

通威股份 (600438) 饲料加工业

一战略回归主业，重启快速增长引擎

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	11.82	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点：

- **战略回归主业。**自2004年成立以来，公司一直以饲料业务为发展重点，体现了公司战略布局国内饲料行业的宏伟蓝图。然而，随着2008年完成了以饲料主业向饲料、新能源及化工的双主业战略规划的转变，在很大程度上分摊了公司的精力。受制于人力、资金的限制，饲料业务发展增速严重放缓，产能瓶颈成为制约公司饲料业务发展的根本原因。公司近日宣布退出新能源行业并重启定向增发。我们认为，退出新能源业务是公司进行产业链横行拓展受挫后的及时调整，为公司集中精力做大做强饲料业务奠定了基础，同时定向增发的重启，拉开了公司饲料业务快速增长的序幕。
- **食品加工业务有望“瘦身”。**公司在发展饲料主业的同时，在产业链上进行了纵向延伸，先后进入了水产加工领域和畜禽加工领域，由于食品加工领域竞争激烈、公司在行业内无绝对竞争优势，导致食品加工业务严重亏损，特别是禽肉加工业务。公司未来的战略重点明确定位于饲料加工业务和水产加工业务，形成国内及世界范围内安全水产食品生产商和供应商，并最终创造水产食品第一品牌。考虑到公司定位偏向水产食品加工、禽肉加工业务为公司食品业务中重大亏损源、公司在禽肉加工业务内无竞争优势可言(正大集团和六合集团在禽肉加工业务内占统治地位)。我们认为，未来两年公司退出禽肉加工业务的可能性较大，届时公司整体盈利能力将大幅提升。
- **行业前景明朗。**未来6年内，我国饲料需求量将从2009年的1.4亿吨增加到2015年的2.17亿吨，年均复合增长率达7.6%。其中水产饲料需求量将从2008年的1320万吨增加到2015年的3539万吨，年均复合增长率达15.1%。在行业快速发展过程中，我们认为，外延式拓展和内延式并购将成为国内饲料企业的主要发展方式，而通威股份作为国内水产饲料行业龙头企业，在科研、服务、品牌上具有明显竞争优势，未来发展空间巨大。
- **盈利预测：**我们预计，09、10、11年公司归属母公司所有者净利润分别为13600万元、21100万元和35900万元，对应的每股收益分别为0.20元、0.31元、0.52元。我们认为2011年公司合理PE为30x-35x，对应股价区间为15.6元-18.2元，中间价格为16.9元。我们取中间价16.9元为目标价，对应当前(2010年3月19日的11.82元)股价仍有43%的上涨空间。因此，我们给予公司“推荐”投资评级。

财务摘要	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	10303	9927	11661	15373
营业收入增长率	36%	-4%	17%	32%
归属母公司股东净利润 (百万元)	106	136	211	359
净利润增长率	-39%	29%	55%	70%
EPS (元) (最新股本摊薄)	0.15	0.20	0.31	0.52
P/E	76.45	59.18	38.30	22.51
P/B	7.56	6.69	5.70	4.55

2010 年 3 月 22 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	13.06/7.79
上证指数/深圳成指	3067.75/12352.92
50 日均成交额(百万)	158.56
市净率(倍)	7.61
股息率	

基础数据

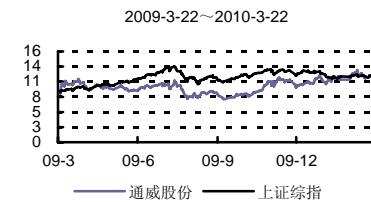
流通股(百万股)	687.52
总股本(百万股)	687.52
流通市值(百万元)	8126.49
总市值(百万元)	8126.49
每股净资产(元)	1.55
净资产负债率	343.29%

股东信息

大股东名称	通威集团有限公司
-------	----------

持股比例	55.06%
------	--------

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-通威股份 600438 公司点评:多晶硅的投产、新的盈利增长点》, 2008-8-6

联系方式

研究员:	周家杏, 蒙俊江
电 话:	021-51097188-1920
电 邮:	Zhoujiaxing@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1853
电 邮:	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

目 录

第一部分 行业概况.....	4
1.1 产量、产值稳步增长	4
1.2 整合提速、行业集中度进一步提高.....	5
1.3 竞争加剧、成本上升，行业步入微利化	5
第二部分 公司概括.....	7
第三部分 公司主营业务分析.....	8
3.1 饲料业务	8
3.2 食品加工业务	10
第四部分 投资亮点与分析.....	11
4.1 行业处于快速增长期	11
4.2 市场容量空间巨大.....	13
4.3 行业整合加速、龙头企业受益显著.....	15
4.4 科研+服务+品牌构筑公司核心竞争优势.....	15
4.5 战略回归主业、重启快速增长引擎	17
第五部分 盈利预测与评级.....	18
5.1 盈利预测基本假设.....	18
5.2 盈利预测	19
5.3 估值与投资建议	20

图表目录

表 1. 我国豆粕供需平衡表	6
表 2 我国鱼粉供需平衡表.....	6
表 3 公司股权结构.....	7
表 4 公司近几年新增饲料项目投产情况统计.....	9
表 5.公司近几年收购企业情况.....	9
表 6.饲料业务收入预测.....	9
表 7.食品加工业务收入预测.....	10
表 8 未来几年中国饲料普及率情况.....	14
表 9.非公开增发项目一览	18
表 10. 2009-2011 年公司盈利预测.....	19
表 11 同类公司比较.....	20
图 1. 2001-2008 年我国工业饲料总产量、总产值变化情况.....	4
图 2.1991-2008 年我国饲料生产情况(按动物种类分类).....	4
图 3.1990-2008 我国饲料企业数量变化情况.....	5
图 4.我国主要饲料粮价格变化趋势.....	6
图 5.公司与实际控制人之间的产权及控制关系.....	7
图 6.公司主营业务增长情况.....	8
图 7.我国饲料产量增长情况.....	11
图 8.我国水产饲料产量增长情况.....	11
图 9.我国居民人均收入变化趋势.....	12
图 10.我国城镇家庭人均年购买水产品数量变化趋势.....	12
图 11.2015 年我国饲料需求量预测 (《饲料统计信息》)	13
图 12.2015 年我国水产饲料需求量预测(《饲料统计信息》).....	14

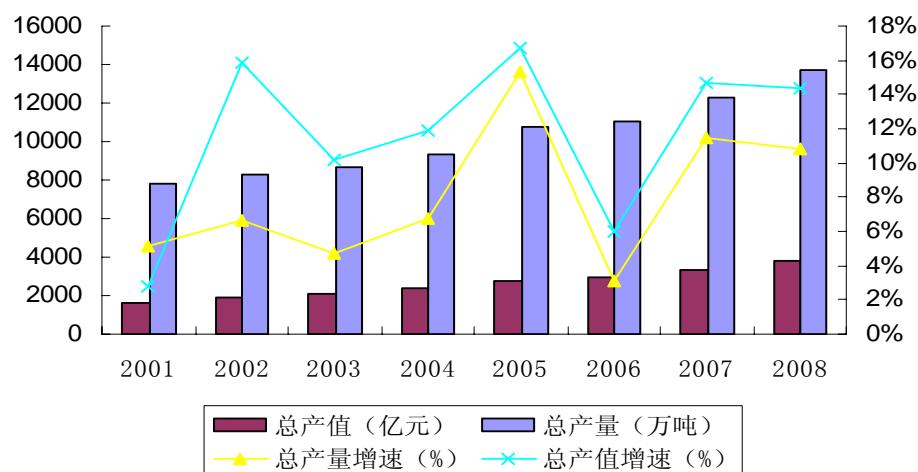
第一部分 行业概况

我国饲料工业经过 30 年的发展，已经建成了包括饲料加工业、饲料添加剂工业、饲料原料工业、饲料机械制造工业和饲料科研、教育、标准、检测等较为完备的饲料工业体系。经过 30 年的奋斗，我国饲料的产量和产值均实现了大幅增长，已完成了从手工作坊式的生产到世界第二大饲料生产大国的飞跃，成为推动我国养殖业快速发展主要动力。

1.1 产量、产值稳步增长

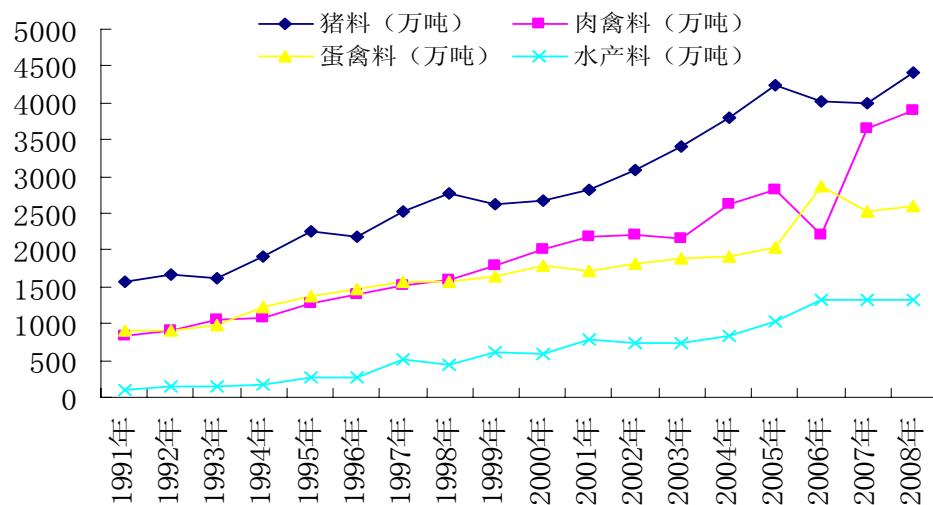
经过 30 年的发展，中国饲料产量和产值实现了双飞跃。从 1980 年到 2008 年，饲料产量由 110 万吨增加到 13700 万吨，28 年增长 124 倍，年均增速为 18.8%。饲料工业产值由 1990 年的 1119 亿元增长到 2007 年的 3335 亿元，年均增速为 11.65%。2008 年，我国饲料总产量达 1.37 亿吨，连续 17 年饲料总产量位居世界第二。我国饲料业的战略目标是要实现从饲料大国走向饲料强国的重大转变。按照目前的发展速度，我们赶超美国的 1.5 亿吨已为期不远。

图 1：2001-2008 年我国工业饲料总产量、总产值变化情况



资料来源：国元证券研究中心。

图 2：1991-2008 年我国饲料生产情况（按动物种类分）



资料来源：国元证券研究中心

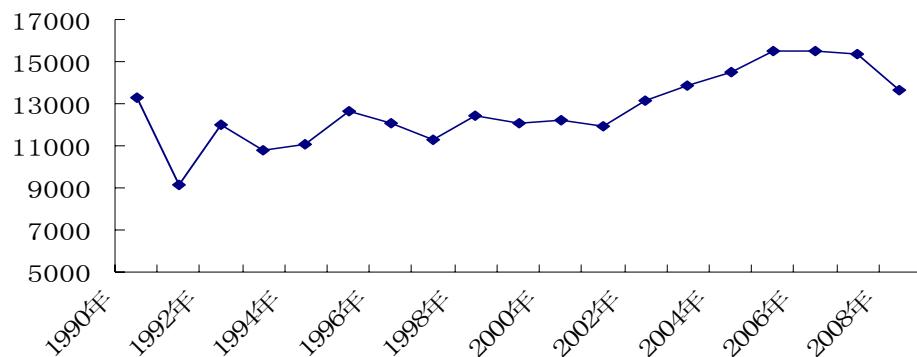
1.2 整合提速，行业集中度进一步提高

目前中国饲料企业多达15000多家，但绝大多数是民营小企业，单个企业的产能较小，而世界饲料业的现状是约3800家大型饲料企业的配合饲料占全球总量的80%。1998年起，我国饲料工业开始步入成熟期，加上中国已加入WTO，饲料企业迎来全新的市场形势。随着更多国际大型饲料集团进入中国，竞争会更加趋于白热化。另一方面，饲料的原料粮玉米、豆粕和鱼粉的价格不断上升，饲料的原料成本水涨船高。由于饲料加工业为劳动密集型企业，随着人工成本的逐年攀升，企业的生产成本面临严峻考验。在这种竞争愈演愈烈、成本越来越高的大背景下，饲料企业向规模化、集团化方向发展必将成为未来发展趋势。

从2006年开始，饲料行业步入了动荡期。这一年，中国饲料企业数量首次下降，饲料业的兼并也开始加快。如希望并购山东六和、美国嘉吉并购普瑞纳在中国的所有饲料厂、通威并购湛江奥华。从美国饲料业的发展过程来看，1978年美国的饲料加工企业有10000多个。经过几十年的兼并、关停。现在美国的饲料企业不过一两千家，但饲料产量却增长约4倍。我们认为，中国饲料企业未来的发展必然步美国的后程，特别是进入新世纪以来，企业集团化和兼并、联合趋势必将加快，行业集中度将不断提高。

图 3：1990-2008 年我国饲料企业数量变化情况

单位：个



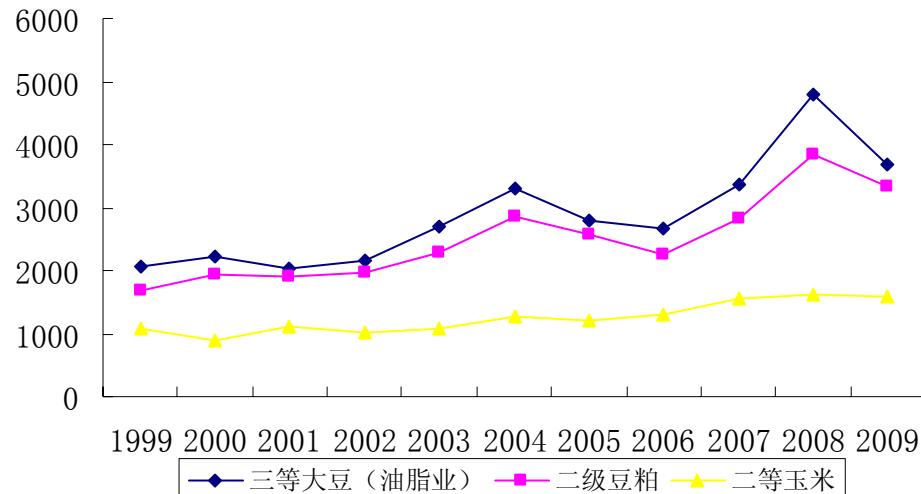
资料来源：国元证券研究中心、wind

1.3 竞争加剧、成本上升，行业趋于微利化

经过30年的发展，我国的饲料业已由当初单一的质量竞争、价格竞争过渡到技术、人才、服务、成本等综合实力的竞争。随着企业的竞争不断加剧，势必带来单位利润的下降。另一方面，随着饲料粮价格的稳步上升，饲料生产成本也逐步升高。在成本上升、竞争加剧背景下，中国饲料行业已步入微利时代。

图 4: 我国主要饲料粮价格变化趋势

单位: 元/吨



资料来源: 国元证券研究中心,

表1: 我国豆粕供需平衡表

单位: 1000吨

	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
产量	11,975	15,050	16,300	21,000	20,190	24,026	27,296	28,465	31,280	32,475
进口量	636	100	27	0	19	69	837	32	203	215
总供给	12,611	15,150	16,327	21,000	20,209	24,095	28,133	28,497	31,483	32,690
出口	49	155	1,123	843	662	658	357	867	634	1,017
工业消耗	0	0	570	600	580	700	700	725	765	790
饲料消耗	12,562	14,995	14,634	19,557	18,967	22,737	27,076	26,905	30,084	30,883
国内总消耗	12,562	14,995	15,204	20,157	19,547	23,437	27,776	27,630	30,849	31,673

资料来源: usda

表2: 我国鱼粉供需平衡表

单位: 1000吨

	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
产量	500	500	500	400	400	310	300	300	300	313
进口量	1,189	904	960	803	1,128	1,582	983	970	1,351	1,311
出口量	2	3	8	9	7	6	18	12	5	6
总消费	1,689	1,404	1,460	1,203	1,528	1,892	1,283	1,270	1,651	1,624

资料来源: usda

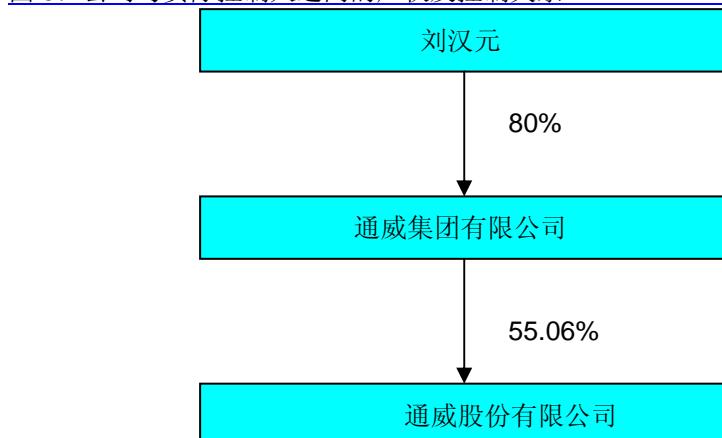
第二部分 公司概况

通威股份有限公司是一个以饲料加工为主营业务的大型综合型企业。主营业务涵盖了饲料加工业务、食品加工业务（包括畜禽加工业务、水产加工业务）。

目前，通威股份年饲料生产能力逾500万吨，是全球最大的水产饲料生产企业及主要的畜禽饲料生产企业，水产饲料全国市场占有率为20%以上，连续17年位居全国第一。

公司的控股股东为通威集团有限公司。截至2009年三季报，通威集团有限公司持股37853万股，占公司股本总数的55.06%。通威集团有限公司的股东为刘汉元和管亚梅两个自然人，其中刘汉元持股80%，管亚梅持股20%。因此，刘汉元是通威集团有限公司实际控制人，也是本公司的实际控制人。

图 5：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 3. 公司的股本结构

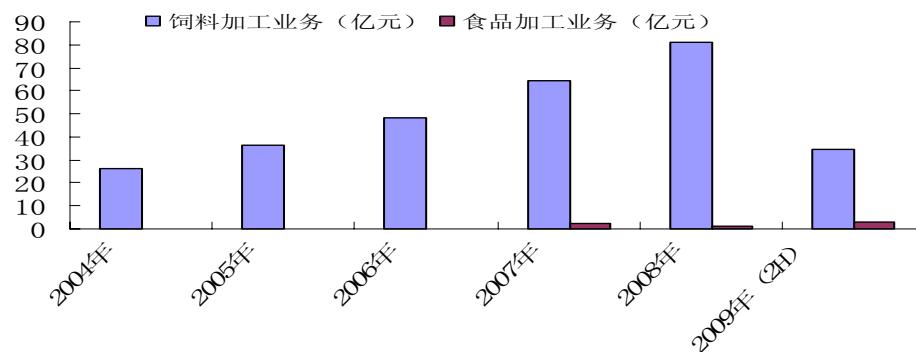
股本类别	数量（万股）	占比（%）
限售 A 股	0	0
国有法人持股	0	0
其他境内法人持股	0	0
流通 A 股	68752	100
总股本	68752	100

资料来源：公司公告

第三部分 公司主营业务分析

公司的主营业务收入主要来源于饲料加工业务与食品加工业务。其中，饲料加工业务包括水产饲料加工业务、猪饲料加工业务和禽饲料加工业务；食品加工业务包括水产加工业务、猪肉加工业务和禽肉加工业务。在饲料加工与食品加工两块业务中，饲料加工业务占主营业务收入比例维持在 95% 左右（08 年为 78.88%，原因为 08 年公司涉入新能源业务，新增业务摊薄了饲料业务的占比），为公司主要利润来源。

图 6：公司主营业务增长情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.1 饲料业务

公司饲料业务主要包括水产饲料、猪饲料和禽饲料。其中水产饲料销量占比为 50% 左右，禽饲料占比 30-40%，其余为猪饲料。公司为国内水产饲料龙头企业，目前市场占有率为 20% 以上，饲料销量 17 年位居全国第一。

自上市以来，公司实行了外延式扩张战略，产能规模和资产规模迅速扩大，迅速使公司成为行业内龙头老大。2004-2007 年，公司饲料销量从 118.29 万吨上升到 266.65 万吨，年均增幅达 40%；2008 年，公司涉足新能源业务，由于新增业务占有了公司很大一部分人力和资金资源，导致公司 08 年饲料销量增速仅为 6%，远低于公司往年平均水平。

从饲料行业未来发展趋势来看，我们认为，行业微利化和行业整合加速将成为整个饲料行业未来发展趋势。由于饲料业在我国是一个市场化程度较高、进入门槛较低的行业。这就意味着我国的饲料企业从整体上不可能取得很高的利润率，又因为市场的集中度不高，在经过了较充分发育的饲料市场上，饲料业的获利能力正全面下滑，利润水平已经降为 3% 左右。可以看出，我国饲料业竞争日益激烈，行业已步入微利时代。另一方面，随着企业竞争不断加剧，饲料行业利润逐年走低，再加上饲料原料价格逐年升高，造成一些中小企业面临巨大生存压力。由于饲料产品是微利产品，在市场体制下，企业的发展要靠规模求效益，行业产品具有同质性，价格竞争是市场竞争的主要手段，而成本则是价格的基础。从下游养殖户来说，在同质化的产品格局下，养殖户对产品的需求是趋于低价高质的，这就造成中小企业没有规模优势，生产成本相对较高，产品缺乏市场竞争。

争力，最终面临倒闭困境。随着饲料行业的不断成熟，饲料企业的人才资金、技术、市场和品牌优势的集合效应逐渐得到发挥，加速了企业的优胜劣汰。一批大中型企业通过资产重组，加快了向规模化、集团化方向发展的步伐。可以看出，饲料企业正步入整合期，在未来几年内，饲料行业经过不断的兼并、重组和整合，企业分化程度也进一步加剧，饲料企业将会呈现强者更强的趋势。

由于饲料行业的低收益水平，规模优势就成为企业的核心竞争力。因此，在过去的10年内，饲料行业的竞争主要集中于市场占有率的争夺上，这一点从通威股份的发展历程可以得到完美的诠释。自2004年上市以来，通威股份有限公司凭借着技术、品牌、服务、规模等优势在全国通过新建饲料项目、收购其他公司等方式，加快了公司产业化、集团化和规模化的步伐，迅速完成了在全国市场的战略布局，产品销量和市场占有率逐年攀升，多年稳居水产饲料行业第一宝座。

表4：公司近几年新增饲料项目投产情况统计

2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
南昌饲料项目	沈阳饲料项目	沙市饲料项目	广州新建饲料生产	越南通威
绍兴饲料项目	海南饲料项目	蓉崃饲料项目	线项目	饲料项目
		德阳饲料项目	扬州饲料项目	沅江公司
		揭阳饲料项目	苏州饲料项目	搬迁项目
			特种饲料项目	
			合肥饲料项目	
			茂名饲料项目	
			惠州饲料项目	
			潍坊饲料项目	

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表5：公司近几年收购企业情况

2005年	2006年	2007年	2008年
江苏中鑫饲料有限公司、 湛江粤华水产饲料有限公司、 珠海经济特区大海水产饲料有限公司	海南海得赛贸易有限公司、 海南海金联公司股权	成都春源食品有限公司、 四川省春源生态养殖有限责任公司、湘西自治州金凤凰农业生物科技有限公司	湛江巨恒海产食品公司、 四川永祥股份有限公司

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表6：饲料业务收入预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
销量（万吨）	282	295	334	439
单价（元/吨）	2879	3022	3174.	3332
营业收入（万元）	811878	891770	1060148	1463100
营业成本（万元）	748342	801978	953478	1315990
毛利率	7.83%	10.07%	10.06%	10.05%

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

3.2 食品加工业务

公司食品加工业务主要包括水产加工业务、猪肉加工业务和禽肉加工业务。从业务的开展时间来看，公司于 2006 年成立了通威（成都）水产食品公司，拉开了进入水产食品加工领域的序幕。接下来的两年内，公司成立了通威（海南）水产食品有限公司、收购了湛江巨恒海产食品公司和湘西州金凤凰农业生物科技有限公司，构筑了水产加工业务主题框架，形成了以罗非鱼片、斑点叉尾鮰鱼片、鲟鱼片以及虾产品为主导的产品构成格局；在进行水产加工业务布局的同时，公司把食品加工业务产业链延伸到畜禽加工领域，先后成立了成都新太丰农业开发有限公司和淄博通威食品有限公司、收购了成都春源食品有限公司和四川省春源生态养殖有限责任公司。最终实现了食品加工业务全方位（水产加工和畜禽加工）覆盖。从发展战略角度来看，公司先后进入食品加工领域，旨在全力延伸并不断完善水产产业及畜禽产业链条，致力于打造世界级安全食品供应商这一战略目标。从食品加工业务经营情况来看，由于公司进入该领域时间较短、部分项目（通威（海南）食品加工业务、通威淄博食品加工业务、湛江巨恒海产食品项目）处于投产初期，产能利用率较低，又加上 2008 年全球爆发金融危机，导致下游需求萎靡，出口受阻，严重影响了公司食品加工业务经营情况。据统计，食品加工业务 2008 年亏损达 1 亿元，预计 2009 年亏损 7000 万左右，拖累了公司整体业绩。

从公司未来战略定位来看，由于公司未来战略重点明确定位于饲料加工业务以及以水产饲料为基点，力争在产业链上进行纵向延伸，形成国内及世界范围内安全水产食品生产商和供应商，并最终创造水产食品第一品牌。因此，我们认为，公司未来的发展重点主要集中在饲料加工业务和水产食品加工业务上。考虑到公司定位偏向水产食品加工、禽肉加工业务为公司食品业务中重大亏损源、公司在禽肉加工业务内无竞争优势可言（正大集团和六合集团在禽肉加工业务内占统治地位）。因此，我们认为，在未来两年内，公司退出禽肉加工业务的可能性很大。对于猪肉加工业务来说，由于四川省为全国生猪大省，公司为四川省本土企业，具有猪源采购优势，又加上猪肉加工业务经营情况尚好。因此，我们认为，公司推出猪肉加工业务的可能性很小，未来仍将维持猪肉加工业务现有的规模。

对于食品加工业务，2010 年公司计划实现盈亏平衡，考虑到公司禽肉加工业务上不具有优势且该业务盈利能力一直较差，而公司 2010 年退出禽肉加工业务的可能性不大。我们认为 2010 年禽肉加工业务的仍将保持亏损（预计在 2500 万元左右）。就水产加工业务来说，公司将原经营业务由鲜活鱼为主调整为附加值较高的冷链水产品为主兼营鲜活鱼，并优化该板块的组织架构，成立水产事业部，统筹水产链条的管理。考虑到国外经济回暖所带来下游需求提升，我们认为 2010 年水产加工业务实现盈亏平衡可能性很大。由于食品加工业务盈利情况以及公司对食品加工业务的战略定位存在较大的不确定性，我们暂假设公司 2011 年经营情况保持 2010 年的水平（水产加工实现盈亏平衡，禽肉加工业务已剥离）。

表 7：食品加工业务收入预测

单位：万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
总收入（万元）	111012	100920	105966	74176
总成本（万元）	123012	102970	108466	74176
毛利（万元）	-12000	-7000	-2500	0

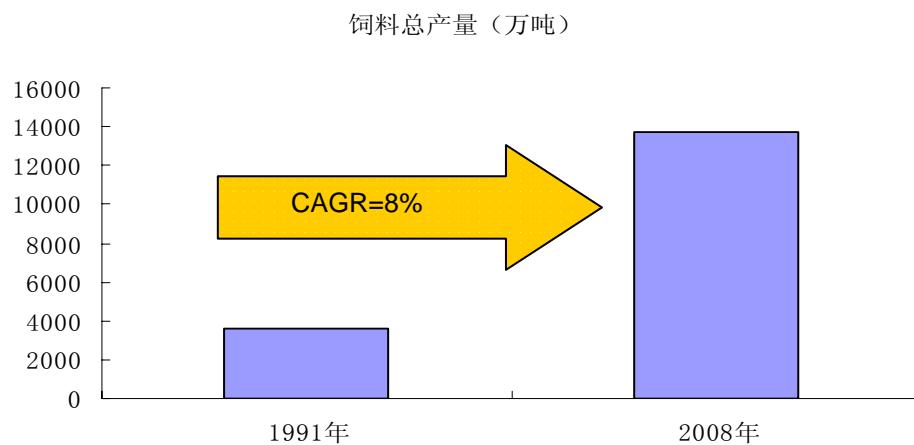
资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

第四部分 投资亮点与分析

4.1 行业处于快速增长期

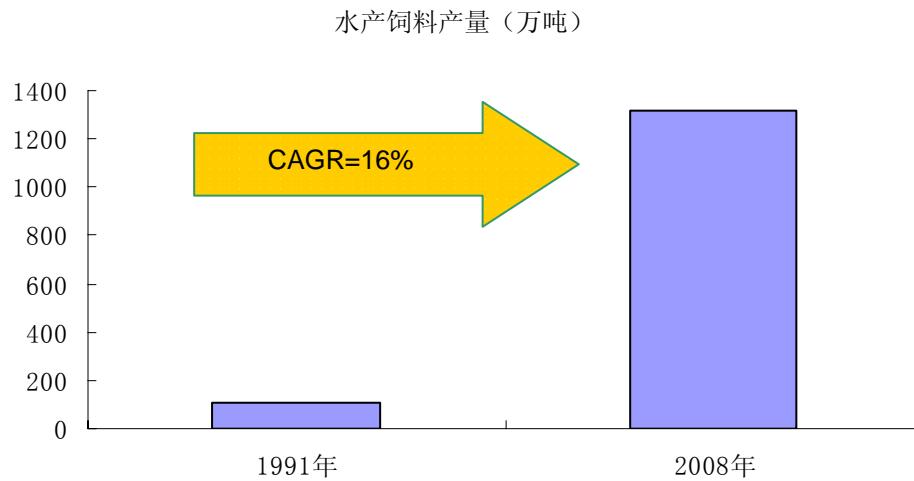
我国饲料业经过 30 年的发展，已经成为国民经济中具有举足轻重地位和不可替代的基础产业，从 1992 年起，产量连续 17 年稳居世界第二位，成为全球饲料工业大国。从 1991 年到 2008 年，饲料产品总产量由 3582 万吨增加到 13700 万吨，17 年增长 3.8 倍，年均复合增长率为 8%。其中水产饲料从 1991 年的 107 万吨增加到 2008 年的 1320 万吨，增长 12.3 倍，年均复合增长率为 16%。饲料加工业产值从 1990 年的 1119 亿元增加到 2007 年的 3335 亿元。产品质量稳步提高，添加剂从进口国变为出口国。饲料机械工业技术和服务达到国际先进水平，不仅可以满足国内饲料生产的需求，而且远销国际市场。

图 7：我国饲料产量增长情况



资料来源：国元证券研究中心、

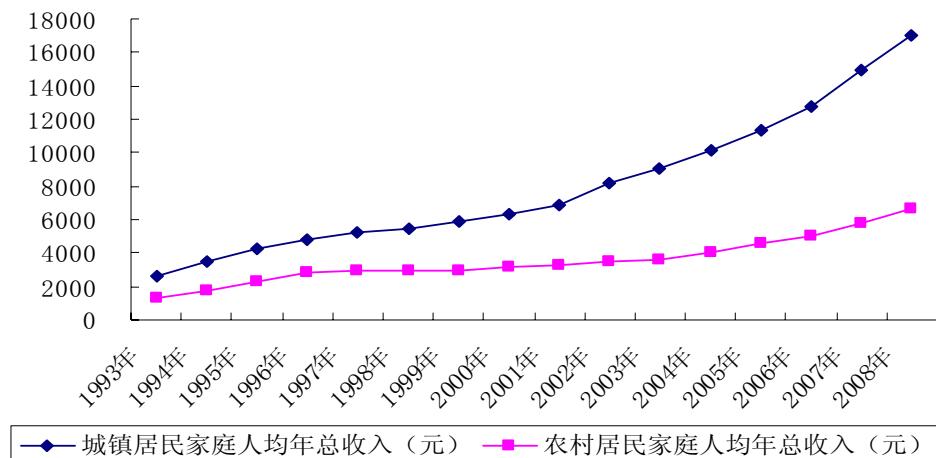
图 8：我国水产饲料产量增长情况



资料来源：国元证券研究中心、

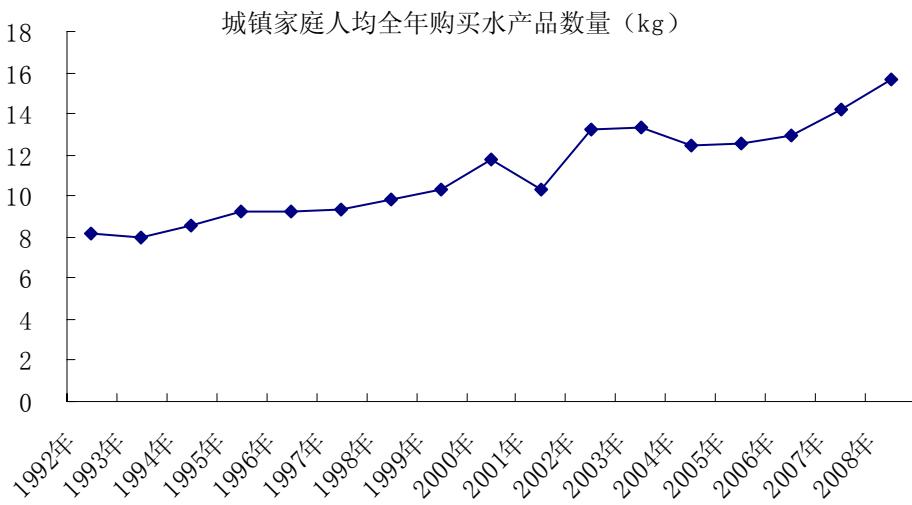
从推动饲料行业发展的内在动因来看，我们认为，居民消费消费水平的提高以及由于生活水平提高所带来的消费结构调整为推动饲料行业快速增长的根本原因。随着人们收入水平的不断增加，生活质量高标准化成必然趋势，人们生活标准已不在于吃饱而在于吃好，这就增加了动物蛋白食品在居民食品构成比例，在动物蛋白食品中，由于水产品属于“白肉”概念，具有低脂肪、低胆固醇、低热量和高蛋白等优势，完全符合现代居民健康饮食理念。因此，我们认为，随着人们生活水平的逐年提高，居民对水产品消费必然会逐年增加。另一方面，在过去的十年里，我国城镇居民人均年收入从1998年的5458元增长到2008年的17067元，年均复合增长率达12%；人均年购买水产品数量从1998年的9.84千克增加到2008年的15.62千克，年均复合增长率达4.7%。

图9：我国居民人均收入变化趋势



资料来源：国元证券研究中心、

图10：我国城镇家庭人均全年购买水产品数量变化趋势



资料来源：国元证券研究中心、

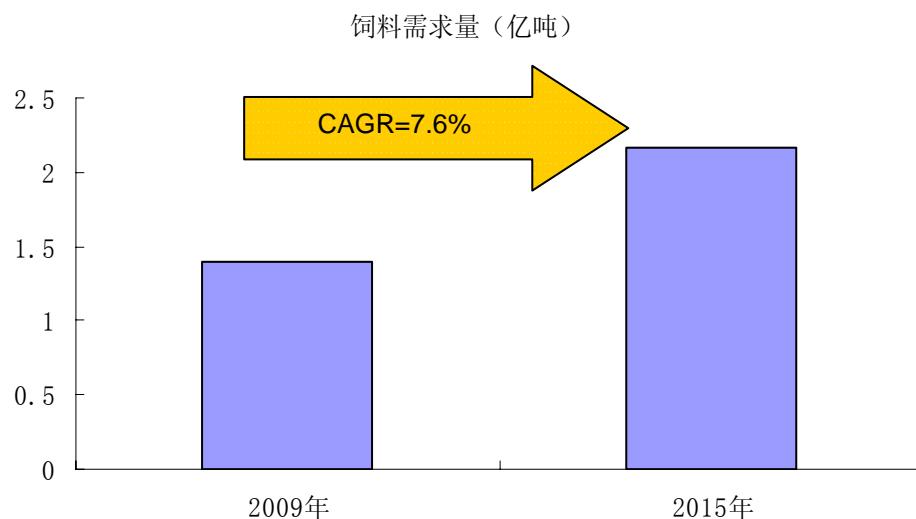
4.2 市场容量空间巨大

20世纪90年代，水产饲料的研究从简单的饲喂试验，转向精确的营养需求的研究。水产饲料生产从单一原料的简单加工转变为以水产动物营养需要量为依据，科学设计配方，并在完善工艺条件下准确表达配方内容。在产量上，水产配合饲料产量逐年上升，水产饲料占全国配合饲料总产量的比例也在逐年增加，水产配合饲料产品逐渐向多品种、多规格发展，产品已基本覆盖我国水产养殖的主要养殖品种。

我们认为，饲料行业未来市场空间的扩大主要来源于两方面：一、外延式增长（来源于经济增长所带动居民对肉类食品需求的增加，从而增加了对饲料产品的需求）；二、内延式增长（来源于传统养殖方式向现代化养殖方式转变所提供的市场空间）。

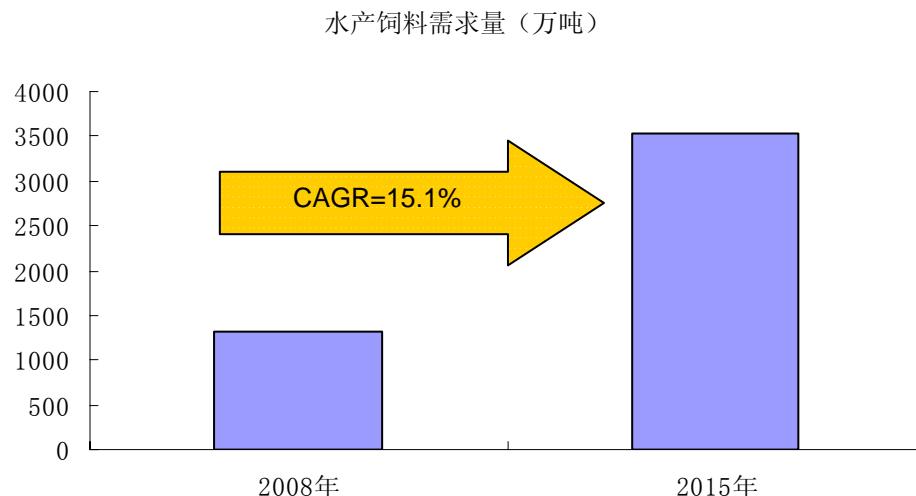
就外延式增长来说，由于中国城乡居民的畜产品消费处在成长期，必然会推动饲料业的快速发展。从居民消费水平和食品消费结构变化趋势看，国内市场对畜产品的需求还有相当的潜力，将会支持畜牧业生产持续增长并带动饲料业的增长。目前，发达国家畜牧业产值占农业产值的比重一般在40-50%，在中国目前仅在30%左右，仍有10-20个百分点的发展空间，相当于3000-6000亿元的产值。此外，据《饲料统计信息》预计在未来6年内，我国饲料需求量将从2009年的1.4亿吨增加到2015年的2.17亿吨，年均复合增长率达7.6%。其中水产饲料需求量将从2008年的1320万吨增加到2015年的3539万吨，年均复合增长率达15.1%。

图 11：2015 年我国饲料需求量预测（《饲料统计信息》）



资料来源：国元证券研究中心。

图 12: 2015 年我国水产饲料需求预测 (《饲料统计信息》)



资料来源: 国元证券研究中心

就内延式增长来说, 目前中国的工业饲料用户主要为具有一定规模的养殖企业和养殖户, 占有养殖业绝大多数份额的一般养殖户使用工业饲料的比例较低, 而是较多地使用青饲料和自配饲料。这表明中国养殖业的饲料供应具有明显的半自然经济特征, 同时也表明中国工业饲料仍有很大的拓展空间。可以看出, 虽然中国饲料业形成了较大的生产能力, 但与中国养殖业巨大的饲料消耗量相比, 工业饲料仅占所用饲料用量的 30%, 其余为农家饲料。

表 8: 未来几年中国饲料普及率情况

动物产品	2008 年工业饲料普及率	2015 年目标工业饲料普及率
猪	20%	45%
禽	43%	59%
水产品	20%	45%

资料来源: 国元证券研究中心

从表 8 可以看出, 2008 年, 我国水产品工业饲料普及率仅为 20%, 而 2015 水产品目标工业饲料普及率将达到 45%, 未来水产饲料业内生性增长空间巨大。目前, 我国水产品产量约为 2500 万吨, 而 2008 年我国水产饲料的产量约为 1300 万吨, 初步计算, 未来 5 年, 水产饲料将在现有产量的基础上增长 1.5 倍左右。

4.3 行业整合加速，龙头企业受益显著

我国的饲料行业经过 30 多年的发展，已形成较为完备的体系。但是，由于饲料企业数量增长过快，经济成分复杂，多数饲料企业规模较小，企业的技术和管理水平不高，加上法律法规体系不健全，饲料企业总体呈现无秩序状态，整个饲料行业未形成规模经济效应，行业盈利水平低下。从 2008 年开始，我国的饲料行业进入加速整合期，大企业凭借规模、成本、资金优势，化危为机，加速扩张。但是，目前我国饲料行业的集中度仍然偏低，与国外饲料企业相比，差距很大。

与此同时，小企业出现明显减少局面。2007 年我国饲料企业为 15376 家，比 2006 年减少 125 家，同比下降 0.8%；2008 年全国饲料企业为 1.36 万家，较 2007 年的 1.54 万家减少约两千家；2009 年，饲料企业约为 1.08 万家（上半年饲料企业关闭 1300 余家，全年估计关闭约 2800 家），全国前 50 家大型饲料企业产量占全国总产量的 43%。

进入 21 世纪，我国饲料工业进入整合提升阶段。同时随着国外大型饲料集团对国内市场的进一步渗入，国内饲料业竞争进一步加剧，要适应新的形势，在激烈的竞争中生存、发展，我国饲料工业必须优化产业结构，调整战略布局，转变发展方式，从量的扩张向质的提升为主转变，从外延式发展向内涵式发展为主转变，从粗放经营向科学发展转变，从而提高核心竞争力，保持发展的协调性、全面性和可持续性。

从与国外成熟市场比较，我们认为，国内饲料企业和发达国家饲料企业的差别主要有两点：一、国内企业普遍偏小，规模效应不明显，国外企业规模较大（美国只有 300 多家企业，前 20 位企业的产量占据全美国 80% 的市场。同时，世界是不到 3800 家饲料企业产量占全球饲料总产量的 80%），行业集中度高，具有明显的规模经济效应；二，国内饲料生产企业业务较单一（多数以饲料加工也销售为主营业务），而国外企业多为集团化公司，业务覆盖整个产业链，完全实现了规模化、产业化、标准化的产业经营模式。因此，可以看出，随着行业整合力度的加大，小的饲料企业陆续倒闭，行业整合空间巨大，具有技术和服务优势的集团化饲料龙头（通威股份、新希望、六合集团、正大集团、大北农集团等）企业完全可以获得差异化高额利润，饲料行业集中度有望进一步提高，最终实现“寡头垄断”的竞争格局。

4.4 科研+服务+品牌构筑公司核心竞争优势

我国的饲料业成长于中国改革开发不断深入和对外开放不断扩大的大环境中，同时由于饲料业为一个新兴行业，受计划经济的影响较小，产业进入的政策壁垒、技术壁垒和投资壁垒较低，这就决定了饲料行业是一个充分竞争的行业。

中国饲料业是一个两头受挤的行业，从供应商方面的角度来讲，玉米、豆粕、鱼粉的国内生产供应对国内的需求而言一直供不应求，这就造成国内市场对美国玉米、秘鲁鱼粉、阿根廷豆粕的进口依赖较大，加之这几种原料几乎没有替代品，所以对价格的控制权掌握在供应商的手中，导致对方讨价能力较强，厂家只有接受市场价格的波动，除非有提

前预测备货，否则原料价格上涨，饲料生产厂家成本就随之增加。从下游养殖户来讲，由于养殖业本身受市场需求的影响较大，利润率低，加之饲料厂家竞争的激烈，饲料产业受保质期限制。因此，面对原材料涨价压力，企业为了保住市场份额，往往会采取让利于终端养殖户。所以饲料行情不好或原料涨价时直接导致的是经销商或养殖户的讨价还价，要求降价。可以看出，在这样一种两头受挤压、行业竞争激烈且微利的大的背景下，企业的生产压力非常巨大。

从饲料企业的竞争格局来看，我们认为饲料企业的竞争主要集中于价格竞争、品牌竞争、服务竞争和人才、科技竞争四个方面。首先，从价格竞争角度来看，受中国人多地少的国情因素影响，中国粮食价格逐年攀升，其中玉米、豆粕和鱼粉等饲料原料粮价格也不断上升且价格波动较大，由于豆粕、鱼粉、玉米等原料粮替代品相当有限，又加下游养殖业利润空间较小，养殖户对饲料产品价格比较敏感，低价高质的产品需求成必然趋势，这就造成饲料行业的利润逐年走低，市场竞争的加剧。当企业竞争处于价格层面时，我们认为企业规模是决定产品成本的主要因素。通威股份为水产饲料行业龙头企业，水产饲料销量连续17年全国销量第一，企业规模在水产饲料行业位于前列。因此，考虑到公司所具有的规模效应和科研水平，我们认为通威股份在价格竞争中具有绝对竞争优势。其次，从品牌竞争角度来看，伴随着市场经济及信息产业的飞速发展，品牌已不仅仅是企业商品的一种简单区别性标志，而是作为企业决胜市场的战略武器，品牌已成为企业经营运作的核心内容，而是否拥有具有市场竞争优势的品牌，已成为事关企业经营成败的决定性因素。另一方面，随着下游养殖户养殖观念的转变、养殖科学技术的普及，品牌意识已不断深入人心。下游养殖户对饲料产品质量的稳定性、饲料企业的品牌及信誉、服务等综合实力更加重视。这种趋势必将加快规范我国饲料行业的品牌竞争优势，使具有较高品牌竞争优势的企业越来越受到下游养殖户的信赖和欢迎。自1992年成立通威集团后，为了规范企业管理，塑造企业形象，公司于1994年在全国饲料行业率先举起CI（企业形象识别）大旗，在企业内部全面、规范地导入CIS（企业形象识别系统）。随着CIS的导入和逐步深入，通威先后总结、确立了自己的标准色、标准字、企业标志图案，以及“追求卓越，奉献社会”的企业宗旨、“诚、信、正、一”的经营理念和“以责任谋求共进”的文化理念。2008年，“通威”商标以价值44.49亿元连续5年入列“中国500最具价值品牌”榜。经过十八年的发展，通威集团从一个名不见经传的小作坊发展到今天的全国性的大集团，从一个地方性、区域性品牌发展到今天的同时拥有“中国驰名商标”（我国饲料加工行业第一家获得中国驰名商标的民营企业），“国家免检产品”、禽饲料和水产饲料两项“中国名牌”等三项国家最高殊荣的饲料企业，享誉海内外。再次，从服务竞争角度来看，我们认为，饲料企业的竞争不仅仅局限于饲料产品本身，而在于对下游养殖户产前、产中、产后全方位的服务指导。在饲料产品同质化竞争格局下，服务的高标准、高品质必将成为企业开拓市场根本要素。通威股份一直注重提升整个产业链从源头到终端各环节的竞争力，尤其是向下游养殖户提供高品质服务的能力，以确保所有业务流程和资源都能充分满足客户的需求，让养殖户在改变传统养殖方式，优化养殖品种和养殖结构的同时，有效降低养殖成本，获得最终、最大的经济效益。随着饲料行业飞速发展，市场整体服务水平得到提高。通威股份靠一流产品打市场，也靠一流服务保市场，在激烈的竞争中，通威形成了自己完善的服务体系。1998年10月22日，通威集团

在业内率先开通了800全国免费服务热线电话，24小时不断，随时随地为用户提供咨询和服务。1996年以来，通威股份从西北农大、西南农大、四川农大等高校直接引进大量的畜牧水产方面的专业人才，大大充实了营销和服务队伍。各子公司均设有技术服务部，服务人员长年累月奔波于全国各地的乡村田野，随时为用户提供全面的售前、售中、售后服务。集团举办的各种养殖技术培训班常年不断，迄今接受过培训的用户累计已超过500万人次。可以看出，通威股份多年以来为广大养殖户提供全程的、具有通威特色的、贴身式的品牌服务，使通威品牌的知名度、美誉度和忠诚度日益提高，在市场上产生了巨大的品牌效应。最后，从科技、人才竞争角度来看，作为中国最大的水产饲料生产企业，通威一贯重视新技术新产品的研发工作，从划时代的“渠道金属网箱式流水养鱼技术”的发明，到与国内外众多专家教授合作，开展具有国际先进水平的鱼类基因工程研究，建设中国乃至亚洲最大的水产科技园等，通威的研发实力在业内一直居于领先地位。通威的专家不仅解决了养殖成鱼“脂肪多，内脏比例大”等几大难题，更是将饵料系数一举降为0.8-1.1，为国内同行业佼佼者，并在国际上处于领先水平。从技术研发方面讲，通威股份已经由省级技术中心变为国家级技术中心，软、硬件设施相应达到了国家级水平，这在行业里是不多见的，也是名列前茅的。日前，通威股份的硕士、博士、研发人员和品质管理人员有300余人，并与国内外的人专院校和科研单位建立了广泛的联系与合作。近几年，每年的各类研究及相关报告约300篇。此外，公司在坚持技术研发惯性和优势的同时，在国内外着手建设了一系列研发基地，以便为公司后续发展提供技术支持。从产品品质来看，通威一直坚持以质量为生命，整个质量管理体制以及技术质量控制、组织架构建设等相关业务都隶属总部，执行垂直管理，从而确保了产品配方、质量的一致性、权威性。1996年通威股份率先在国内饲料行业引入了IS09001标准认证，同时还引进了HACCP食品安个管理认证体系、推行GAP良好农业规范认证。对整个车间的管理，公司引进了SPC统计过程控制，使整体的质量管理建立在量化的基础上；检测方面，公司更是实现了从子公司到总部均严格按照国际规范来实施的体系建设。此外，2009年4月，公司建立国家级检测中心，成为国内饲料行业首家独立、先进功能完善的检测实验室，已经中国合格评定国家认可委员会专家组审查，国家认监委批准。可以看出，通威股份推行的各种质量管控体系、标准和方法，在行业里都处于国内外领先地位。

4.5 战略回归主业、重启快速增长引擎

自成立以来，公司一直以饲料生产为发展重点，体现了公司在战略上布局国内饲料行业的宏伟蓝图。自上市以来，公司主要通过在全国各地新建饲料项目，实现了产能、销量的快速增长，完成了对全国市场的战略布局。然而，2008年公司以1.91亿元收购四川永祥50%的股权（其中集团公司转让48%的股份，巨星集团转让2%的股份），最终实现了从以饲料为主业的战略规划向饲料、新能源及化工的双主业战略规划的转变。由于新能源项目盈利能力持续下降（08年永祥净利润9093.54万元，净利率为9.54%，而09年净利润下降到209万元，净利率仅为0.18%），严重拖累了公司整体业绩。因此，公司于近日与通威集团签订《股权转让协议》，将持有四川永祥股份有限公司1.54亿股（占50%）的股权转让给通威集团，从而退出新能源行业，重新实现了以饲料为主业的战略回归。于此同时，公司重启定向增发，募投项目包括11个饲料新厂以及1个原料基地的建设，募投项目投产后将新增饲料产能207万吨，届时公司总产能达到700万吨以上。

表9: 非公开增发项目一览

单位: 万元、万吨

项目名称	投资总额	新增产能	新增产能 (达产后)	投产时间
连云港新建饲料项目	7532	24	16.1	2011年
河南原阳新建饲料项目	6402	21	12	2011年
重庆长寿新建饲料项目	7306	18	11.5	2011年
贵州黔西新建饲料项目	5400	12	7	2011年
重庆饲料搬迁项目	9386	5	3.6	2011年
广东花都新建饲料项目	9800	24	17.5	2011年
湖北仙桃新建饲料项目	9210	22	15	2011年
四川南充新建饲料项目	7090	16	10.1	2011年
广西浦北新建饲料项目	8235	18	12	2011年
山东平度新建饲料项目	7499	23	15	2011年
广西柳州新建饲料项目	8713	24	16	2011年
吉林林榆树原料项目	8724			2011年
合计	95294	207	135.8	2011年

资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

从公司非公开募集资金项目的投向来看,此次非公开增发募集资金12个项目均围绕饲料生产为主题,其中11个项目为饲料新增项目,直接增加了公司市场占有率为。另一方面,公司在退出新能源领域的同时启动了非公开增发计划,显示出公司未来做大做强饲料主业的迫切性。我们认为,受益于养殖业的快速发展,饲料行业近年来保持了快速增长,其中海大集团、广东恒兴、大北农集团和六合集团等公司在行业发展中脱颖而出,位于行业前列。而多年来公司一直处于水产饲料行业第一宝座位置,受海大股份、广东恒兴、大北农集团和六合集团等公司的快速崛起,公司行业第一宝座位置将直接面临挑战。在这种背景下,我们认为,公司未来必将加大对饲料主业投资力度,加快饲料业务的发展步伐,并最终捍卫行业第一宝座地位。同时,也显示出公司对水产饲料行业未来发展前景的看好。

第五部分 盈利预测和评级

5.1 盈利预测基本假设

1、由于非公开增发项目2010年为建设期,因此,我们认为2010年公司饲料销量的增加主要来源于行业的增长所带来的公司饲料销量的增加以及越南30万吨饲料项目的产能释放。我们假设公司10-11年来来源于行业增长所带动的饲料销量增速为10% (过去的17年水产饲料年均符合增长率为16%)。同时越南饲料10年预计增加饲料销量10万吨。

2、一方面,豆粕、玉米和鱼粉等饲料原料粮的价格总体处于上升趋势,造成饲料生产成本稳步上升,毛利下降;另一方面,由于公司近年来调整了饲料产品构成(降低毛利率较低的禽料,增加了毛利率相对较高的水产料和猪料),使饲料业务综合毛利率稳步提高。

综合上述两个因素，我们以 09 年为基点（10%左右），假设未来二年饲料产品毛利率保持 09 年水平。

3、对于食品加工业务，2008年亏损约1亿元，2009年亏损额度达到7000万元左右，考虑到公司未来剥离禽肉加工业务的预期、通威（海南）水产食品有限公司产能的逐步释放以及国外经济回暖带来的下游消费提升。因此，我们认为2010年水产加工业务实现盈亏平衡可能性很大。由于食品加工业务盈利情况以及公司对食品加工业务的未来战略定位存在较大的不确定性，我们暂假设公司2011年经营情况保持2010年的水平（水产加工处于盈亏平衡，禽肉加工业务已剥离）。

4、公司于 2010 年剥离新能源业务，考虑到新能源业务对公司人力和资金占用较大，因此，新能源业务退出有利于改善公司经营环境，提高公司管理效率。另一方面，可以改善公司现金流压力，降低财务费用。基于上述，我们假设 2010、2011 年公司三项费用率呈小幅下降趋势。

5、假设公司非公开增发项目能按预期进行。

5.2 盈利预测

我们预计，09、10、11 年公司归属母公司所有者净利润分别为 13600 万元、21100 万元和 359 万元，对应的每股收益分别为 0.20 元、0.31 元、0.52 元。

表 10:2009-2011 年公司盈利预测

单位：百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	10303	9927	11661	15373
营业成本	9403	9049	10619	13902
营业税金及附加	6	6	8	10
营业费用	200	218	233	307
管理费用	296	273	303	401
财务费用	135	130	124	100
资产减值损失	48	25	15	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	213	225	358	618
营业外收入	17	15	16	16
营业外支出	25	5	5	5
利润总额	205	235	370	629
所得税	55	50	79	137
净利润	150	185	290	492
少数股东损益	44	49	80	134
归属母公司净利润	106	136	211	359
EPS（元）	0.15	0.20	0.31	0.52

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

5.3 估值与投资建议

我们选取 A 股主要的几家饲料加工上市公司作为比较对象，股价取自 2010 年 3 月 19 日的收盘价，以此计算各公司对应年份的市盈率。

表11：同类公司比较

公司名称	收盘价 (10年3月22 日收盘价, 元)	每股收益(元/股)			2009PE	2010PE	2011PE
		2008年	2009E	2010E			
海大集团	35.12	0.78	0.72	0.95	1.28	48.78	36.97
正邦科技	14.1	0.15	0.26	0.42	0.61	54.23	33.57
天邦股份	15.42	0.65	0.22	0.49	1.04	70.09	31.47
新希望	12.17	0.3	0.48	0.6	0.69	25.35	20.28
正虹科技	7.57	0.04	0.07	0.1	0.17	108.14	75.70
平均						61.32	39.60
							25.51

资料来源：wind, 国元证券研究中心

从上表可以看出，饲料行业2010年、2011年行业估值水平分别为39倍和26倍，考虑到饲料行业未来3-5年为快速发展期和整合加速期，而公司为水产饲料行业龙头企业，在科研、服务、规模等方面具有绝对的竞争优势，因此认为公司享有一定的估值溢价。我们认为2011年公司合理PE为30x-35x，对应股价区间为15.6元-18.2元，中间价格为16.9元。我们取中间价16.9元为目标价，对应当前（2010年3月19日的11.82元）股价仍有43%的上涨空间。因此，我们给予公司“推荐”投资评级。

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级	公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%”以上	A 公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%”以上	B 公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%”以内	C 公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%”以上	

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn