

## 海大集团 (002311. SZ )

### 中报点评——困境修内功，来年可期

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价 (元): **14.2**

分析师

谢刚

S0740510120005

021-20315178

xiegang@r.qlzq.com.cn

分析师

胡彦超

S0740512070001

021-20315176

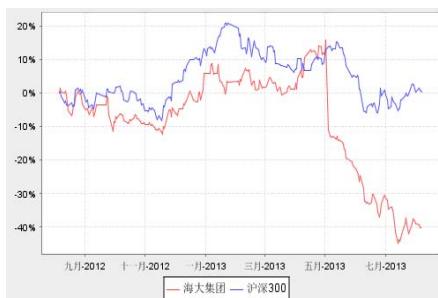
huyc@r.qlzq.com.cn

2013 年 8 月 22 日

#### 基本状况

总股本(百万股)	988.71
流通股本(百万股)	988.71
市价(元)	10.15
市值(百万元)	10035.36
流通市值(百万元)	10035.36

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	11,975.	15,451.	18,729.	24,025.	31,970.
营业收入增速	55.58%	29.02%	21.22%	28.28%	33.07%
净利润增长率	63.03%	31.45%	-5.03%	62.55%	29.30%
摊薄每股收益 (元)	0.59	0.59	0.43	0.71	0.91
前次预测每股收益 (元)	0.59	0.59	0.55	0.75	0.97
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	30.13	28.75	26.12	16.07	12.43
PEG	0.48	0.91	—	0.26	0.42
每股净资产 (元)	4.28	3.85	3.24	3.65	4.16
每股现金流量 (元)	0.93	0.08	0.17	0.72	0.84
净资产收益率	13.80%	15.46%	13.39%	19.35%	21.94%
市净率	4.16	4.44	3.50	3.11	2.73
总股本 (百万元)	582.40	760.54	988.71	988.71	988.71

备注: 市场预测取聚源一致预期

#### 投资要点

- **海大集团发布 2013 年半年报，净利润同比下降 18.6%，接近此前公司中报预计的下限。**上半年，海大集团共实现营业收入 72.1 亿元，比上年同期增长 14.4%；实现饲料销量 199 万吨，比上年同期增长 7.8%，归属母公司净利润为 1.4 亿元，比上年同期下降 18.6%，综合毛利率 9.4%，对比上年同期下降 0.4%。公司同时预计前三季度业绩同比下滑 0-30%。
- **公司上半年业绩下滑 18.6% 的原因在于：**(1) 禽料增长低于预期——禽流感事件导致鸡鸭存栏大幅下滑，禽饲料增长不及预期；(2) 核心利润来源水产料同比销量下滑——上半年全国范围内持续低温阴雨导致投苗少、投料少、病害多，单位水面饲料投喂量大幅下降；(3) 投入未能带来预期中的销量增长，导致利润率大幅下滑——本年初投入市场的资源虽然有效地扩大公司客户群体，但单个养殖户投喂减量仍大于公司的客户数量的增长，所以投入的资源未能有效转为销售收入的增长，公司上半年销售费用、管理费用、财务费用同比增长 29%、31%、108%，大幅超过收入增长。对海大上半年业绩下滑的详细分析可参见我们此前系列报告，本文不再赘述。
- **但惨淡的中报背后，我们看到了公司扎实的市场努力和未来增长的潜能。**(1) 海大的市场占有率在行业困境中仍有明显的提升。以对虾饲料来看，上半年公司对虾养殖户仍有 20% 的增长，我们的草根调研显示，国内对虾饲料上半年因为天气和旱死病 (EMS) 下滑 35%，海大仅下滑 12%，另两强粤海、恒兴分别下滑 15-20%，小企业大量退出；以鱼饲料看，重点开拓的华中、华东片区客户数分别有 50% 和 30% 的增长。(2) 海大的新业务线保持了快速发展态势。公司 2011 年底进入 4 倍于国内的东南亚水产料市场，12 年销量 3 万吨，今年上半年就销售 3 万吨，预计全年 6 万吨，明年 9-10 万吨；国内猪料市场空间巨大，公司上半年猪饲料增长 30%-40%，且前期料占比达到 15%，吨利润达到 100 元/吨的行业较高水平。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

- 展望下半年，我们的判断是环比好于上半年，但全年业绩压力仍大。随着禽流感逐渐淡去、猪价下半年震荡向上，淡水鱼养殖天气改善（特别是华中华东），公司禽料、猪料、鱼料下半年增速预计会明显环比改善。但公司目前 40%的毛利来自高毛利率的对虾料，目前第二造对虾养殖成活率低，将导致全年业绩增长压力仍大。我们此前曾说“下半年对虾料最差情况就是和上半年一样，养殖成活率极低，对虾料继续低迷”，目前看最差的情况可能已经出现，公司虾料超过 60%在华南区域（40%珠三角、10%湛江、10%广西），8 月正是第二造虾投苗期，台风“尤特”带来的暴雨对南美白对虾产区湛江、阳西来自整个广东对虾养殖都形成了严重的不利影响。
- 长期看我们对海大仍有充分信心，今年核心利润点水产饲料行业遇到连续极端天气和疾病负面影响，而新增长点虽快速增长但尚未形成对利润的实质支撑，因此今年是海大最困难的一年，未来两年的情况会持续好转。**(1)** 水产饲料行业本身还有巨大发展空间，随着过去几年环境污染，基建对农业土地的占用，养殖水面持续下滑，而水产料却持续增长，核心增长来源是精细化养殖模式的运用，亩均饲料使用量快速提升。而国人对水产蛋白质的营养需求增长将继续推动水产养殖量与养殖密度提升，这一方面将推动饲料需求增长，另一方面高密度养殖对养殖苗种抗病性、技术方案、水体环境控制的要求更高，将有助于海大这类对终端技术服务实力较强的企业。**(2)** 公司的市场占有率并未达到天花板，尽管公司在华南地区占有率超过 25%，但在全国占有率仅有 10%，未来在华中、华东区域的开拓都有进一步提升的空间。**(3)** 公司也已经意识到随着水产料的市占率提升，水产饲料增速中长期呈现趋缓态势，公司已经提前战略布局新的增长点，而且目前海外水产料和国内猪料都发展良好。
- 下调盈利预测，2013-15 年 EPS 分别为 0.43、0.71、0.91 元，短期业绩承压，但中长期增长潜力不改，维持“买入”评级，12 月目标价 14.2 元，对应 2014 年 20xPE。

图表 1：海大集团非公开募投项目

2013年非公开募投项目		项目简介	新增产能	项目总投资（万元）
1	武汉泽亿项目	年产3.2万吨预混料	3.2	13,823
2	武汉泽亿项目	年产3亿元微生态制剂		18,160
3	洪湖海大项目	年产22万吨配合饲料	22	9,860
4	荆州海大项目	年产20万吨配合饲料	20	11,036
5	洞庭海大项目	年产20万吨配合饲料	20	12,964
6	阳江海大项目	年产20万吨配合饲料	20	12,416
7	安徽海大项目	年产24万吨配合饲料	24	15,000
8	南通海大项目	年产18万吨配合饲料	18	12,790
9	海南海维项目	年产7.8万吨特种饲料	8	12,508
总计			135.0	118,557

来源：齐鲁证券研究所

**图表 2: 海大引领行业趋势的深度服务模式——海大业务员的一天**

时间	具体内容
晚上8-10点	与其他服务员一道汇报当天工作情况，明天的工作安排，交流技术体会
晚上10-11点	短信向上级汇报工作，预约明天去拜访的养殖户
	按预约情况，上午去拜访2个示范养殖户和4个目标养殖户，随身携带水质分析仪、刻度尺、海大报、养殖效益卡、养殖方案
早上6-9点	
早上9-11点	再拜访4个目标养殖户
覆盖范围	一个业务员30-40个养殖户，3-4天要拜访完
拜访内容	看养殖户的养殖日志并测量水质，据此给出技术指导意见
	看仓库决定是否要备货，并反馈给当地经销商

来源：实地调研、齐鲁证券研究所

**图表 3: 海大集团配合料详细销售预测表**

配合料	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
产能(万吨)	122	169	228	280	380	590	770	1000	1300	1400
产量(万吨)	64.9	104.6	145.5	176.0	238.2	340.0	505.5	658.0	855.0	1010.0
产能利用率	53.3%	61.7%	63.8%	62.7%	62.5%	57.3%	56.5%	52.5%	49.4%	57.8%
<b>销量(万吨)</b>	<b>64.61</b>	<b>103.78</b>	<b>145.00</b>	<b>175.43</b>	<b>237.46</b>	<b>338.00</b>	<b>435.43</b>	<b>524.73</b>	<b>641.67</b>	<b>809.83</b>
<i>    yoy</i>		61%	40%	21%	35%	42%	29%	21%	22%	26%
产销率	99.5%	99.2%	99.7%	99.7%	99.7%	99.4%	86.1%	79.7%	75.0%	80.2%
销售单价(元/吨)	2231.40	2486.88	2796.55	2716.39	3081.40	3269.45	3343.20	3346.21	3501.06	3707.65
销售额(百万元)	1441.63	2580.89	4054.99	4765.37	7317.10	11050.74	14557.28	17558.58	22465.22	30025.51
<b>毛利率</b>	<b>7.90%</b>	<b>7.63%</b>	<b>7.32%</b>	<b>7.95%</b>	<b>8.06%</b>	<b>8.94%</b>	<b>8.94%</b>	<b>8.47%</b>	<b>8.77%</b>	<b>8.91%</b>
<b>吨毛利(元)</b>	<b>176</b>	<b>190</b>	<b>205</b>	<b>216</b>	<b>248</b>	<b>292</b>	<b>299</b>	<b>283</b>	<b>307</b>	<b>330</b>
毛利额(百万元)	113.82	196.89	297.01	378.67	589.98	987.84	1301.21	1486.64	1969.45	2676.31
成本(百万元)	1327.80	2384.00	3757.98	4386.70	6727.12	10062.90	13256.07	16071.94	20495.77	27349.19
<b>其中：水产配合料</b>	<b>2006A</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>销量(吨)</b>	<b>26.70</b>	<b>38.50</b>	<b>52.35</b>	<b>70.88</b>	<b>105.90</b>	<b>159.00</b>	<b>195.57</b>	<b>224.91</b>	<b>269.89</b>	<b>356.25</b>
<i>    yoy</i>		44.19%	35.97%	35.40%	49.41%	50.14%	23.00%	15.00%	20.00%	32.00%
销售单价(元/吨)	2790.71	3440.81	3655.32	3507.34	3980.37	4030.37	4151.28	4192.79	4402.43	4622.56
销售额(百万元)	745.12	1324.71	1913.56	2486.10	4215.21	6408.29	8118.66	9429.82	11881.58	16467.87
<b>毛利率</b>	<b>10.92%</b>	<b>11.43%</b>	<b>11.09%</b>	<b>11.50%</b>	<b>11.20%</b>	<b>12.30%</b>	<b>12.30%</b>	<b>11.80%</b>	<b>12.30%</b>	<b>12.30%</b>
<b>吨毛利(元)</b>	<b>305</b>	<b>393</b>	<b>405</b>	<b>403</b>	<b>446</b>	<b>496</b>	<b>511</b>	<b>495</b>	<b>541</b>	<b>569</b>
毛利额(百万元)	81.37	151.41	212.21	285.90	472.10	788.22	998.60	1112.72	1461.43	2025.55
成本(百万元)	663.75	1173.30	1701.34	2200.19	3743.11	5620.07	7120.07	8317.10	10420.14	14442.32
<b>其中：畜禽配合料</b>	<b>2006A</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>销量(吨)</b>	<b>37.91</b>	<b>65.28</b>	<b>92.65</b>	<b>104.55</b>	<b>131.56</b>	<b>179.00</b>	<b>239.86</b>	<b>299.83</b>	<b>371.78</b>	<b>453.58</b>
<i>    yoy</i>		72%	42%	13%	26%	36%	34%	25%	24%	22%
销售单价(元/吨)	1837.44	1924.28	2311.32	2180.07	2357.77	2593.55	2684.32	2711.17	2846.72	2989.06
销售额(百万元)	696.51	1256.17	2141.43	2279.27	3101.88	4642.45	6438.62	8128.75	10583.64	13557.64
<b>毛利率</b>	<b>4.66%</b>	<b>3.62%</b>	<b>3.96%</b>	<b>4.07%</b>	<b>3.80%</b>	<b>4.30%</b>	<b>4.70%</b>	<b>4.60%</b>	<b>4.80%</b>	<b>4.80%</b>
<b>吨毛利(元)</b>	<b>86</b>	<b>70</b>	<b>92</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>112</b>	<b>126</b>	<b>125</b>	<b>137</b>	<b>143</b>
毛利额(百万元)	32.46	45.47	84.80	92.77	117.87	199.63	302.61	373.92	508.01	650.77
成本(百万元)	664.05	1210.70	2056.63	2186.50	2984.01	4442.83	6136.00	7754.83	10075.62	12906.87

来源：齐鲁证券研究所

**图表 4: 海大销售收入预测表**

单位: 人民币百万元

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>水产预混料</b>								
平均售价 (元/吨)	13,065.37	11,795.26	11,901.85	12,000.00	12,840.00	13,353.60	13,887.74	14,443.25
增长率 (YOY)	N/A	-9.72%	0.90%	0.82%	7.00%	4.00%	4.00%	4.00%
销售数量 (吨)	0.65	0.70	0.54	0.80	0.80	0.70	0.65	0.65
增长率 (YOY)	N/A	7.16%	-22.86%	48.15%	0.00%	-12.50%	-7.14%	0.00%
销售收入	85.35	78.68	64.27	86.89	115.60	130.50	141.50	152.50
增长率 (YOY)	N/A	-7.81%	-18.31%	35.20%	33.04%	12.89%	8.43%	7.77%
毛利率	45.03%	44.55%	44.00%	52.50%	48.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本	46.92	43.63	35.99	41.27	60.11	65.25	70.75	76.25
增长率 (YOY)	N/A	-7.01%	-17.50%	14.67%	45.65%	8.55%	8.43%	7.77%
毛利	38.43	35.05	28.28	45.62	55.49	65.25	70.75	76.25
增长率 (YOY)	N/A	-8.79%	-19.32%	61.31%	21.64%	17.59%	8.43%	7.77%
占总销售额比重	1.88%	1.50%	0.83%	0.73%	0.75%	0.70%	0.59%	0.48%
占主营业务利润比重	10.88%	8.04%	4.25%	4.12%	3.78%	3.84%	3.13%	2.49%
<b>水产配合料</b>								
平均售价 (元/吨)	3,655.32	3,507.34	3,980.37	4,030.37	4,151.28	4,192.79	4,402.43	4,622.56
增长率 (YOY)	N/A	-4.05%	13.49%	1.26%	3.00%	1.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	52.35	70.88	105.90	159.00	195.57	224.91	269.89	356.25
增长率 (YOY)	N/A	35.40%	49.41%	50.14%	23.00%	15.00%	20.00%	32.00%
销售收入	1,913.56	2,486.10	4,215.21	6,408.29	8,118.66	9,429.82	11,881.58	16,467.87
增长率 (YOY)	N/A	29.92%	69.55%	52.03%	26.69%	16.15%	26.00%	38.60%
毛利率	11.09%	11.50%	11.20%	12.30%	11.80%	12.30%	12.30%	12.30%
销售成本	1,701.34	2,200.19	3,743.11	5,620.07	7,120.07	8,317.10	10,420.14	14,442.32
增长率 (YOY)	N/A	29.32%	70.13%	50.14%	26.69%	16.81%	25.29%	38.60%
毛利	212.21	285.90	472.10	788.22	998.60	1,112.72	1,461.43	2,025.55
增长率 (YOY)	N/A	34.72%	65.13%	66.96%	26.69%	11.43%	31.34%	38.60%
占总销售额比重	42.24%	47.35%	54.76%	53.51%	52.54%	50.35%	49.45%	51.51%
占主营业务利润比重	60.06%	65.56%	70.99%	71.12%	68.02%	65.56%	64.60%	66.11%
<b>畜禽配合料</b>								
平均售价 (元/吨)	2,311.32	2,180.07	2,357.77	2,593.55	2,684.32	2,711.17	2,846.72	2,989.06
增长率 (YOY)	N/A	-5.68%	8.15%	10.00%	3.50%	1.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (吨)	92.65	104.55	131.56	179.00	239.86	299.83	371.78	453.58
增长率 (YOY)	N/A	12.84%	25.83%	36.06%	34.00%	25.00%	24.00%	22.00%
销售收入	2,141.43	2,279.27	3,101.88	4,642.45	6,438.62	8,128.75	10,583.64	13,557.64
增长率 (YOY)	N/A	6.44%	36.09%	49.67%	38.69%	26.25%	30.20%	28.10%
毛利率	3.96%	4.07%	3.80%	4.30%	4.70%	4.60%	4.80%	4.80%
销售成本	2,056.63	2,186.50	2,984.01	4,442.83	6,136.00	7,754.83	10,075.62	12,906.87
增长率 (YOY)	N/A	6.31%	36.47%	48.89%	38.11%	26.38%	29.93%	28.10%
毛利	84.80	92.77	117.87	199.63	302.61	373.92	508.01	650.77
增长率 (YOY)	N/A	9.39%	27.06%	69.36%	51.59%	23.56%	35.86%	28.10%
占总销售额比重	47.27%	43.41%	40.30%	38.77%	41.67%	43.40%	44.05%	42.41%
占主营业务利润比重	24.00%	21.27%	17.73%	18.01%	20.61%	22.03%	22.46%	21.24%
<b>微生物制剂</b>								
销售收入	11.31	15.74	40.62	99.36	141.00	180.00	300.00	450.00
增长率 (YOY)	N/A	39.16%	158.09%	144.62%	41.91%	27.66%	66.67%	50.00%
毛利率	50.00%	50.00%	50.53%	49.72%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本	5.65	7.87	20.09	49.96	70.50	90.00	150.00	225.00
增长率 (YOY)	N/A	39.16%	155.36%	148.62%	41.12%	27.66%	66.67%	50.00%
毛利	5.65	7.87	20.52	49.40	70.50	90.00	150.00	225.00
增长率 (YOY)	N/A	39.16%	160.83%	140.69%	42.71%	27.66%	66.67%	50.00%
占总销售额比重	0.25%	0.30%	0.53%	0.83%	0.91%	0.96%	1.25%	1.41%
占主营业务利润比重	1.60%	1.80%	3.09%	4.46%	4.80%	5.30%	6.63%	7.34%
<b>苗种、饲料机械及其他</b>								
销售收入	378.67	390.66	275.71	738.73	637.58	860.73	1,118.95	1,342.74
增长率 (YOY)	N/A	3.17%	-29.43%	167.94%	-13.69%	35.00%	30.00%	20.00%
毛利率	3.23%	3.71%	9.50%	3.44%	6.43%	6.43%	6.43%	6.43%
销售成本	366.45	376.16	249.50	713.29	596.59	805.40	1,047.02	1,256.43
增长率 (YOY)	N/A	2.65%	-33.67%	185.88%	-16.36%	35.00%	30.00%	20.00%
毛利	12.22	14.50	26.20	25.44	40.98	55.33	71.93	86.31
增长率 (YOY)	N/A	18.62%	80.73%	-2.92%	61.12%	35.00%	30.00%	20.00%
占总销售额比重	8.36%	7.44%	3.58%	6.17%	4.13%	4.60%	4.66%	4.20%
占主营业务利润比重	3.46%	3.32%	3.94%	2.30%	2.79%	3.26%	3.18%	2.82%
销售收入小计	4530.32	5250.45	7697.69	11975.72	15451.45	18729.81	24025.66	31970.74
销售成本小计	4177.00	4814.36	7032.71	10867.42	13983.27	17032.59	21763.54	28906.87
毛利	353.32	436.09	664.98	1108.30	1468.18	1697.22	2262.13	3063.88
平均毛利率	7.80%	8.31%	8.64%	9.25%	9.50%	9.06%	9.42%	9.58%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5：海大集团财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销货净收入	7,698	11,976	15,451	18,730	24,026	31,971	货币资金	1,061	1,063	879	281	434	556
增长率	46.61%	55.6%	29.0%	21.2%	28.3%	33.1%	应收账款	278	308	476	622	765	974
销货成本	-6,959	-10,745	-13,786	-16,711	-21,350	-28,377	存货	560	787	1,291	1,073	1,431	1,980
%收入	90.4%	89.7%	89.2%	89.2%	88.9%	88.8%	其他流动资产	476	341	516	1,156	1,463	1,928
毛利	739	1,231	1,665	2,019	2,675	3,594	流动资产合计	2,376	2,499	3,161	3,132	4,093	5,438
%收入	9.6%	10.3%	10.8%	10.8%	11.1%	11.2%	%总资产	72.2%	59.1%	51.5%	48.0%	50.0%	52.4%
销售及行政费用	-399	-667	-851	-1,015	-1,218	-1,669	长期投资	2	6	12	15	17	19
%收入	5.2%	5.6%	5.5%	5.4%	5.1%	5.2%	固定资产	701	1,354	2,319	2,767	3,352	4,049
EBITDA	340	564	815	1,004	1,457	1,925	无形资产	190	329	549	518	635	767
%收入	4.4%	4.7%	5.3%	5.4%	6.1%	6.0%	非流动资产合计	914	1,726	2,978	3,397	4,101	4,933
折旧与摊销	-74	-122	-213	-322	-413	-530	%总资产	27.8%	40.9%	48.5%	52.0%	50.0%	47.6%
%收入	1.0%	1.0%	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	资产总计	3,290	4,225	6,139	6,529	8,194	10,371
EBIT	266	441	602	682	1,044	1,395	短期借款	571	82	1,161	1,234	1,620	1,904
%收入	3.4%	3.7%	3.9%	3.6%	4.3%	4.4%	应付款项	354	587	1,012	774	990	1,316
利息费用	0	-22	-78	-112	-147	-205	其他流动负债	86	168	115	350	545	716
投资收益	-6	51	12	20	70	70	流动负债	1,011	837	2,288	2,358	3,155	3,935
税前经营收益	260	471	536	590	967	1,260	长期贷款	0	0	0	0	0	0
%收入	3.4%	3.9%	3.5%	3.2%	4.0%	3.9%	其他长期负债	1	803	812	812	1,212	2,012
其他非经营收益	13	-1	20	10	12	12	负债	1,012	1,640	3,100	3,170	4,367	5,947
税前利润	273	470	556	600	979	1,272	普通股股东权益	2,205	2,493	2,926	3,207	3,609	4,116
%收入	3.6%	3.9%	3.6%	3.2%	4.1%	4.0%	少数股东权益	73	92	113	152	218	307
所得税	-52	-103	-101	-132	-215	-280	负债股东权益合计	3,290	4,225	6,139	6,529	8,194	10,371
所得税率	19.1%	21.9%	18.2%	22.0%	22.0%	22.0%							
少数股东损益	10	23	2	39	66	89							
归属于普通股股东净利润	211	344	452	430	698	903							
净利润率	2.7%	2.9%	2.9%	2.3%	2.9%	2.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	221	367	455	469	764	992	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	39	66	89	每股收益(元)	0.725	0.591	0.595	0.434	0.706	0.913
非现金支出	89	131	226	322	413	530	每股净资产(元)	7.571	4.280	3.847	3.244	3.650	4.163
非经营收益	3	-37	45	98	74	137	每股经营现金净流(元)	-0.315	0.932	0.083	0.172	0.715	0.844
营运资金变动	-405	81	-663	-718	-545	-825	每股股利(元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.300	0.400
经营活动现金净流	-92	543	63	209	773	923	回报率						
资本开支	401	875	1,132	728	1,103	1,348	净资产收益率	9.57%	13.80%	15.46%	13.39%	19.35%	21.94%
投资	6	-9	-150	-3	-2	-2	总资产收益率	6.42%	8.14%	7.37%	6.58%	8.52%	8.71%
其他	-16	66	70	20	70	70	投入资本收益率	12.04%	14.47%	12.01%	10.47%	13.18%	14.06%
投资活动现金净流	-410	-819	-1,213	-711	-1,035	-1,280	增长率						
股权投资	0	17	74	0	0	0	主营业务收入增长率	46.61%	55.58%	29.02%	21.22%	28.28%	33.07%
债权投资	1	349	1,082	73	786	1,084	EBIT增长率	21.83%	66.26%	36.25%	13.39%	53.07%	33.62%
其他	-23	-156	-180	-131	-305	-515	净利润增长率	36.04%	63.03%	31.45%	-5.03%	62.55%	29.30%
筹资活动现金净流	-22	211	975	-58	481	569	总资产增长率	11.45%	28.44%	45.30%	6.35%	25.50%	26.56%
现金净流量	-524	-65	-174	-559	219	212	资产管理能力						
							应收账款周转天数	5.2	4.7	6.3	5.2	5.2	5.2
							存货周转天数	22.9	22.6	27.1	23.0	24.0	25.0
							应付账款周转天数	9.0	8.8	12.0	9.0	9.0	9.0
							固定资产周转天数	24.8	27.3	38.7	44.2	39.8	35.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-21.58%	-7.54%	35.22%	51.83%	62.02%	75.39%
							EBIT利息保障倍数	-1,005.3	25.8	10.5	7.8	9.3	8.8

来源：齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%+5%

**减持:** 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

### 重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户提供。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

#### 上海

联系人:徐路鹏

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

#### 深圳

联系人:周迪

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

#### 北京

联系人:曹雪

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

#### 济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308