

评级：强烈推荐（首次评级）

农林牧渔

公司深度报告

## 证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003  
 联系人 赵吉龙 S1080111010046  
 电话： 0755-82481533  
 邮件： zhaojilong@fcsc.cn

预测价格区间(元) 6.48 ~ 7.68

## 交易数据

上一日交易日股价(元)	6.72
总市值(百万元)	4,620
流通股本(百万股)	688
流通股比率(%)	100.00

## 资产负债表摘要 (03/12)

股东权益(百万元)	1,354
每股净资产(元)	1.97
市净率(倍)	3.41
资产负债率(%)	68.33

## 公司与沪深300指数比较



## 相关报告

## 通威股份(600438): 变革的力量，水产大象会跳舞

### 摘要:

- **变革的力量，水产大象会跳舞：**广东通威与辅音国际自合作接触到进驻辅导仅用了6天，体现的是效率与灵活。如今的通威渴望变革，因为其要在历史转折点上“成功超越并继续领先”，以实现大象跳舞式的伟大。
- **大股东现金注入，市值低位腾挪：**通威集团此时点现金注入6亿，超出市场预期，受多晶硅业务拖累的大股东现金流并不宽裕，背后融资渠道的畅通留给我们对2012年和2013年业绩大幅反转的推测，同时与业务结构和营业收入相似的海大集团市值比为1:3.4，更增添了投资者的信心。
- **盈利改善三要素：**
  - 1) **水产饲料销售增长40%，**这基于以下几点，公司2011年和2012年营销人员每年扩充1000人；刘汉元董事长工作重心回归；引入营销外脑（辅音国际、原本营销和华夏基石）。其中，广东通威1-6月增速为80%，全年预计增长67%至50万吨。而2011年广东通威盈利占上市公司的78.04%。一斑可以窥豹，广东通威的大跃进就是通威股份的大跃进。
  - 2) **综合毛利率提升1个点，**随着产品结构调整（高档“赢氧”系列的推出）以及贸易采购的优化，我们预计在2012年1季度提升0.73个点的基础上，2-4季度综合毛利率将逐季上移，全年提升1个点，对应2011年销售收入就有1个多亿的毛利弹性被挤出。
  - 3) **财务费用降低近4000万，**根据公司测算，补充6亿现金后，每年减少利息支出近0.4亿元。
- **合作九鼎，缔造第二个大北农：**公司与九鼎科技以“土地+营销”的模式合作，通威出场地、生产人员；九鼎出营养配方和销售人员。考虑九鼎无论企业文化，还是发展路径都与大北农极为相近，结合其“四五规划”（2009-2013），我们预计，合作全面展开后，合作总产能将达450万吨，**通威将享受450万吨\*65%\*220元/吨\*50%=3.2亿元的毛利额。**
- **海南罗非鱼全封闭产业链：**公司在海南尝试全封闭产业链的风险共担模式，保价收鱼有利于捆绑式销售鱼苗、微生态制剂和饲料，最大限度的提升市场份额。
- **盈利预测：**预测通威股份2012-2014年营业收入分别为151.04亿元、201.26亿元和264.87亿元，增速为30.95%、33.25%和31.61%；归属于母公司净利润分别为1.66亿元、3.09亿元和4.59亿元，增速为97.6%、86.1%和48.5%；对应EPS分别为0.24元、0.45元和0.67元。

风险提示：1) 公司经营调整低于预期；2) 水产品价格过低



## 目 录

<b>1 公司介绍：专业光辉——多元停滞——弯道超越 .....</b>	<b>4</b>
1.1 20年行业第一源于专业光辉.....	4
1.2 多元化导致主业徘徊停滞.....	5
1.3 转型“1+1”弯道，完成超越.....	6
<b>2 大股东现金注入，市值低位腾挪.....</b>	<b>7</b>
2.1 与海大的盈利比较：弱在产品结构与财务费用 .....	7
2.2 盈利改善一：饲料销售总量增长 30%.....	8
2.3 盈利改善二：综合毛利率提升 1 个点 .....	9
2.4 盈利改善三：财务费用大股东注入现金，预计降低近 4000 万 .....	10
<b>3 合作九鼎科技，复制大北农的成长轨迹 .....</b>	<b>10</b>
3.1 九鼎介绍：猪饲料少壮势力，2013 年规划销量 300 万吨.....	11
3.2 通威介绍：前期扩张土地储备丰富 .....	12
3.3 合作共赢：“土地+营销”，全面推开将贡献毛利 3.2 亿.....	12
<b>4 海南罗非鱼全封闭产业链，水产温氏的探索之路 .....</b>	<b>13</b>
4.1 水产产业链延伸：通威面向下游，海大发力上游.....	13
4.2 海南模式将提升水产饲料市场占有率.....	14
<b>5 盈利预测与估值 .....</b>	<b>15</b>
5.1 盈利预测 .....	15
5.2 估值及推荐 .....	16
<b>6 风险提示 .....</b>	<b>17</b>
6.1 公司经营调整低于预期.....	17
6.2 水产品价格过低.....	17



## 图表目录

图表 1: 中国水产产量历年增长情况 (单位: 万吨) .....	4
图表 2: 1984 年推广流水网箱养鱼 .....	4
图表 3: 工厂化养殖 .....	4
图表 4: 公司饲料业务历年增长情况 (单位: 万吨) .....	5
图表 5: 公司食品主要品种 2010 年毛利率 .....	6
图表 6: 公司食品加工毛利率 .....	6
图表 7: 2012 年应届生招聘需求 .....	6
表格 8: 各种饲料毛利额 (元/吨) .....	8
表格 9: 2011 年主要盈利子公司 .....	8
表格 10: 各饲料公司毛利率变化 (2010-2011) .....	9
表格 11: 通威股份季度综合毛利率变化 (2010-2012) .....	9
表格 12: 通威财务费用及在营业收入中的占比 .....	10
表格 13: 九鼎科技的全国扩张计划 (依托自身力量) .....	11
表格 14: 通威的全国部署 .....	12
表格 15: 通威和海大的产业链模式比较 .....	13
表格 16: 海南罗非鱼封闭产业链模式 .....	14
图表 17: 通威饲料业务分部盈利表 .....	15
图表 18: 主要饲料公司市盈率 (TTM) .....	16
表格 19: 财务三表 .....	18



## 1 公司介绍：专业光辉——多元停滞——弯道超越

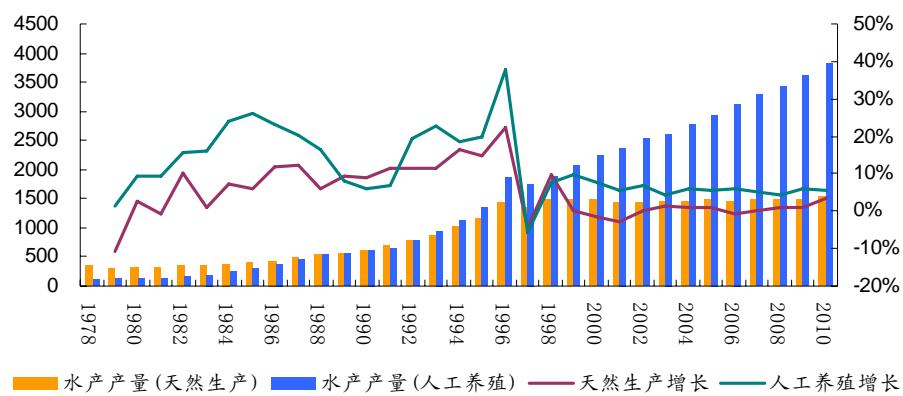
通威 30 年发展历程可以用专业光辉、多元停滞和弯道超越来概括。接下去的通威将要在历史的转折点上“成功转弯并继续领先”，以实现大象跳舞式的伟大。

### 1.1 20 年行业第一源于专业光辉

诞生于上世纪 80 年代初的通威是中国第一代民族饲料企业，同时代的还有新希望。如果评价新希望和通威的历史功绩，那就是新希望抵御了外资畜禽饲料的入侵，而通威促进了本土水产养殖的腾飞。

通威于 1992 年-2011 年，连续 20 年水产饲料销量全国第一。此间，中国水产养殖总量从 1991 年的 790 万吨上升到 2010 年的 3829 万吨，年复合增长 8%，水产养殖产量占全国水产品产量的 71%，占全球养殖总量的 67%。

图表 1：中国水产产量历年增长情况（单位：万吨）



资料来源：wind

20 年行业第一源于专业光辉，1984 年 10 月 25 日眉山县水电局和县科委联合对刘汉元发明的网箱养鱼进行验收，此后推广至全国，这是技术领先的发轫之作。

图表 2：1984 年推广流水网箱养鱼



资料来源：公司网站

图表 3：工厂化养殖



资料来源：公司网站

通威在技术革新的道路上可谓矢志不渝，水产养殖饵料系数由早期的 3.2 至中期的 1.1-1.54，再到近期的不到 1.0。

公司先后承担了国家自然科学基金项目《草鱼大片段 BAC 文库构建和末端测序》、科技部“十一五”科技支撑计划项目《反刍、水产等动物配



合饲料生产技术集成与产业化示范》、科技部“973”计划项目《淡水池塘集约化养殖的基础科学问题研究》、科技部星火计划项目《绿色浮性饲料养殖南方鮰配套技术的开发及产业化》、水利部《鱼类转基因技术研究》。

## 1.2 多元化导致主业徘徊停滞

通威 2004 年登入资本市场，2005 年是最辉煌的时期，至 2006 年其饲料业务还保持着不错的增长，其 2003-2006 年的复合增长率为 36.4%。  
而 2007-2010 年出现停滞，复合增长率仅为 1.13%。到了 2011 年其饲料业务才又快速增长为 21.3%。

图表 4：公司饲料业务历年增长情况（单位：万吨）

年度	水产饲料 (万吨)	畜禽饲料 (万吨)	其中：猪 饲料	其中：禽 饲料	饲料合计 (万吨)
2003年	41.22	48.94	18.27	30.67	90.99
<b>2003 年增长</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
2004年	58.37	59.57	22.25	37.32	118.92
<b>2004 年增长</b>	<b>41.6%</b>	<b>21.7%</b>	<b>21.8%</b>	<b>21.7%</b>	<b>30.7%</b>
2005年	89.67	76.60	21.39	55.21	173.19
<b>2005 年增长</b>	<b>53.6%</b>	<b>28.6%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>47.9%</b>	<b>45.6%</b>
2006年	-	-	-	-	230.91
<b>2006 年增长</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>33.3%</b>
2007年	-	-	-	-	266.65
<b>2007 年增长</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>15.5%</b>
2008年	129.26	152.81	34.49	118.31	282.07
<b>2008 年增长</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5.8%</b>
2009年	148.37	147.5	45.3	102.2	295.87
<b>2009 年增长</b>	<b>14.8%</b>	<b>-3.5%</b>	<b>31.3%</b>	<b>-13.6%</b>	<b>4.9%</b>
2010年	137.96	137.80	51.26	83.45	275.77
<b>2010 年增长</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-6.6%</b>	<b>13.2%</b>	<b>-18.4%</b>	<b>-6.8%</b>
2011年	164.16	170.35	-	-	334.51
<b>2011 年增长</b>	<b>19.0%</b>	<b>23.6%</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>21.3%</b>

资料来源：公司公告

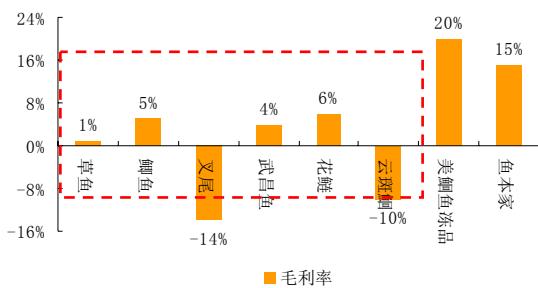
从旁观者角度，我们可以从三方面原因解释通威 2007-2010 年的徘徊停滞，**第一方面原因是水产饲料行业大环境的变化**，即营销模式的创新取代了营养配方的创新。中国水产饲料业产业化之路非常迅速，年产量从 1991 年的 75 万吨到 2010 年的 1474 万吨，年复合增长率为 17%。伴随其中的是通威集团的营养配方优势不再明显，而海大集团的服务营销成为竞争重点。

**第二方面是企业自身小环境的变化**，即发展思路上的多元化取代了专业化。也许是过分自信在水产饲料的龙头地位，通威于 2008 年 2 月开始多元化，通过收购四川永祥 50% 股权进入当时发展潜力颇被看好的多晶硅领域。注意力难以聚焦造成的后果自然是长期竞争力的下滑，新希望涉足乳业、房地产的多元化之路似乎也验证了这点。

**第三方面是产业链延伸的盈利性不佳**，即通威布局下游的食品加工及畜禽养殖的盈利远低于海大布局上游的微生态制剂和苗种业务，未能拓宽盈利增长点。通威食品大致分为三类：通威鲜活鱼、通威美鮰鱼冻品系列和通威鱼本家调理食品，瞄准健康水产品的市场潜力，但高端定位未能形成品牌溢价及经济附加值。

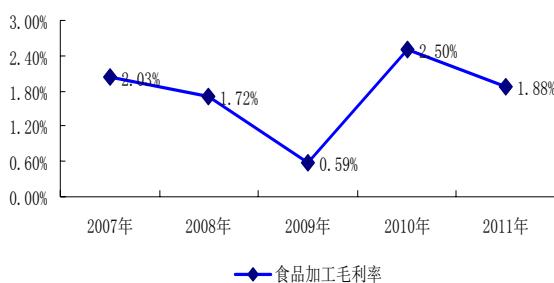


图表 5: 公司食品主要品种 2010 年毛利率



资料来源：公司网站

图表 6: 公司食品加工毛利率



资料来源：公司公告

### 1.3 转型“1+1”弯道，完成超越

2011 年通威的水产饲料销售了 164.16 万吨，险胜海大 5 万吨。尽管保住了行业老大地位，但面对营销方式更激进、产品结构更优化的后来者，通威 2011 年起选择了自我挑战之路，在硝烟中寻找转机。通威有两个弯要转，一是组织营销；二是产品结构。

我们认为公司提升组织营销能力采取了以下措施：重启校园招聘；董事长注意力回归；引入营销外脑。

- **重启校园招聘** 事隔 6 年，2011 年重启大规模校园招聘活动，其中服务营销类招聘 1000 人，其他 250 人。此举为营销团队更新换代创造良机，有助于改变营销思路，提升服务能力。2012 年通威再次招募服务营销类人员 1000 人。

图表 7: 2012 年应届生招聘需求

职位类别	招聘人数	学历要求	专业要求
服务营销类	1000	硕士、本科、大专	水产养殖、畜牧兽医、动物医学、饲料加工、食品工程等
技术研发类 (饲料、动物医药)	10	博士、硕士	动物营养、水产、畜牧、药学、食品科学与工程等专业
管理培训生 (财务/品管/生产)	40	硕士、本科	财务、人力资源、制造、机电、动物营养、畜牧兽医、生物工程
品质类(质检/化验)	50	本科、大专	动物营养、畜牧兽医、食品科学与工程、生物工程
财务 (会计/出纳)	40	硕士、本科、大专	财务管理类专业
采购类 (采购员)	10	硕士、本科	经济、市场营销、贸易、食品科学等相关专业
生产技术 (机修/电工/总控)	60	本科、大专、中专	机电一体化、机械、饲料加工、水电工程技术等
通用类(各部门内勤)	40	本科、大专	不限

资料来源：公司网站

- **董事长注意力回归** 2012 年 3 月以来，董事长刘汉元密集调研了华南、华东和华中区域。其中，3 月 23 日-26 日不到 4 天时间的广东之行，他先后视察广东通威、珠海海一、惠州通威及揭阳通威 4 家公司，还去惠州潼湖市场拜访当地大经销商。尽管其中有通威 30 年庆典的影子，但刘董事长回归是不争事实，毕竟中国畜牧和水产业的市场潜力足以承载几代人的梦想。
- **引入营销外脑** 目前通威正与多家行业咨询机构进行合作，引入营销外脑促进内部革新进程，这其中比较有代表性的是通威食品



与原本营销的合作，以及通威广东分公司与辅音国际的合作。

提升产品结构采取了合作九鼎集团；推出“赢氧”产品的举措。

- **合作九鼎集团** 猪饲料领域，通威联手九鼎，开发高档猪饲料。通威的和九鼎的“土地+营销”的合作模式具有开创性，优势资源的互补将促成这两家公司跨越式发展，实现双赢。
- **推出“赢氧”产品** 水产饲料领域，通威推出“赢氧”产品应对海大微生态制剂，而后者毛利率高达50%。

目前广东地区鱼塘租金不断上涨，养殖户普遍加大养殖密度，水体环境不断恶化，养殖风险陡增。“赢氧”产品和微生态制剂都是迎合养殖户调水保氧的要求，以高科技含量换取高附加值。

“赢氧”系列产品由通威水产研究所根据广东饲养环境以及水产肠胃生理结构与吸收机能，通过刺激有益菌的生长，以及通过肠道修复因子、酵母促生长因子、免疫刺激因子等，有效改善水产肠道微生物群，促进水产动物在养殖过程中对氧气的耗用量下降。

## 2 大股东现金注入，市值低位腾挪

### 2.1 与海大的盈利比较：弱在产品结构与财务费用

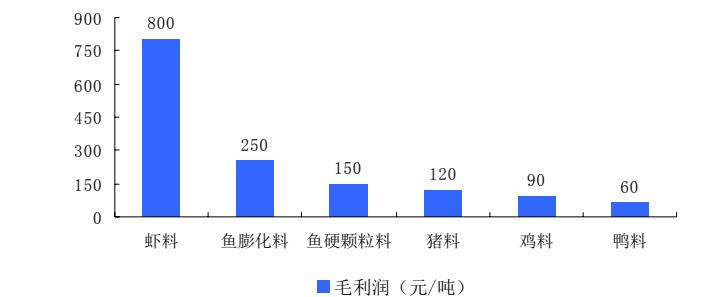
比较通威与海大2011年的盈利差异，我们发现产品结构和财务费用是主要影响因素。

1) **关于产品结构** 通威业务主要有两部分，分别是饲料和食品加工；海大业务主要有三部分，分别是饲料、原料贸易和微生态制剂。排除盈利贡献低的通威食品加工业务和海大原料贸易业务，通威的饲料业务和海大的饲料和微生态制剂业务是比较重点。

其中通威和海大的饲料业务销售量分别是334.51万吨和338万吨，销售收入分别是106.38亿元和110.65亿元，相差不多。由于两者的畜禽饲料都是盈利较低业务，所以只比较水产饲料业务。通威和海大的水产饲料销量分别是164.16万吨和159万吨，但通威和海大的虾饲料销量分别是10万吨和30万吨，相差20万吨，而且海大销售较高毛利的海水鱼料和膨化饲料47万吨。所以盈利差异一来自虾饲料，由于虾饲料毛利是800元/吨，鱼饲料毛利是200元/吨，毛利相差600元/吨，则通威与海大在虾饲料业务的盈利差异为1.2亿元。



表格 8：各种饲料毛利额（元/吨）



资料来源：第一创业证券研究所整理

**盈利差异二来自微生态制剂**，海大销售了 0.99 亿元，毛利率 50.69%，毛利 0.50 亿元。

**2) 关于财务费用** 通威负债率高，2011 年的财务费用是 0.91 亿元；海大 IPO 募集资金充裕，财务费用是 0.21 亿，两者相差 0.7 亿元。

2011 年度通威和海大净利润分别为 0.7 亿和 3.67 亿，相差 2.97 亿元，而虾饲料、微生态制剂和财务费用的差异合计为 2.4 亿，基本反映了差异来源。

## 2.2 盈利改善一：饲料销售总量增长 30%

我们注意到，随着营销费用投入加大，通威 2011 年饲料销量增长 21.3%，其中水产饲料增长 19%。2012 年随着重启校园招聘、董事长注意力回归、引入营销外脑，趋势将继续，预计销售总量达 430 万吨，增幅为 30%。

这里我们谈一下标杆子公司广东通威，形象陈述总量增长的逻辑。广东通威面对的市场是海大最成熟，渗透率最高的广东区域，华南地区占海大营业收入的 65.71%。可以说广东通威兴衰变迁直接反映着通威与海大的力量对比。

表格 9：2011 年主要盈利子公司

子公司全称	业务性质	注册资本	总资产	净资产	净利润
广东通威	饲料生产经营	6,000.00	24,055.33	13,963.06	6,533.06
广东通威占比	8.73%	5.58%	9.80%	78.04%	
揭阳通威	饲料生产经营	5,000.00	7,902.26	5,756.92	594.70
扬州通威	饲料生产经营	2,000.00	5,546.24	2,887.18	594.80
通威股份	饲料\食品	68,752.00	431,428.00	142,409.00	8371.14

资料来源：公司公告

通威自 2001 年进入广东地区，最初以罗非鱼的实证营销独步江湖，公司 2008 年达到全盛时期，随后因种种原因进入衰退时期，低谷是 2010 年。2011 年整个通威战略调整，广东通威重又恢复升势，净利润为 6533.06 万元，上市公司占比 78.04%。

广东通威在 2012 年的发展思路更加清晰，与咨询公司辅音国际合作，营销上转守为攻，更强调组织营销，相关举措包括“通读弟子规，威信传天下”青少年孝信成长特训营活动、“经销商千万资产创富论坛”以及“渔家傲”科学健康养殖推广会。在创富论坛上推出的“赢氧”系列新产品产生奇效，“赢氧每一天”的宣传词迅速流传。本次合作从见面相



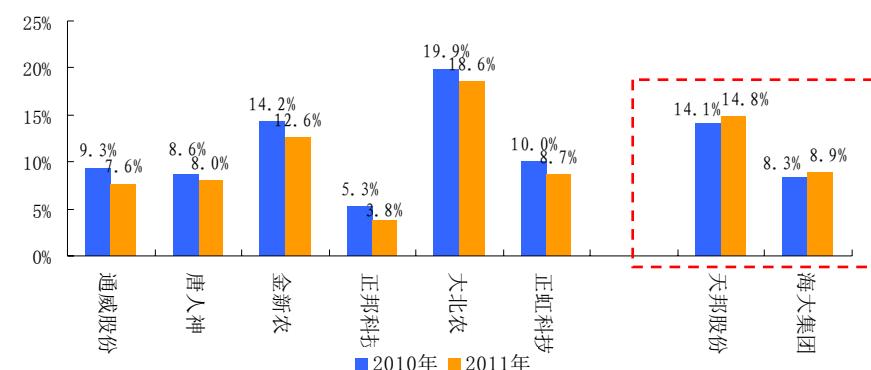
识别正式启动仅用了 6 天，广东片区 360 人齐聚佛山接受辅音国际特训，战略落地的执行力是空前的。

广东通威 2011 年水产饲料销量是 30 万吨，2012 年的计划是 50 万吨，。其中 2012 年 1-5 月销售 9 万吨，增长 80%，5 月的销量增长更达 100% 以上。

### 2.3 盈利改善二：综合毛利率提升 1 个点

通威饲料业务毛利率 2009-2010 年还维持在 9.33%、9.3% 的较高水平，2011 年暴跌至 7.57%。我们分析其中的原因来自两方面，一是 2011 年压缩成本的能力较弱，即贸易采购亏损较重；二是 2011 年为提高产品品质，增加了高规格原材料投入。行业的情况是多少饲料公司毛利率均有下跌，但通威股份和正邦科技跌幅最大。海大毛利率上升得益于其贸易采购和产品结构调整。

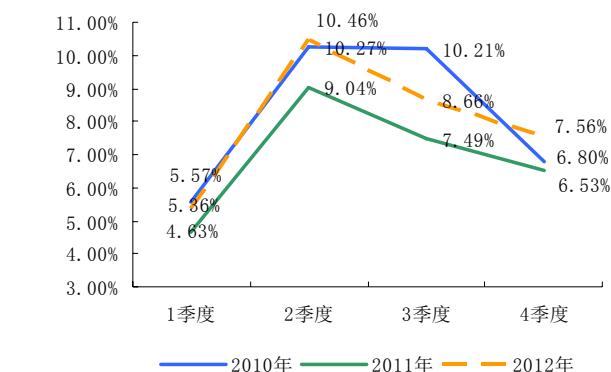
表格 10：各饲料公司毛利率变化（2010-2011）



资料来源：公司公告

随着通威产品结构改善（“赢氧”系列产品推出和膨化水产饲料占比提升），2012 年 1 季度综合毛利率已同比上升，接近 2010 年水平。加上公司对贸易采购的集约化管理削减了成本，我们预计 2012 年 2-4 季度逐季度综合毛利率为 10.46%、8.66% 和 7.56%，大致回升至 2010 年水平，这将提升公司综合毛利率约 1 个点。

表格 11：通威股份季度综合毛利率变化（2010-2012）



资料来源：公司公告

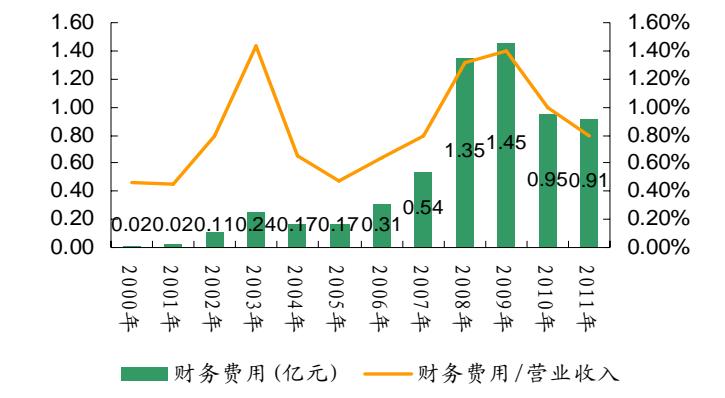


## 2.4 盈利改善三：财务费用大股东注入现金，预计降低近 4000 万

公司发布公告，称正在拟议向大股东通威集团有限公司非公开发行股票募集现金。我们对此动向给予充分肯定，首先从基本面角度，这反映了大股东对公司中长期发展的信心，基于大股东对上市公司经营情况的充分掌握，有理由看好公司中长期成长，对比业务结构和营业收入都差不多的海大集团，1: 3.4 的市值比明显低估。

其次从财务角度，这将显著削减财务费用。按照公司截至 2012 年一季度末平均借款利息率 6.62% 计，公司每年可减少利息支出 3,970 万元。以 2011 年业绩及 15% 所得税率计算，公司净利润可增加 3,374.50 万元，本次发行后股本增加 127,931,769 元，按照新股本计算 2011 年每股收益为 0.144 元，比原来增长了 0.0222 元，提高了公司盈利水平。

表格 12：通威财务费用及在营业收入中的占比



资料来源：公司公告

## 3 合作九鼎科技，复制大北农的成长轨迹

我们在前期的大北农研究报告《赢在商业嗅觉——专业化分工与产业链衔接的践行者》中强调饲料行业虽“土”实“洋”，即饲料行业从产业链环节，上连农业的种植业，下接农业的畜牧和水产养殖业，与土地生生相息，看似落后；但由于其是中国改革开放后率先招商引资，并全国范围铺开的领域，各路资本，各类能人纷纷进入，行业的创新敢拼精神是首屈一指的。

猪饲料的新希望和鸡饲料的六和的合并及整合曾使我们看到饲料企业的高层往往战略眼光博大，有突破自身局限，并包容合作的气魄。



水产饲料的通威和猪饲料的九鼎合作，再次把我们引入合纵连横的饲料战国时代，前有新希望和六和的成功先例，结合通威和九鼎的利益捆绑点，我们非常看好二者的合作模式，可能下一个五年猪饲料就要看通威九鼎合资公司的摧城拔寨了。

### 3.1 九鼎介绍：猪饲料少壮势力，2013年规划销量300万吨

总部湖南岳阳的九鼎科技创始于1994年，无论是发展轨迹、业务结构，还是企业文化，都好似第二个大北农。九鼎目前的发展布局是立足华中，辐射华南、华东和华北，其华南总部是2010年7月5日成立的广东惠州九鼎；华东总部是2011年3月成立的浙江长兴九鼎；华北总部是2010年3月成立的河北廊坊九鼎。

**九鼎的“四五规划”(2009-2013年)**：九鼎科技的核心竞争力是猪预混饲料，前期猪饲料也起步较早，其预混饲料作为先导，已进入除新疆、西藏、青海、甘肃、内蒙古、宁夏、台湾外的所有省市。

九鼎的2011年饲料销量突破了100万吨，其未来发展规划雄心勃勃，“四五规划”（2009-2013年）为：1) 力图在2013年饲料总量300万吨，其中预混饲料20万吨。2) 建立饲料公司大约30-40个，预混饲料核心工厂4-6个，高档乳猪饲料工厂1-3个。3) 销售服务人员5000-6000人。

图 2010年九鼎的工厂分布，及 2011年新增工厂

表格 13: 九鼎科技的全国扩张计划（依托自身力量）

序号	地区	公司	2011年产能	2012年新增产能	2013年新增产能
1	湖南	常德九鼎			18
2	湖南	株洲九鼎	18	18	
3	湖南	郴州九鼎	10		
4	湖南	岳阳九鼎	16	20	
5	湖南	永州九鼎	6		
6	湖南	金霞九鼎		36	
7	湖南	岳阳新生代	10		
8	湖南	岳阳七星	10 (其中预混饲料1万吨)		
9	湖南	怀化九鼎		18	
10	湖北	宜昌九鼎		18	
11	江西	宜春九鼎	18		
12	江西	赣州定南九鼎			20
13	四川	什邡九鼎	约6		
14	广西	陆川九鼎	18		
15	广东	惠州九鼎	约30		
16	河北	邯郸九鼎	18		
17	河北	廊坊九鼎	24 (其中预混饲料6万吨)		
18	河南	新乡九鼎	10 (其中预混饲料1万吨)		
19	河南	鹿邑九鼎		18	
20	江苏	泰兴九鼎			25
21	上海	上海富捷	约6		
合计			200	128	45

资料来源：第一创业证券研究所整理

**九鼎的营销能力** 九鼎市场营销能力较强，100-200头能繁母猪存栏的中大猪场是重要客户群体。其三段宝猪饲料的创新营销案例曾获2004-2005年度中国杰出营销奖金奖，该案例有以下特点：1) 较早注



重养殖模式创新，将母猪（尤其是泌乳母猪）、断奶仔猪、小猪三阶段视为“养猪核心阶段”，并根据生猪成长阶段需要制定营养配方。2) 精确的定价策略，以低价的小猪饲料提升市场占有率，并带动高毛利的配套产品（母猪饲料和乳猪饲料）销售增长。3) 传播不设防，通过出版图书塑造权威，运用墙体进行覆盖，制造口碑引爆流行。

**九鼎的研发技术** 公司是以猪预混饲料起家，技术功底较为深厚。新推出的教槽料产品育婴研发优势明显，其显著特点是不含血浆蛋白粉，避免了因同源蛋白引发的疾病传播，此外其日增重 353 克，料肉比低至 1.13，腹泻率显著降低。

### 3.2 通威介绍：前期扩张土地储备丰富

通威 2001 年即在全国各地设立 17 家子公司，基本完成产能布局。2004 年上市融资再次加速扩张之路，目前饲料业务分四川片区、重庆片区、广东片区、江淮片区、北方片区、鲁豫片区、湖北片区、湘赣片区、江浙片区、海南片区、蓉峡片区、越南片区等 12 大片区，拥有 40 余家子公司。

前期扩张带来大量土地储备，估计总量在 3000 亩左右，仅 IPO 8 个饲料募投项目就占地 24.7 万平方米，合 370 亩。

表格 14：通威的全国部署



资料来源：公司网站

### 3.3 合作共赢：“土地+营销”，全面推开将贡献毛利 3.2 亿

九鼎在全国扩张中遇到的问题是拿地难，大北农募投项目实施地的多次变更也反映了这一情况。而通威 2011 年猪饲料销量尽管有 70 多万吨，但结构上以中大猪后期饲料为主，毛利率较低。通威与九鼎的战略合作将以“土地+营销”的模式实现共赢，解决九鼎扩张慢和通威猪料不专业的问题。

- **合作内容：**通威出场地、生产人员；九鼎出配方、品控和销售人员；原料采购通威和九鼎共同负责
- **股权比例：**50% 对 50%
- **产品品牌：**通威九鼎
- **合作规模：**2012 年 10 个左右的子公司，目标是 30 个左右的子公



司，按每个子公司 15 万吨产能计算，合作总产能将达 450 万吨

- **业绩贡献：**根据九鼎在华东和华南地区布局较弱，这两个地方合作先期进行，预计合作成熟后贡献毛利为  $450 \text{ 万吨} * 65\% * 220 \text{ 元/吨} * 50\% = 3.2 \text{ 亿元}$ 。我们预计 2012 年会有 30-40 万吨的合作产能释放，通威享受到 15-20 万吨产能释放。其中 65% 为产能利用率，220 元为前期猪饲料吨毛利，50% 为合资比例。

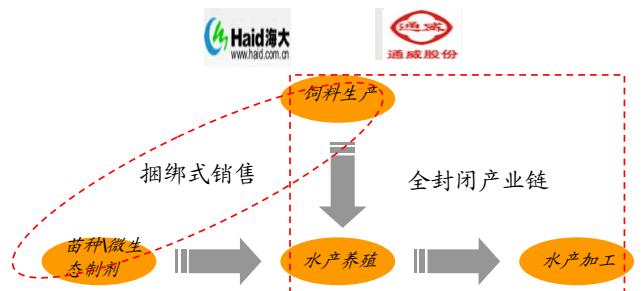
## 4 海南罗非鱼全封闭产业链，水产温氏的探索之路

通威执着的进行着向产业链下游的延伸，前期效果并不太好，但并不影响其深入探索。目前整个水产业有能力进行全产业链整合的，只有饲料生产企业，通威作为行业老大，先发优势自不必说。但就海南罗非鱼全封闭产业链模式的战略意图分析，我们感觉似乎通威已注意到再不能脱离养殖环节，需要捆绑水产养殖户，达到共赢。这种尝试将类似于畜牧业温氏的全封闭价值链模式，如果利益划分完善妥当，那将无限扩大通威的市场占有率，其前景无限。所以我们在此专门分析其中要点。

### 4.1 水产产业链延伸：通威面向下游，海大发力上游

水产饲料两巨头通威和海大走上了不同的产业链扩张道路，如通威的产业链布局是向下游去，全封闭产业链，其难点是公司、经销商和养殖户的利益如何分配；海大的产业链布局是向上游去，捆绑式销售，其难点是苗种选育技术的突破。

表格 15：通威和海大的产业链模式比较



资料来源：第一创业证券研究所

通威面向下游布局，有其战略传统，水产加工环节一直是其着力发展的重要业务。而海南模式（全封闭产业链）涉足水产养殖环节的举措，更将向下游的整合推向了极致。

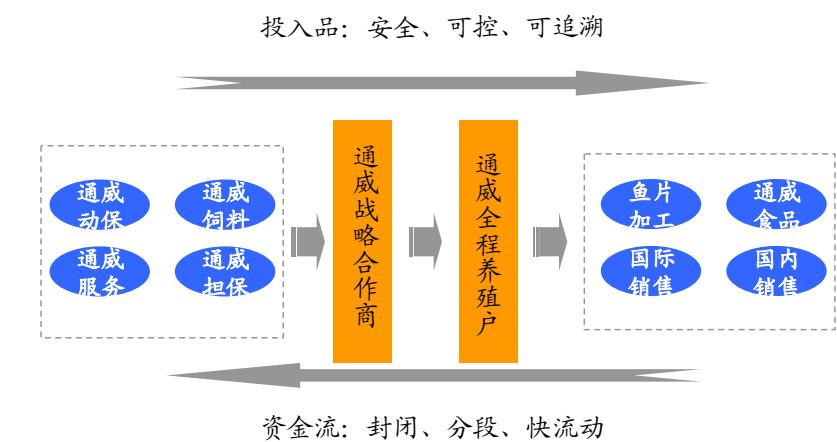


但到底是种苗、饲料、微生态制剂加服务的捆绑式销售能够取胜，还是全封闭产业链的通威模式能够取胜，这取决于公司如何慎时度势的顺应行业发展的动向。我们分析，通威的全封闭产业链模式重在行业价值链整合，类似于畜牧企业温氏的做法，其利益共享机制将在行业发展的中后期发挥关键作用。而海大的捆绑式销售重在行业能力链再造，类似于畜牧企业双胞胎的做法，其利益创造机制将在行业的前期施加重要影响。

#### 4.2 海南模式将提升水产饲料市场占有率

海南模式指罗非鱼全封闭产业链建设计划，通威试图整合种苗、饲料、药物、服务等资源，做到养殖过程中投入品的安全、可控和可追溯，实现封闭运行，从各个环节确保食品安全。而资金链上，通过“公司、经销商、养殖户三方一体”的战略运作模式，实现资金流的封闭、分段和快流动。

表格 16：海南罗非鱼封闭产业链模式



资料来源：第一创业证券研究所

通威试图通过推行该模式，3-5年内覆盖30万吨的罗非鱼养殖规模。按饲料系数1.3测算，相当于40万吨饲料销量，海南通威目前产能为30万吨，2012年预计新增4条20万吨生产线。

海南地区2011年水产饲料的市场容量大约是66.3万吨，2015年预计为100万吨左右，则通威依靠海南模式市场占有率达到40%。

但这条封闭的产业链是否存在商业风险？我们分析，海南模式的核心要点是4.4元/斤保价收鱼，目前罗非鱼的养殖成本为4元/斤，最差的情况是加工厂收购价低于成本，则每吨罗非鱼要补贴800元。

而目前罗非鱼饲料每吨毛利在300元左右，则每吨罗非鱼对应的饲料毛利为400元，加上鱼苗、药物等的捆绑销售，最差情况是通威在封闭产业链的损失是100-200元/吨。我们认为考虑到海南模式有利于提升客户黏性，而且中期产业链的价值平滑使盈利稳定，通威是可以承受封闭产业的暂时亏损。

海南模式符合中国水产养殖发展需要，一旦成功并推广至其他水产养殖品种，将带动通威在水产饲料的市场占有率提升。



## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

预计公司 2012-2014 年销售总收入分别为 151.04 亿、201.26 亿和 264.87 亿，增长 30.95%、33.25% 和 31.61%。其中，饲料业务销售收入分别为 141.1 亿、190.22 亿和 252.62 亿，增长 32.63%、34.82% 和 32.8%；

综合公司其他经营信息，我们预计公司 2012-2014 年归属于母公司净利润分别为 1.66 亿、3.09 亿和 4.59 亿，增速为 97.6%、86.1% 和 48.5%；对应 EPS 分别为 0.24 元、0.45 元和 0.67 元。

图表 17：通威饲料业务分部盈利表

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>销售收入合计 (亿元)</b>	<b>90.92</b>	<b>95.00</b>	<b>115.34</b>	<b>151.04</b>	<b>201.26</b>	<b>264.87</b>
<b>销售收入增长 (%)</b>	<b>-1.55%</b>	<b>4.49%</b>	<b>21.40%</b>	<b>30.95%</b>	<b>33.25%</b>	<b>31.61%</b>
<b>毛利额 (亿元)</b>	<b>7.89</b>	<b>8.31</b>	<b>8.22</b>	<b>12.04</b>	<b>17.09</b>	<b>23.18</b>
<b>毛利额增长 (%)</b>	<b>22.58%</b>	<b>5.30%</b>	<b>-1.04%</b>	<b>46.48%</b>	<b>41.89%</b>	<b>35.65%</b>
<b>综合毛利率 (%)</b>	<b>8.68%</b>	<b>8.74%</b>	<b>7.13%</b>	<b>7.97%</b>	<b>8.49%</b>	<b>8.75%</b>
<b>饲料业务</b>						
销售数量 (万吨)	295.87	275.77	334.51	438.51	584.85	766.22
销售收入 (亿元)	84.13	87.24	106.38	141.10	190.22	252.62
<b>销售收入增长 (%)</b>	<b>3.53%</b>	<b>3.70%</b>	<b>21.94%</b>	<b>32.63%</b>	<b>34.82%</b>	<b>32.80%</b>
毛利额 (亿元)	7.85	8.11	8.05	11.84	16.85	22.87
<b>毛利额增长 (%)</b>	<b>29.10%</b>	<b>3.36%</b>	<b>-0.74%</b>	<b>47.08%</b>	<b>42.22%</b>	<b>35.79%</b>
<b>毛利率</b>	<b>9.33%</b>	<b>9.30%</b>	<b>7.57%</b>	<b>8.39%</b>	<b>8.86%</b>	<b>9.05%</b>
<b>其中：水产饲料</b>						
销售均价 (元/吨)	3090.00	3490.00	3484.00	3490.00	3510.00	3580.00
销售数量 (万吨)	148.37	137.96	164.16	229.82	317.16	412.30
销售收入 (亿元)	45.85	48.15	57.19	80.21	111.32	147.60
<b>销售收入增长 (%)</b>	<b>19.80%</b>	<b>5.02%</b>	<b>18.79%</b>	<b>40.24%</b>	<b>38.79%</b>	<b>32.59%</b>
<b>毛利率</b>	<b>13.19%</b>	<b>13.10%</b>	<b>10.29%</b>	<b>11.00%</b>	<b>11.30%</b>	<b>11.40%</b>
毛利额 (亿元)	6.05	6.31	5.89	8.82	12.58	16.83
<b>毛利额增长 (%)</b>	<b>41.00%</b>	<b>4.30%</b>	<b>-6.69%</b>	<b>49.92%</b>	<b>42.58%</b>	<b>33.77%</b>
<b>其中：猪饲料</b>						
销售均价 (元/吨)	2472.00	2810.00	2800.00	2850.00	2900.00	2920.00
销售数量 (万吨)	45.30	51.26	74.43	107.92	161.88	242.83
销售收入 (亿元)	11.20	14.40	20.84	30.76	46.95	70.91
<b>销售收入增长 (%)</b>	<b>32.00%</b>	<b>28.63%</b>	<b>44.68%</b>	<b>47.59%</b>	<b>52.63%</b>	<b>51.03%</b>
<b>毛利率</b>	<b>6.17%</b>	<b>5.92%</b>	<b>5.40%</b>	<b>6.10%</b>	<b>6.50%</b>	<b>6.70%</b>
毛利额 (亿元)	0.69	0.85	1.13	1.88	3.05	4.75
<b>毛利额增长 (%)</b>	<b>35.00%</b>	<b>23.42%</b>	<b>31.97%</b>	<b>66.72%</b>	<b>62.64%</b>	<b>55.68%</b>
<b>其中：禽饲料</b>						
销售均价 (元/吨)	2650.00	2960.00	2954.00	2990.00	3020.00	3070.00
销售数量 (万吨)	102.20	83.45	95.97	100.77	105.80	111.09
销售收入 (亿元)	27.08	24.70	28.35	30.13	31.95	34.11
<b>销售收入增长 (%)</b>	<b>-17.00%</b>	<b>-8.79%</b>	<b>14.77%</b>	<b>6.28%</b>	<b>6.05%</b>	<b>6.74%</b>
<b>毛利率</b>	<b>4.12%</b>	<b>3.85%</b>	<b>3.70%</b>	<b>3.80%</b>	<b>3.80%</b>	<b>3.80%</b>
毛利额 (亿元)	1.12	0.95	1.05	1.14	1.21	1.30
<b>毛利额增长 (%)</b>	<b>-16.70%</b>	<b>-14.77%</b>	<b>10.30%</b>	<b>9.15%</b>	<b>6.05%</b>	<b>6.74%</b>
<b>食品业务</b>						
销售收入 (亿元)	6.79	7.76	8.96	9.94	11.04	12.25
<b>销售收入增长 (%)</b>	<b>-38.79%</b>	<b>14.25%</b>	<b>15.38%</b>	<b>11.00%</b>	<b>11.00%</b>	<b>11.00%</b>
毛利额 (亿元)	0.04	0.19	0.17	0.20	0.24	0.31
<b>毛利额增长 (%)</b>	<b>-88.75%</b>	<b>384.13%</b>	<b>-13.24%</b>	<b>18.09%</b>	<b>22.10%</b>	<b>26.14%</b>
<b>毛利率</b>	<b>0.59%</b>	<b>2.50%</b>	<b>1.88%</b>	<b>2.00%</b>	<b>2.20%</b>	<b>2.50%</b>

资料来源：第一创业证券研究所

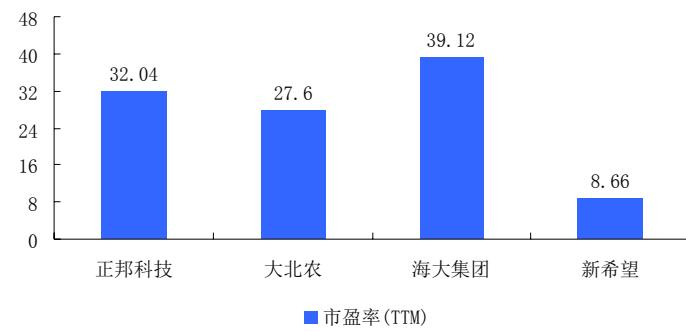


## 5.2 估值及推荐

从基本面分析，通威股份具备业绩高弹性属性，但趋势的形成需要不断验证。

目前，海大集团市盈率已接近 40 倍 (TTM)，考虑到通威股份业绩反转预期的不确定因素，则折价给出 27-32 倍的市盈率，对应 2012 年的价值区间为 6.48-7.68 元，首次给予“强烈推荐”评级。

图表 18：主要饲料公司市盈率 (TTM)



资料来源：wind



## 6 风险提示

### 6.1 公司经营调整低于预期

目前时点投资通威，看重的是公司经营调整后的业绩反转，但考虑大企业的问题往往积重难返，有变革成效低于预期的可能。

### 6.2 水产品价格过低

海南近期一度出现的罗非鱼收购价低于 8 元/公斤成本价的现象，极大挫伤了养殖户积极性，并影响了水产饲料的正常销售，所以水产饲料公司不怕水产养殖失败，而怕水产品价格过低。



表格 19：财务三表

资产负债表							利润表						
会计年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2148	1609	1859	2334	2962	4009	<b>营业收入</b>	10378	9622	11601	15104	20126	26487
现金	418	265	382	400	400	650	营业成本	9418	8767	10750	13900	18417	24169
应收账款	433	375	304	413	544	707	营业税金及附加	11	6	4	5	7	9
其他应收款	31	28	29	40	55	75	营业费用	239	251	312	430	574	755
预付账款	178	61	81	104	138	181	管理费用	330	322	353	482	642	845
存货	1012	844	949	1227	1626	2133	财务费用	145	95	91	77	51	44
其他流动资产	77	36	115	149	199	262	资产减值损失	39	53	27	30	30	30
<b>非流动资产</b>	3463	2074	2103	1943	1781	1618	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
长期投资	6	12	14	14	14	14	投资净收益	2	72	1	0	0	0
固定资产	2760	1564	1548	1422	1276	1119	<b>营业利润</b>	198	200	65	180	406	635
无形资产	409	344	348	348	348	348	营业外收入	15	20	38	25	30	35
其他非流动资产	287	154	193	159	144	137	营业外支出	7	15	9	8	8	8
<b>资产总计</b>	5611	3683	3962	4277	4743	5627	<b>利润总额</b>	206	205	95	197	428	662
<b>流动负债</b>	2914	1940	1994	1587	1785	2197	所得税	64	61	24	51	110	170
短期借款	1788	890	943	343	270	300	<b>净利润</b>	143	144	70	146	318	492
应付账款	581	467	581	751	995	1306	少数股东损益	-4	-17	-13	-20	9	33
其他流动负债	546	583	470	493	520	590	归属母公司净利润	147	161	84	166	309	459
<b>非流动负债</b>	1078	346	523	483	433	413	EBITDA	616	457	353	418	621	845
长期借款	839	223	381	381	381	381	EPS (元)	0.21	0.23	0.12	0.24	0.45	0.67
其他非流动负债	239	123	142	102	52	32							
<b>负债合计</b>	3992	2286	2517	2070	2218	2610							
少数股东权益	394	37	21	1	9	43							
股本	688	688	688	688	688	688							
资本公积	18	45	45	45	45	45							
留存收益	527	644	728	894	1203	1661							
归属母公司股东权益	1226	1361	1424	1630	1939	2397							
<b>负债和股东权益</b>	5611	3683	3962	3701	4166	5050							
<b>现金流量表</b>							<b>主要财务比率</b>						
会计年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	265	203	306	160	224	314	<b>成长能力</b>						
净利润	143	144	70	146	318	492	营业收入	0.7%	-7.3%	20.6%	30.2%	33.2%	31.6%
折旧摊销	273	162	197	161	164	165	营业利润	-4.9%	0.7%	-67.4%	176.1%	125.3%	56.6%
财务费用	145	95	91	77	51	44	归属于母公司净利润	41.3%	9.7%	-47.9%	98.4%	86.1%	48.4%
投资损失	-2	-72	-1	0	0	0	<b>获利能力</b>						
营运资金变动	-335	-182	-65	-232	-300	-421	毛利率 (%)	9.2%	8.9%	7.3%	8.0%	8.5%	8.8%
其他经营现金流	41	55	14	8	-9	33	净利率 (%)	1.4%	1.7%	0.7%	1.1%	1.5%	1.7%
<b>投资活动现金流</b>	-429	41	-181	0	0	0	ROE (%)	12.0%	11.8%	5.9%	10.2%	15.9%	19.1%
资本支出	416	306	222	0	0	0	ROIC (%)	5.8%	8.0%	4.4%	7.1%	12.2%	16.9%
长期投资	-29	13	-2	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他投资现金流	-42	359	39	0	0	0	资产负债率 (%)	71.1%	62.1%	63.5%	55.9%	53.2%	51.7%
<b>筹资活动现金流</b>	110	-314	-19	-120	-224	-65	净负债比率 (%)	67.56%	63.16%	60.25%	42.21%	31.60%	26.09%
短期借款	177	-898	53	-600	-73	30	流动比率	0.74	0.83	0.93	1.47	1.66	1.83
长期借款	374	-616	158	0	0	0	速动比率	0.38	0.39	0.45	0.69	0.74	0.84
普通股增加	0	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>						
资本公积增加	17	27	0	600	0	0	总资产周转率	1.93	2.07	3.04	3.67	4.46	5.11
其他筹资现金流	-458	1173	-230	-120	-151	-94	应收账款周转率	21	20	28	34	35	34
<b>现金净增加额</b>	-57	-75	104	41	0	250	应付账款周转率	17.94	16.74	20.52	20.87	21.09	21.00

资料来源：第一创业证券研究所



## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 [www.firstcapital.com.cn](http://www.firstcapital.com.cn)

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135