东方证券研究所

注：我们将每年 10 月份建成的产能算在第二年里，同下。

畜禽料的引进丰富了公司的产品线，但更主要的是饲料产能利用率的提高。因为畜牧养殖相比较水产养殖，并没有明显的季节性。所以，虽然在配方上畜禽料和水产料相差甚远，但是从规模化和产能利用角度来看，水产饲料企业将畜禽料融入产品体系是必然的。

对于畜禽料业务，公司的战略也非常明确：通过优质产品的研发，借助合作社和原有水产饲料等渠道，营销推广畜禽料，占据一定的市场份额。在畜禽料中，公司将会加大猪料的推广，从教槽料到乳猪料，丰富猪料的生产线。

表 11：畜禽饲料产能投产释放预计时间表

单位：万吨	2009	2010	2011	2012
畜禽料	142.65	170	187	210

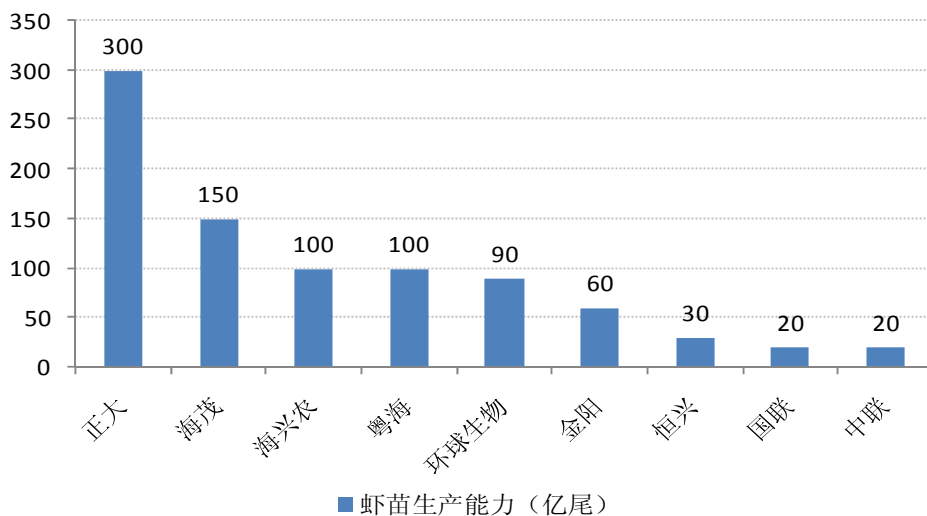
资料来源：东方证券研究所

2、水产苗种：期待爆发

公司 09 年 12 月份收购了湛江海兴农的少数股东股权，从而将公司在其股权占比达到了 70%，纳入合并报表范围，同时公司还收购了清远海师傅 70%的股权。这意味着公司开始加大水产苗种业务投入，与水产饲料的快速发展相匹配，完善整个全流程服务体系。

目前湛江海兴农拥有可以年产虾苗 100 亿尾的产能，公司从夏威夷进口白对虾亲本，培育出第一代无特定病毒的苗种，同时在二代虾苗的繁育上公司也取得了一定的突破，未来有望成为水产行业的育种先锋。2009 年湛江海兴农被评为“虾苗基地 20 强”。在市场方面，公司的虾苗已经协同全流程服务模式进入江苏等地，取得了不错的反响。我们预计公司今年可望销售虾苗 40 亿尾。

（南美白对虾苗市场主要有普通苗（又叫土苗）、二代苗和一代苗（这两种苗又叫优质苗）。一代苗主要集中在珠海、湛江等粤西地区，珠三角以二代苗为主，二代苗相比较一代苗，其适应性更强，但一些遗传特性方面要比一代苗差一点）

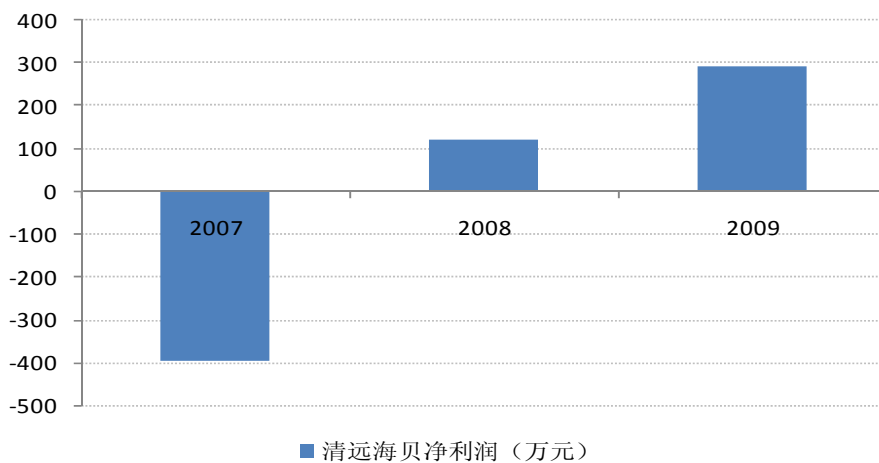
图 16：虾苗龙头企业的生产能力


资料来源：东方证券研究所

此外，公司在南海、清远拥有五个鱼苗基地，占地 1800 多亩，建有 8000 平方米的现代化育苗车间、4000 平方米的多功能选育车间、80 个孵化环道，年生产各类优质种苗 200 亿尾。我们认为，公司全流程服务模式将推动公司种苗业务的强劲发展，未来公司种苗基地的拓展也将加速。

3、微生态制剂：逐渐成长

09 年 12 月，公司决定用超募资金公司扩大清远海贝的生产线，将产能从 6500 万吨，扩大到现在的 8500 万吨，显示出公司再朝着全流程服务模式各环节均衡发展的方向前进。同时，公司微生态制剂市场在不断的成长，这得益于通过全流程服务模式，养殖户对于公司的信任，也是对于微生态制剂认识的过程。从子公司清远海贝里，便可看出这种趋势。我们认为，随着全流程服务模式的不断推广，养殖户意识的慢慢形成，公司微生态制剂必然将进入一个快速发展的轨道。

图 17：清远海贝扭亏为盈，保持 100%以上增长


资料来源：东方证券研究所

四、盈利预测和评级

1、盈利预测

盈利预测假设：

- 公司饲料在建产能正常释放，从 2010 年-2012 年水产饲料产量分别为：

表 12：2010-2012 水产饲料产量预测

单位：万吨	2010	2011	2012
虾料	19.00	25.07	31.34
鱼料	74.42	100.47	130.61
水产	93.42	125.54	161.95

2010-2012 畜禽饲料产量分别为：121/138/159 万吨。预混料为 0.5/0.65/0.65 万吨。

- 公司虾料毛利率维持在 11.5%，鱼料毛利率维持在 11.5%，猪料/鸡料/鸭料毛利率维持在 5.5%/6.5%/2.5%
- 虾苗和鱼苗均价 90 元/万尾，2010-2012 虾苗和鱼苗销量 40/100/130 亿尾，毛利率 46%。
- 2010-2012 微生态制剂销售额在 2675/5083/6100 万元，毛利率 50%
- 销售、管理费用率保持稳定水平。

表 13：盈利预测

利润表（单位：百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	5,250.45	7,133.09	9,074.16	11,083.81
营业收入	5,250.45	7,133.09	9,074.16	11,083.81
二、营业总成本	5,060.17	6,859.46	8,677.16	10,551.60
营业成本	4,814.27	6,507.80	8,222.54	9,991.87
营业税金及附加	0.42	0.71	0.91	1.11
销售费用	95.46	131.96	167.87	205.05
管理费用	122.32	213.99	263.15	321.43
财务费用	26.26	8.56	18.15	26.60
资产减值损失	1.43	3.57	4.54	5.54
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	-6.23	-8.00	-8.00	-8.00
投资净收益	4.56	-5.00	0.00	5.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	188.61	260.63	389.00	529.21

加：营业外收入	6.39	14.27	18.15	22.17
减：营业外支出	1.51	2.14	2.72	3.33
五、利润总额	193.50	272.75	404.43	548.06
减：所得税	31.51	40.91	60.66	82.21
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	161.99	231.84	343.76	465.85
减：少数股东损益	6.83	4.64	4.81	4.66
归属于母公司所有者的净利润	155.15	227.20	338.95	461.19
七、每股收益：	0.53	0.76	1.16	1.58
八、市盈率	42	30	19	14

资料来源：东方证券研究所

注：股价按照报告日期上一个交易日的收盘价算

2、相对估值：目标价 30 元

按照公司 7 月 19 日的股价 22.88 元计算，公司 2010-2012 年的动态市盈率分别为 30/19/14X，目前相比较其他农业企业，估值偏低，目前农业的整体估值在 60X 左右。我们认为公司的合理估值为 2011 年市盈率 25X-28X，其理由：1) 公司为农业龙头企业，我们看好公司的运行模式和理念，全流程服务模式为其开创了一片养殖服务新的蓝海，成长性明确；2) 农业产业化加速，各个细分产业正在走向市场化、集中化，一些具有良好运营模式农业企业，必将有巨大的发展。合理估值区间对应的股价为 29 元-32.48 元，首次给予公司“买入”评级，给予公司目标价 30 元

五、风险提示

- 1、受到天气、以及其他不可抗力因素的影响，产能不能按时正常释放。由于极端天气的频繁发生，如地震、洪涝，都将给公司项目的实施带来很大困难。
- 2、原材料价格、人力成本大幅上涨带来成本控制压力的风险。人才是公司发展的根基，特别是对于公司这样以服务 and 研发为导向的企业，未来人力成本的上升将给公司的管理带来一定的压力。此外，饲料是低毛利的产品，原材料价格的上涨将给公司盈利带来巨大威胁
- 3、养殖业持续低迷，养殖户持续处于亏损状态带来公司产品销售风险。最近养殖业处于低迷状况，生猪养殖户都处于亏损，如果水产养殖户出现同样状况，将威胁公司盈利。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2361	1757	1952	2388	营业收入	5250	7133	9074	11084
现金	1616	787	800	1025	营业成本	4814	6508	8223	9992
应收账款	144	171	200	222	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	120	143	136	166	营业费用	95	132	168	205
预付账款	159	214	272	310	管理费用	122	214	263	321
存货	321	442	544	665	财务费用	26	9	18	27
其他流动资产	1	0	0	0	资产减值损失	1	3	5	7
非流动资产	590	974	1209	1360	公允价值变动收益	-6	-8	-8	-8
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	-5	0	5
固定资产	441	741	883	952	营业利润	189	254	388	528
无形资产	129	155	180	204	营业外收入	6	14	18	22
其他非流动资产	20	79	146	204	营业外支出	2	2	3	3
资产总计	2952	2731	3161	3748	利润总额	193	266	404	547
流动负债	765	457	545	637	所得税	32	40	61	82
短期借款	442	120	160	200	净利润	162	226	343	465
应付账款	159	171	200	222	少数股东损益	7	5	5	5
其他流动负债	164	166	185	215	归属母公司净利润	155	222	338	460
非流动负债	95	0	0	30	EBITDA	0	0	0	0
长期借款	92	0	0	30	EPS（元）	0.53	0.76	1.16	1.58
其他非流动负债	3	0	0	0					
负债合计	860	457	545	667	主要财务比率				
少数股东权益	50	55	60	64		2009	2010E	2011E	2012E
股本	224	291	291	291	成长能力				
资本公积	1529	1462	1462	1462	营业收入	15.9%	35.9%	27.2%	22.1%
留存收益	289	466	804	1264	营业利润	12.8%	34.7%	52.8%	36.1%
归属母公司股东权益	2041	2218	2557	3017	归属于母公司净利润	18.8%	42.9%	52.5%	36.1%
负债和股东权益	2952	2731	3161	3748	获利能力				
					毛利率(%)	8.3%	8.8%	9.4%	9.9%
现金流量表				单位: 百万元	净利率(%)	3.1%	3.2%	3.8%	4.2%
	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	7.7%	10.0%	13.1%	15.1%
经营活动现金流	38	222	332	432	ROIC(%)	7.0%	9.8%	12.9%	14.7%
净利润	162	226	343	465	偿债能力				
折旧摊销	64	71	76	72	资产负债率(%)	29.1%	16.8%	17.2%	17.8%
财务费用	26	9	18	27	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-5	5	0	-5	流动比率	3.09	3.84	3.58	3.75
营运资金变动	274	221	163	181	速动比率	2.67	2.87	2.58	2.71
其他经营现金流	-484	-311	-269	-307	营运能力				
投资活动现金流	-186	-438	-307	-153	总资产周转率	1.78	2.61	2.87	2.96
资本支出	76	375	227	143	应收账款周转率	36	42	45	50
长期投资	-0	0	0	0	应付账款周转率	39.32	52.08	56.82	62.50
其他投资现金流	-110	-63	-80	-10	每股指标（元）				
筹资活动现金流	1498	-613	-12	-54	每股收益(摊薄)	0.53	0.76	1.16	1.58
短期借款	36	-322	40	40	每股经营现金流(摊薄)	0.17	0.76	1.14	1.48
长期借款	78	-92	0	30	每股净资产(摊薄)	9.34	7.81	8.98	10.58
普通股增加	56	67	0	0	估值比率				
资本公积增加	1455	-67	0	0	P/E	45.03	30.00	19.00	14.00
其他筹资现金流	-127	-198	-52	-124	P/B	2.57	3.07	2.67	2.27
现金净增加额	1413	-829	13	225	EV/EBITDA	26	21	14	11

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn