

通威股份（600438） 饲料加工业

—战略回归推动饲料主业步入快速增长期

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	11.59	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：公司公布了 2009 年年报

- **年报业绩符合预期。**2009 年，公司实现营业收入10.38亿元，同比增长0.73%，实现归属于上市公司股东的净利润14660.59 万元，比上年同期增长41.29%，对应每股收益0.21元（扣除非经常性损益后每股收益为0.20元），业绩符合预期。
- **饲料业务稳步增长。**2009年，实现饲料销售295.87 万吨，其中水产饲料148.37 万吨，同比增长14.78%；猪饲料45.3 万吨，同比增长31.34%；禽饲料102.20 万吨，同比下降13.62%；实现营业收入841,321.22 万元，同比增加28,692.36 万元，同比增长3.53%。
- **战略回归推动业绩稳步提升。**2009年公司宣布将退出新能源行业，且重新启动了定向增发预案。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。
- **盈利预测：**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。我们预计 10、11 年公司归属母公司所有者净利润分别为 21100 万元和 35900 万元，对应的每股收益分别为 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 4 月 6 日的 11.55 元）股价仍有 46%的上涨空间。因此，我们给予公司“推荐”投资评级。

2010 年 4 月 7 日

联系方式

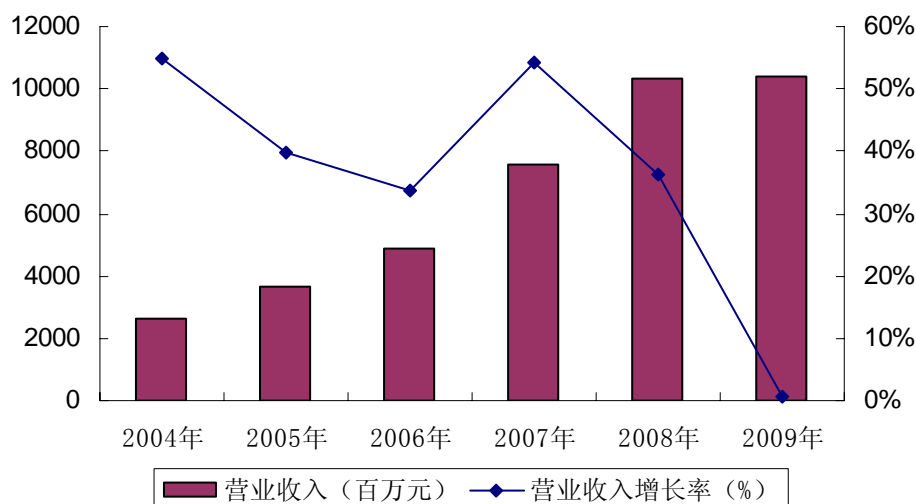
研究员：周家杏，蒙俊江
电 话：021-51097188-1920
电 邮：Zhoujiaxing@gyzq.com.cn
联系人：赵喜娟
电 话：（86-21）51097188-1952
电 邮：zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：中国上海市浦东南路 379 号
金穗大厦 15F（200120）

第一部分 年报业绩符合预期

2009 年，公司实现营业收入10.38亿元，同比增长0.73%，实现归属于上市公司股东的净利润14660.59 万元，比上年同期增长41.29%，对应每股收益0.21元（扣除非经常性损益后每股收益为0.20元），业绩符合预期。

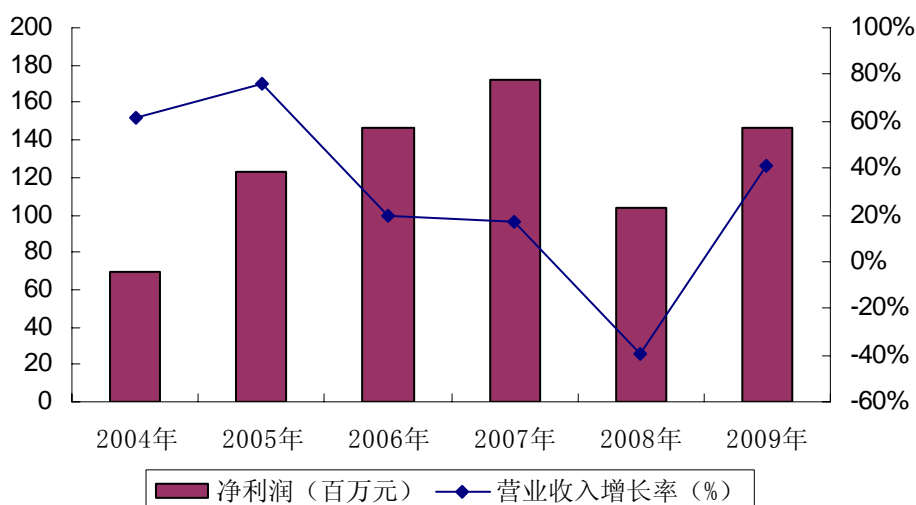
细分业务来看，在饲料业务上，公司全年实现饲料销售295.87 万吨，同比增长4.9%。其中水产饲料148.37 万吨，同比增长14.78%；猪饲料45.3 万吨，同比增长31.34%；禽饲料102.20 万吨，同比下降13.62%；实现营业收入841,321.22 万元，同比增加28,692.36 万元，同比增长3.53%；在食品加工业务上，公司全年实现销售收入6.79亿元，同比下降38%。

图 1：2004-2009 年公司营收增长情况



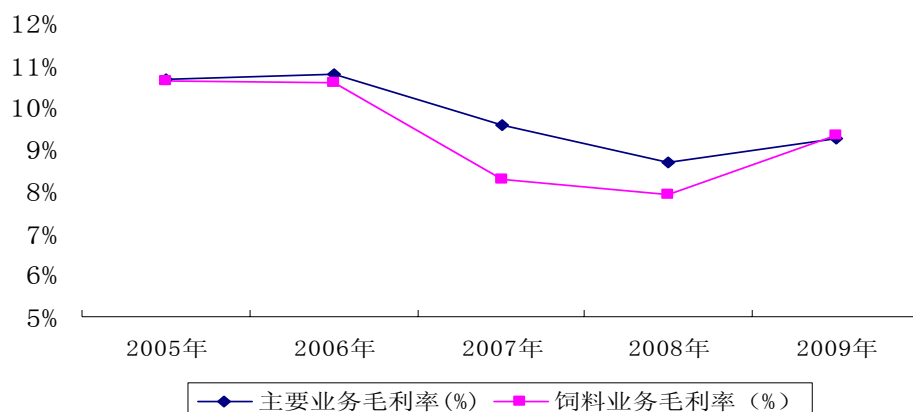
资料来源：国元证券研究中心、

图 2：2004-2009 年公司净利润增长情况



资料来源：国元证券研究中心

图 3：2005-2009 年公司毛利率



资料来源：国元证券研究中心

表 1：公司三项费用情况

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
营业费用占比(%)	2.48%	2.69%	2.31%	1.94%	2.30%
管理费用占比(%)	3.35%	3.18%	2.58%	2.87%	3.18%
财务费用占比(%)	0.47%	0.64%	0.95%	1.31%	1.40%
三项费用占比(%)	6.30%	6.51%	5.83%	6.12%	6.88%

资料来源：国元证券研究中心

第二部分 战略回归推动业绩稳步提升

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%）的股权全部转让给通威集团，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。

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。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。

表2：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

第三部分 盈利预测

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。我们预计 10、11 年公司归属母公司所有者净利润分别为 21100 万元和 35900 万元，对应的每股收益分别为 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 4 月 6 日的 11.55 元）股价仍有 46% 的上涨空间。因此，我们给予公司“推荐”投资评级。

表 3:2009-2011 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	10378	11661	15373
营业成本	9403	10087	10619	13902
营业税金及附加	6	11	8	10
营业费用	200	238	233	307
管理费用	296	329	303	401
财务费用	135	145	124	100
资产减值损失	48	38	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	198	358	618
营业外收入	17	15	16	16
营业外支出	25	7	5	5
利润总额	205	206	370	629
所得税	55	63	79	137
净利润	150	142	290	492
少数股东损益	44	-4	80	134
归属母公司净利润	106	146	211	359
EPS（元）	0.15	0.21	0.31	0.52

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

表4：同类公司比较

公司名称	收盘价 (10年4月6日收 盘价, 元)	每股收益（元/股）				2009PE	2010PE	2011PE
		2008年	2009E	2010E	2011E			
海大集团	36.96	0.78	0.72	0.95	1.28	51.33	38.91	28.88
正邦科技	14.34	0.15	0.26	0.42	0.61	55.15	34.14	23.51
天邦股份	16.19	0.65	0.22	0.49	1.04	73.59	33.04	15.57
新希望	12.46	0.3	0.48	0.6	0.69	25.96	20.77	18.06
正虹科技	7.68	0.04	0.07	0.1	0.17	109.71	76.80	45.18
平均						63.15	40.73	26.24

资料来源：wind，国元证券研究中心

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 20%” 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 5-20%” 之间	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，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	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 5%” 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