

2010年04月11日

市价(人民币)：11.50元  
目标(人民币)：14.55-16.64元

**长期竞争力评级：高于行业均值**
**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	687.52
总市值(百万元)	7,906.48
年内股价最高最低(元)	13.06/7.79
沪深300指数	3379.17
上证指数	3145.35


**相关报告**

- 1 《业务调整仍在进行,食品加工亏损额有望缩小》, 2009.8.26

**分析师:谢刚**  
(8621)61038269  
xieg@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 通威股份 (600438.SH)

——战略归核后将重现规模增长

卖出 减持 持有 买入 强买
**公司基本情况(人民币)**

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.189	0.154	0.213	0.345	0.531	0.707
净利润增长率	-13.35%	-18.93%	38.86%	61.92%	53.80%	33.21%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.338	0.427	N/A
市盈率(倍)	72.48	43.37	49.24	33.31	21.65	16.26
行业优化市盈率(倍)	60.59	28.55	57.26	57.26	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
股息率	0.41%	0.29%	0.00%	0.43%	0.43%	0.43%
PE/G(倍)	N/A	N/A	1.27	0.54	0.40	0.49
净资产收益率	13.51%	9.89%	11.96%	16.54%	21.93%	22.98%
每股净资产(元)	1.40	1.55	1.78	2.09	2.42	3.08
市净率(倍)	9.79	4.29	3.78	5.51	4.75	3.73
每股经营性现金流(元)	0.57	0.74	0.38	1.43	1.17	1.39
已上市流通A股(百万股)	343.37	377.75	687.52	687.52	687.52	687.52
总股本(百万股)	687.52	687.52	687.52	687.52	687.52	687.52

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”注：10-12 年 EPS 为摊薄前 EPS。

**基本结论、价值评估与投资建议**

- 我们再度推荐通威股份，主要基于如下三点逻辑：
  - ◆ 逻辑一：重大战略调整体现了通威超强的学习能力和快速纠错能力；
  - ◆ 逻辑二：成功切入多晶硅领域凸显通威成本优势和高效的管理水平；
  - ◆ 逻辑三：通威将受益于饲料行业的原料滞涨及下游养殖情势恢复；
- 公司经营战略重归饲料核心主业，未来将重启规模扩张之路，预计到 2012 年底，公司饲料设计总产能将达到 823 万吨，相较 09 年增幅约 50%。
- 定向增发全部投向扩张饲料产能和新建饲料原料基地，预计 2011 年底将新增饲料产能 210 万吨，产能规模扩张将驱动公司业绩重回增长轨道。
- 作为公司未来重点培育的食品加工板块，09 年累计亏损额度相 08 年减少约 20%，我们预计 2010 年该板块的持续减亏甚至剥离将成为公司利润的另一重要利润来源。
- 预计通威 10-12 年分别实现净利润 237.39、365.12、486.37 百万元，同比增长 61.92%、53.80%、33.21%，对应 EPS 为 0.345、0.531、0.707；按增发 9500 万股计算摊薄后 EPS 为 0.329、0.524、0.688 元。
- 通过 PE 和 DCF 估值比较，通威股份的合理股价区间为 14.55-16.64 元，离当前价位还有 25% ~ 45% 的上涨空间，建议买入。

## 内容目录

<b>我们推荐通威股份的逻辑 .....</b>	<b>4</b>
推荐逻辑之一：重大战略调整，体现了通威超强的学习能力和快速纠错能力 .....	4
推荐逻辑之二：成功切入多晶硅领域，凸显通威成本优势和高效的管理水平 .....	5
推荐逻辑之三：通威将受益于饲料原料滞涨及下游养殖情势恢复 .....	6
<b>玉米、豆粕等主要原料价格稳定，鱼粉飙涨但公司低价库存较多 ....</b>	<b>6</b>
过滤掉永祥多晶硅业务的贡献，通威水产饲料利润占比一直稳定在 60%以上 .....	6
09 年饲料行业遭遇寒冬，通威通过优化产品结构来降本增效 .....	6
10 年 1 季度饲料行业开局平稳，商品饲料量价齐升 .....	7
玉米、豆粕等原料保持稳定，预计 2010 年饲料利润率有望稳中有升 .....	8
<b>经营战略回归饲料主业，未来将重启规模扩张之路.....</b>	<b>9</b>
化工新能源业务剥离后，传统饲料主业的产能扩张将明显提速.....	9
10 年将启动定向增发，拟全部投向饲料主业，有望新增饲料产能 210 万吨 .....	10
<b>近两年，通威的利润率和成长性略低于行业平均水平 .....</b>	<b>11</b>
盈利指标：通威处于中游水平，高于新希望、正邦科技等，低于海大集团	11
成长性指标：07-08 年通威低于行业平均增速，09 年上升到行业中游水平	11
食品加工板块减亏或剥离，成为公司利润增长的另一重要来源.....	12
<b>盈利预测、估值与投资建议.....</b>	<b>13</b>
假设前提 .....	13
盈利预测 .....	13
PE 相对估值 .....	13
DCF 绝对估值 .....	14
估值结果与投资建议 .....	14
<b>附录：三张报表预测摘要 .....</b>	<b>16</b>

## 图表目录

<b>图表 1：多晶硅价格暴跌拖累永祥股份盈利大幅滑坡 .....</b>	<b>4</b>
图表 2：09 年永祥为公司贡献的利润大幅下降(百万元).....	4
图表 3：置出前，通威股份控股永祥股份 50% 的股权，主要生产多晶硅、三氯氢硅等产品 .....	4
图表 4：通威的新能源战略直指世界级的清洁能源公司.....	5

图表 5：通威的营业费用率处于行业最低水平 .....	5
图表 6：通威的管理费用率略低于行业平均水平 .....	5
图表 7：通威主营业务收入构成（百万元） .....	6
图表 8：通威主营业务利润构成（百万元） .....	6
图表 9：中国历年饲料产销量小幅增长（万吨） .....	7
图表 10：2009 年细分品类饲料的增长率比较 .....	7
图表 11：USDA 最新小幅上调了全球大豆产量预估 .....	8
图表 12：USDA 最近微调了全球玉米产量预估 .....	8
图表 13：全球大豆供求平衡表（千吨） .....	8
图表 14：中国大豆供求平衡表（千吨） .....	8
图表 15：全球玉米供求平衡表（千吨） .....	8
图表 16：中国玉米供求平衡表（千吨） .....	8
图表 17：饲料主要原料保持稳定（元/吨） .....	9
图表 18：饲料产品价格波动与原料基本同步 .....	9
图表 19：通威股份 08-09 年饲料产能扩张步伐明显放缓 .....	9
图表 20：通威股份饲料产能及销量增长（万吨） .....	10
图表 21：通威股份饲料产能利用率 .....	10
图表 22：2010 ~ 2013 年预计通威饲料产能及销量增长率明显加快 .....	10
图表 23：通威股份水产饲料、猪饲料、禽饲料销量预测（万吨） .....	10
图表 24：通威股份定向增发募集资金全部投向饲料主业 .....	11
图表 25：毛利率：通威股份 VS 与饲料同行 .....	11
图表 26：净利润率：通威股份 VS 饲料同行 .....	11
图表 27：销售额增长率：通威股份 VS 饲料同行 .....	12
图表 28：净利润增长率：通威股份 VS 饲料同行 .....	12
图表 29：通威战略归核后将主要倚重饲料主业和食品加工业务 .....	12
图表 30：通威股份期间费用率、所得税率预测 .....	13
图表 31：通威股份 PE 估值结果 13.61-16.44 元 .....	14
图表 32：通威股份 DCF 估值结果 14.55 元 .....	14
图表 33：放宽风险报酬下，通威 DCF 估值结果 16.64 元 .....	14
图表 34：通威股份销售收入预测表 .....	15

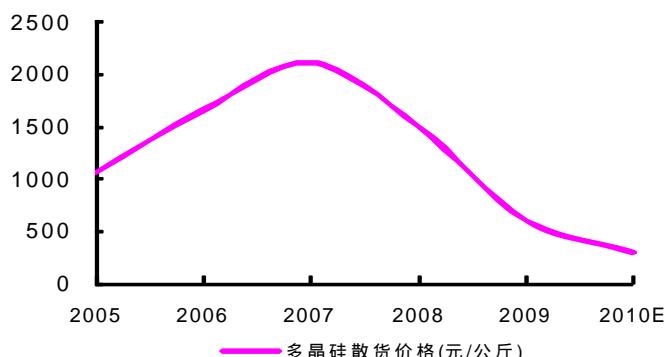
## 我们推荐通威股份的逻辑

- 从06年底到08年1季度，我们曾重点推荐过通威股份，后因公司多元化战略抑制了业绩成长性，通威股份逐步淡出我们重点推荐序列。
- 时隔2年，基于饲料行业和股份公司层面的多重积极信号，我们再度推荐通威股份，是基于如下逻辑：

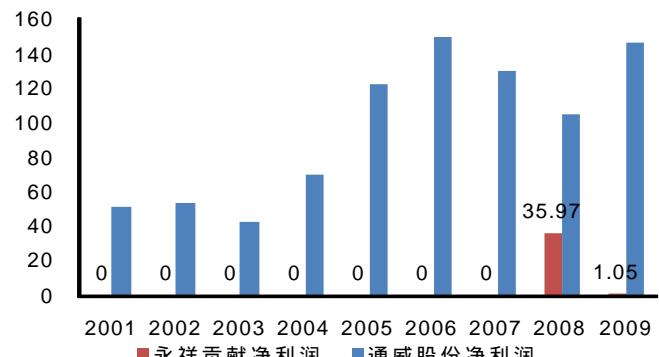
### 推荐逻辑之一：重大战略调整，体现了通威超强的学习能力和快速纠错能力

- 商场如战场，任何企业都会犯错误，但重要的是企业领导团队是否具备解读错误的胸怀、从错误中学习的能力及快速纠错的能力，因为这才是企业在市场竞争中生存发展并且永葆基业长青的法宝。
- 从我们长期跟踪通威及对刘董事长领衔的核心高管团队的了解来看，通威完全具备以上几方面的能力；事实上，2010年3月30日，通威股份的几则公告则验证了这种判断。
- 公告1：经股东大会表决通过，公司决定以1:1的净资产合2.48亿元，向控股股东通威集团转让全部所持永祥股份50%股权。
- 早在2008年3月，通威股份曾以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），全球水产饲料龙头通威股份正式进军化工新能源行业吸引了包括农业、新能源行业及证券市场上无数专业人士的眼球，通威多晶硅业内风头无两。
- 公告2：通过非公开发行股票（不超过9500万股，价格不低于10.38元）预案，拟募资9.24亿元并将全部投入到饲料行业，拟新建11个饲料厂和1个饲料原料基地。

图表1：多晶硅价格暴跌拖累永祥股份盈利大幅滑坡

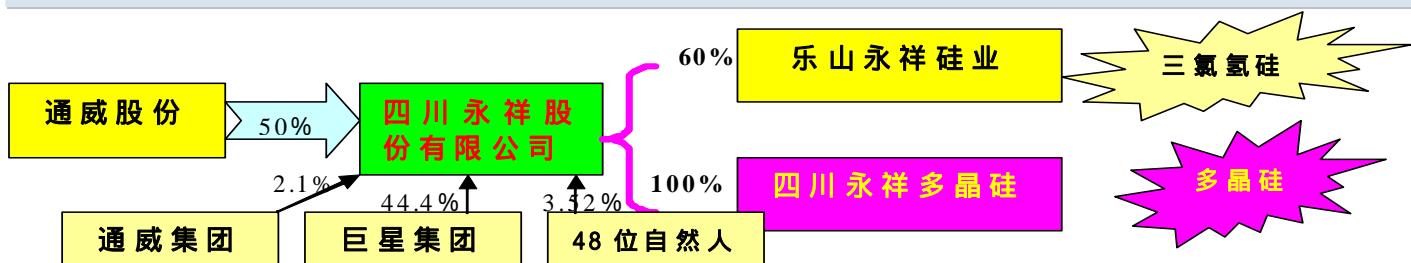


图表2：09年永祥为公司贡献的利润大幅下降(百万元)



来源：国金证券研究所

图表3：置出前，通威股份控股永祥股份50%的股权，主要生产多晶硅、三氯氢硅等产品



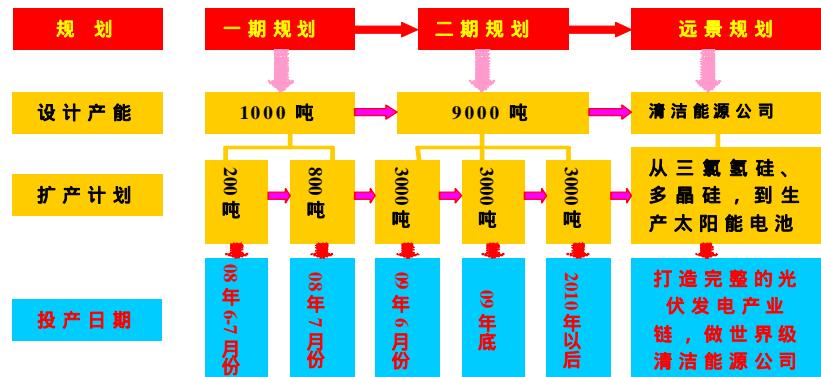
来源：公司公告，国金证券研究所

- 这两则公告标志着通威股份的经营战略出现了重大调整，以多晶硅、PVC为代表的化工新能源及水泥业务将被剥离，公司未来将专注于饲料主业，昔日全球水产饲料的王者将重新踏上规模扩张的征途。
- 简言之，通威超强的学习能力和快速纠错能力是推荐通威的逻辑之一。

### 推荐逻辑之二：成功切入多晶硅领域，凸显通威成本优势和高效的管理水平

- 新能源行业在中国拥有广阔的发展空间，长期看好，而通威进军新能源行业决非一时心血来潮，其长远目标直指打造世界级的清洁能源公司。

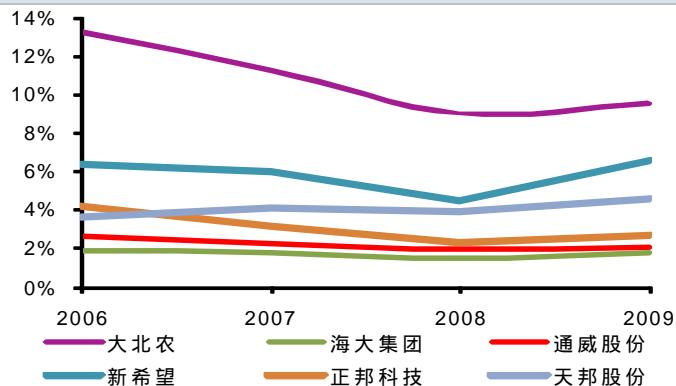
图表4：通威的新能源战略直指世界级的清洁能源公司



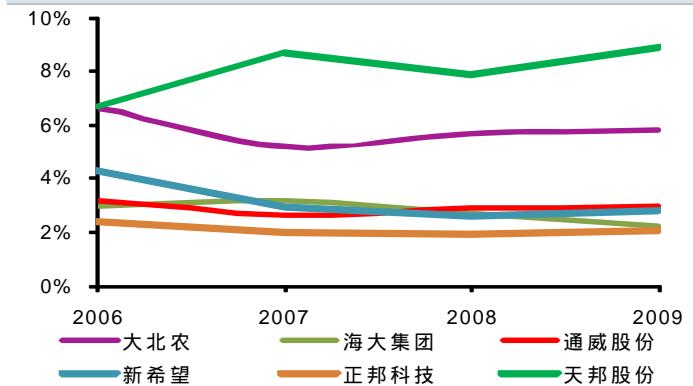
来源：公司公告，国金证券研究所

- 在当前新能源政策尚待明朗、下游产业需求即将释放的阶段，对通威股份的新能源业务进行盖棺定论尚为时过早，我们之所以不认可通威将化工新能源行业纳入股份公司层面，不是不看好公司的新能源业务，而是认为会对传统的饲料业务构成资源分流风险，此外，二级市场上公司的估值折价会削弱通威的再融资能力，造成多晶硅和饲料“1+1<2”之双输局面。从这个层面上讲，我们认为通威犯错了，不过公司管理层经过深刻反思并充分认识到这种现状，前文两则公告从侧面反映了公司的快速纠错能力。
- 任何事情都有两面性，通威股份切入和退出新能源领域呈现给资本市场的投资者的并不应该只是一部反面教材，相反我们更应该关注其积极的一面。通威从最初广遭质疑，到最后成功生产出电子级多晶硅，背后离不开如下优势 领先业内的成本管理优势、较高的管理水平和营销效率、强大的科研平台支持、善打硬仗敢打硬仗的企业文化……这些正是通威在饲料主业耕耘十余载后沉淀下来的宝贵财富，也将对未来通威饲料业务的发展产生举足轻重的影响。
- 事实上，公司董事长刘汉元先生自 1992 年组建通威之后，在不到 20 年的时间打造成为全球水产饲料的龙头，创下了多项饲料行业的第一。我们关注的是，通威在保持快速而稳健成长的同时，其营业费用率处于饲料行业最低端，仅次于海大集团，通威的管理费用率也比饲料行业平均水平低。
- 简言之，通威股份较高的营销、管理水平及出色的成本控制能力是我们推荐公司股票的逻辑之二。

图表5：通威的营业费用率处于行业最低水平



图表6：通威的管理费用率略低于行业平均水平



来源：各公司公告，国金证券研究所

### 推荐逻辑之三：通威将受益于饲料原料滞涨及下游养殖情势恢复

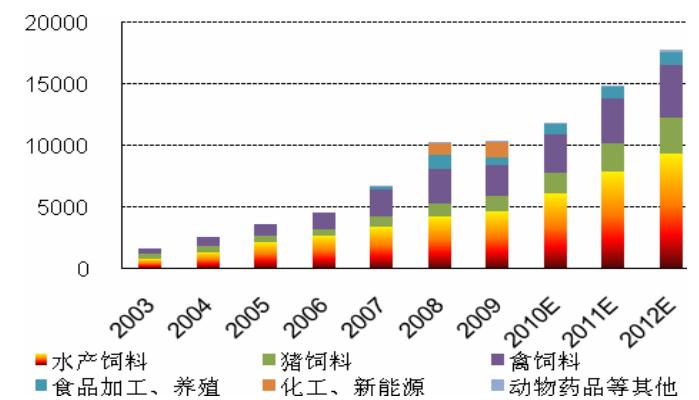
- 我们判断，从 10 年 2 季度开始，水产品及禽肉的需求将会季节性回暖，而猪价在口蹄疫情缓解、提前出栏严重的背景下有望迎来底部反转，通威股份的水产饲料、猪料、禽料销售情势将会稳步改善。
- 我们认为，2010 年玉米、豆粕等大宗饲料原料将保持稳定，通威股份的饲料业务利润率将会因此而受益。虽然 2~3 季度由农产品价格上涨引发的通胀预期相对较强，但相对 2008 年的强通胀形势，今年的大宗原粮价格涨幅有限，生猪、菜籽油、蔬菜、农副食品及小宗农产品价格则有较大幅度的上涨，饲料行业的利润率有望稳中有升。
- 简言之，原料滞涨、需求恢复、行业利润率稳中有升，是我们推荐通威股份的逻辑之三。

### 玉米、豆粕等主要原料价格稳定，鱼粉飙涨但公司低价库存较多

#### 过滤掉永祥多晶硅业务的贡献，通威水产饲料利润占比一直稳定在 60%以上

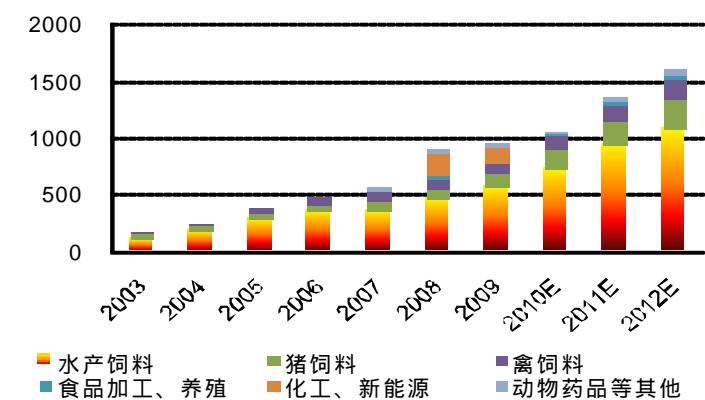
- 水产饲料是通威股份最核心的业务，其利润占比一直在 60%以上。07-09 年，通威水产饲料销售额占比分别为 50%、41%、45%，利润占比为 65%、51%、60%。
- 其中，08 年公司水产饲料业务的利润贡献占比下降，主要是永祥股份的多晶硅业务并表利润高达 3597 万元，稀释了水产饲料的利润权重；09 年由于永祥股份多晶硅净利润暴跌到 209 万元，水产饲料的利润贡献方才上升到 6 成左右。

图表7：通威主营业务收入构成（百万元）



来源：国金证券研究所

图表8：通威主营业务利润构成（百万元）



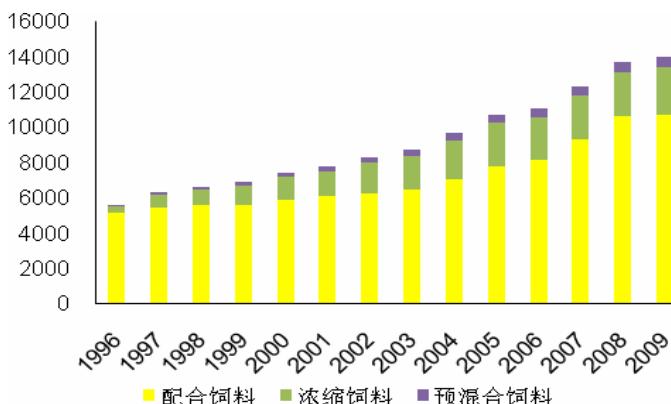
### 09 年饲料行业遭遇寒冬，通威通过优化产品结构来降本增效

- 2009 年，我国饲料总量增加但增速放缓到近十年来最低水平。09 年饲料行业总产值约为 4500 亿元，同比上升 5.7%，商品饲料总产量 1.4 亿吨，同比上升 2.4%，增幅较 07 年的 11.5%、08 年的 10.8% 明显下降，是自 2001 年以来增幅最低的一年，预计 2010 年增速将同比回升。
- 分品类增速排序：预混料 > 浓缩料 > 配合饲料。09 年饲料细分产品结构变化出现新趋势，其中占比最大的配合饲料产量同比增长 1.0%，其占总产量的比重自 05 年以来首次出现 0.5 个百分点的回落至 76.4% 左右；浓缩饲料产量同比增长 7.0%，居第二位；增长最快的是添加剂预混合饲料，产量 595 万吨，同比增长 9.0%，预混料占总产量的比重也同比提高 0.3 个百分点至 4.3%。
- 分品种增速排序：猪料 > 水产料 > 反刍料 > 禽料。在国家稳定生猪价格、促进标准化规模养殖政策的作用下，09 年生猪存出栏量稳定增长，使得猪饲料消费量同比增长 11.5%，连续两年保持 10% 以上的增幅；水产、反刍饲料继续保持快速增长势头，增幅均在 10 个百分点以上；占总产量半

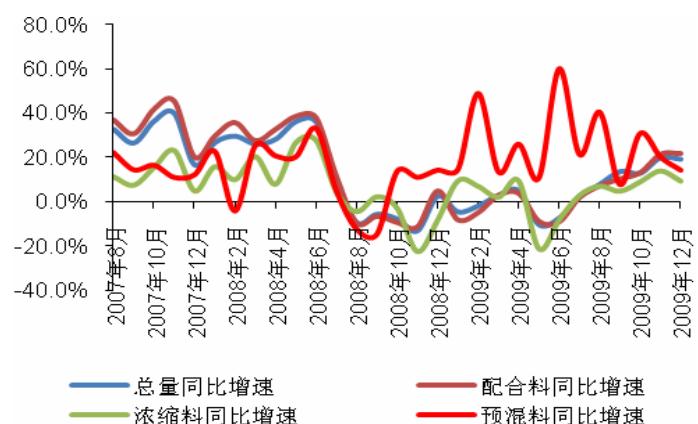
壁江山的禽料由于存栏下降，在连续 5 年快速增长后首次出现下降，其中蛋禽、肉禽料分别下降 8.7% 和 0.9%。

- **2009 年通威水产饲料销量增长 14.78%，略高过行业平均水平。**由于 09 年初公司预判生猪养殖景气谷底已现，猪价反弹会刺激猪饲料销量增加和利润率回暖，因此公司在年内适当调整了产品结构，在保障核心水产料基本增长目标得以实现的基础上，通过资源倾斜增大了猪饲料的产销规模。
- **通威猪饲料销量快于行业水平，毛利率提升 1.3 个百分点，这是公司盈利增长的另外一个主要来源。**2009 年，通威股份的猪饲料销量增长 31.34%，快于行业 11.5% 的增长，也较通威自身水产饲料销量的增速 14.78%；同时，猪饲料毛利率提升到 9.58%，较 08 年增加 1.3 个百分点，几乎与水产饲料的毛利率持平。
- **09 年公司优化产品结构，适当控制禽料产销规模。**09 年全国养鸡、养鸭行业出现系统性亏损，禽饲料利润率仍不断走低，公司因此调减了禽料生产量，全年共销售禽料 102 万吨，同比下降 13.62%，由于禽料毛利率只有 3.5-4%，濒临盈亏平衡点，因此对公司整体利润影响趋于正面。
- **我们认为，在 09 年饲料总设计产能扩张有限的背景下，通威股份加大了利润率稍高的猪料、水产料的产销力度，控制低利润率的禽料生产，降本增效，收到了较好的效果。**

**图表9：中国历年饲料产销量小幅增长（万吨）**



**图表10：2009 年细分品类饲料的增长率比较**



来源：国金证券研究所

## 10 年 1 季度饲料行业开局平稳，商品饲料量价齐升

- **2010 年 1 季度，全国商品饲料产销量 3032 万吨，同比增长 5.6%，较 2009 年第四季度环比下降 23.9%。**这主要是因为 1 季度属需求淡季，在全年四季中处于最低点，随着天气转暖和养殖情势的恢复，饲料需求量季度将逐步进入增长轨道。
- **就细分品类来看，配合饲料成为最大亮点，增速排序：配合料 > 预混料 > 浓缩料。**1 季度，全国配合饲料销量 2327 万吨，同比增长 9.8%，环比下降 24.2%；浓缩饲料 585 万吨，同比下降 6.5%，环比下降 21.1%；添加剂预混合饲料 120 万吨，同比下降 4.5%，环比下降 30.9%。据统计，2010 年第 1 季度我国配合饲料占饲料总产量比重达到 76.7% 左右，比上年同期高近 3 个百分点。
- **从不同畜种的增速来看，反刍料 > 猪料 > 禽料 > 水产料。**猪饲料总产量 1166 万吨，同比增长 6.7%，环比下降 27.8%；蛋禽饲料 635 万吨，同比增长 4.1%，环比下降 15.3%；肉禽饲料 928 万吨，同比增长 5.2%，环比下降 25.3%；水产饲料 113 万吨，同比下降 3.1%，环比下降 46.9%；反刍饲料 136 万吨，同比增长 18.9%，环比下降 25.7%；其他饲料 53 万吨，同比增长 5.5%，环比下降 29.1%。
- **水产饲料的销售季节性最强，2-3 季度通常占全年销售量的 90% 左右，而 1 季度是传统的淡季，因此 1 季度水产饲料的销量下降并不代表旺季销售**

不佳，不过从同比指标来看，水产饲料销量下降 3.1%或许暗示着今年水产饲料的主基调将是平稳为主。

- 10 年 1 季度饲料原料价格上升，环比下降。**据对 110 家重点企业饲料采购价格跟踪监测，2 月份玉米均价 1890 元/吨，同比上涨 22.7%，环比下降 1%；豆粕（46%蛋白报价）均价 3470 元/吨，同比上涨 5.5%，环比下降 4.1%；鱼粉均价 11010 元/吨，同比上涨 62.9%，环比上涨 6.2%。
- 饲料产品价格同比提高约 5 个百分点。**从 3 月份部分企业已反馈情况看，玉米价格环比基本持平，鱼粉价格环比上涨约 10%，豆粕价格环比下降约 5%，其他原料价格稳中有降。由于原料价格同比处于高位，1 季度饲料产品平均价格同比平均提高约 5 个百分点。

### 玉米、豆粕等原料保持稳定，预计 2010 年饲料利润率有望稳中有升

- 3 月份，USDA 均小幅上调了全球大豆和玉米的产量预估数，上调幅度分别为 0.65% 和 0.17%，由此，2009/2010 年全球大豆和玉米的期末库存数仍不断上升，中国大豆的期末库存量也有 70 万吨的上升，玉米库存量预计保持稳定。

图表11：USDA 最新小幅上调了全球大豆产量预估

		面积 (百公顷)				单产 (吨/公顷)				产量 (百万吨)				预测产量变化	
		07/08	08/09	2009/2010 (JAN)	2009/2010 (FEB)	07/08	08/09	2009/2010 (JAN)	2009/2010 (FEB)	07/08	08/09	2009/2010 (JAN)	2009/2010 (FEB)	绝对量	百分比
大豆	全球	90.73	96.28	101.81	101.8	2.44	2.19	2.49	2.51	221.14	210.86	253.38	255.02	1.64	0.65
	美国	25.96	30.22	30.92	30.92	2.81	2.67	2.96	2.96	72.86	80.75	91.47	91.47	0	0
	巴西	21.30	21.70	23.10	23.10	2.86	2.63	2.81	2.86	61.00	57.00	65.00	66.00	1.00	1.54
	阿根廷	16.37	16.00	18.80	18.80	2.82	2.00	2.82	2.82	46.20	32.00	53.00	53.00	0.00	0.00
	中国	8.75	9.13	8.80	8.80	1.60	1.70	1.65	1.65	14.00	15.50	14.50	14.50	0.00	0.00
	其他国家	18.35	19.23	20.19	20.18	1.48	1.33	1.46	1.49	27.08	25.61	29.41	30.05	0.64	2.18

来源：USDA，国金证券研究所

图表12：USDA 最近微调了全球玉米产量预估

		面积 (百公顷)				单产 (吨/公顷)				产量 (百万吨)				预测产量变化	
		07/08	08/09	2009/2010 (JAN)	2009/2010 (FEB)	07/08	08/09	2009/2010 (JAN)	2009/2010 (FEB)	07/08	08/09	2009/2010 (JAN)	2009/2010 (FEB)	绝对量	百分比
玉米	全球	159.93	157.12	155.21	155.27	4.95	5.04	5.13	5.14	791.87	791.5	796.45	797.83	1.39	0.17
	美国	35.01	31.8	32.23	32.23	9.46	9.66	10.37	10.37	331.18	307.14	334.05	334.05	0	0
	巴西	14.7	14.1	13.3	13.3	3.99	3.62	3.83	3.83	58.6	51	51	51	0	0
	阿根廷	3.41	2.25	2	2.15	6.45	5.6	7.5	8	22	12.6	15	17.2	2.2	14.67
	中国	29.48	29.86	30	30	5.17	5.56	5.17	5.17	152.3	165.9	155	155	0	0
	其他国家	77.33	79.11	77.68	77.59	2.95	3.22	3.11	3.10	227.79	254.86	241.40	240.58	-0.82	-0.34

来源：USDA，国金证券研究所

图表13：全球大豆供求平衡表 (千吨)

全球大豆 (千吨)	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Dec)	2009/2010 (Jan)	较上月变化
期初库存	62,885	52,945	42,407	42,872	465
产量	221,141	210,863	250,254	253,380	3,126
进口	78,132	76,468	77,790	78,905	1,115
出口	79,519	76,733	79,609	80,611	1,002
期末库存	52,945	42,872	57,093	59,798	2,705

来源：USDA，国金证券研究所

图表14：中国大豆供求平衡表 (千吨)

中国大豆 (千吨)	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Dec)	2009/2010 (Jan)	较上月变化
期初库存	2,700	4,245	9,008	9,008	0
产量	14,000	15,500	14,500	14,500	0
进口	37,816	41,098	41,000	42,000	1,000
出口	453	400	500	500	0
期末库存	4,245	9,008	8,998	9,698	700

来源：USDA，国金证券研究所

图表15：全球玉米供求平衡表 (千吨)

全球玉米 (千吨)	2007/2008	2008/2009	2009/2010 (Dec)	2009/2010 (Jan)	较上月变化
期初库存	108,864	129,606	145,439	145,971	532
产量	791,871	791,617	790,175	796,446	6,271
进口	98,348	81,143	81,899	82,299	400
出口	98,609	82,002	83,957	84,557	600
期末库存	129,606	145,971	132,342	136,189	3,847

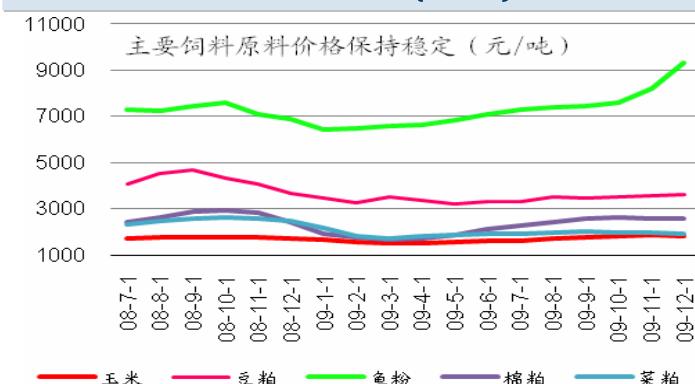
来源：USDA，国金证券研究所

- 鱼粉由于受秘鲁冬季捕鱼配额收紧和智利地震的影响而价格大幅飙升。以 FAQ65% 秘鲁鱼粉为例，3 月 19 日到达我国上海港和黄埔港的价格为 13500 元/吨，大连港达 13000 元/吨，相较去年同期上涨 60% 以上。
- 鱼粉是水产饲料的核心蛋白来源，鱼粉价格上涨可能对水产饲料毛利率带来负面影响，通威股份在去年鱼粉价格相对较低的时候加大了鱼粉的采

购，公司09年底鱼粉库存量达5-6万吨（多数竞争对手库存极低），且鱼粉的平均采购成本不到10000元/吨，远低于13500元的市场价格，因此，我们认为通威的低成本优势在2010年将进一步显现。

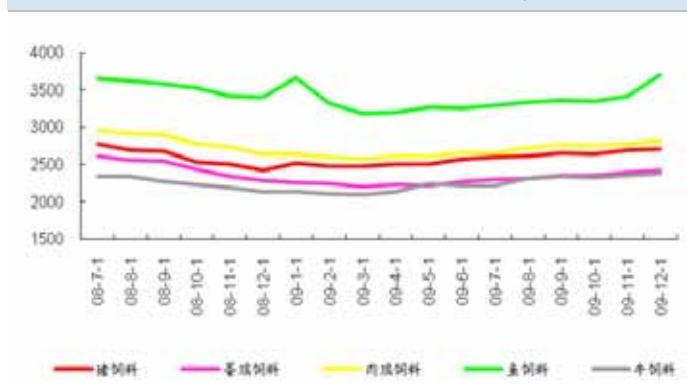
- 除鱼粉外，玉米、豆粕等饲料主要原料自09以来保持小幅攀升态势，我们预计2010年豆粕价格波动中枢在3000元/吨上下，玉米价格则有可能触及2000元/吨的相对高位，大的波动区间为1800-2100元/吨之间。基于10年主要原料成本压力相较09年不会明显增大，我们预计饲料行业的利润率水平有望稳中有升。

图表17：饲料主要原料保持稳定（元/吨）



来源：国金证券研究所

图表18：饲料产品价格波动与原料基本同步



## 经营战略回归饲料主业，未来将重启规模扩张之路

化工新能源业务剥离后，传统饲料主业的产能扩张将明显提速

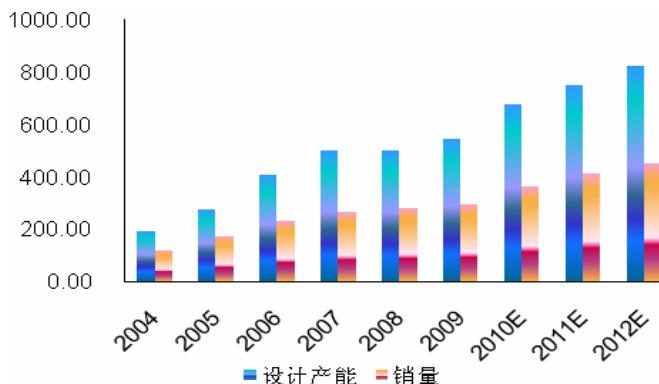
图表19：通威股份08-09年饲料产能扩张步伐明显放缓

年度	新增产能	投资额（万元）	新增产能（万吨）	投产日期	主要产品	资金来源
2004年	绍兴通威	4,960	14.8	2004	水产、畜禽	募集资金
	南昌通威	4,955	14	2004	水产、畜禽	募集资金
	常德通威		20	2004	水产、畜禽	自有资金
	无锡通威		30	2004	水产、畜禽	自有资金
	合肥通威	4,966	14			
<b>2004年合计</b>					<b>92.8</b>	
2005年	海南海通威	4,975	13.6	2005.7	水产、畜禽	募集资金
	揭阳通威	4,971	11.6	2005.7	水产、畜禽	募集资金
	沈阳通威	4,497	20	2005.5	水产、畜禽	募集资金
	德阳通威	4,975	18	2005.7	水产、畜禽	募集资金
	盐城通威*	2,728	12	2005.3	水产、畜禽	自有资金
	湛江粤华*	4,748	8	2005.8	虾饲料	自有资金收购
	珠海大海*	1,540	3	2005.8	虾饲料	自有资金收购
<b>2005年合计</b>					<b>86.2</b>	
2006年	茂名通威	3,142	18	2006.7	水产、畜禽	募集资金
	合肥通威	2,663	14	2006.7	水产、畜禽	募集资金
	蓉崃通威	2,176	20	2006.1	猪饲料	自有资金
	沙市通威	2,630	15	2006.5	水产、畜禽	自有资金
	扬州通威	3,318	15	2006.7	水产、畜禽	自有资金
	苏州通威	2,911	15	2006.7	特种饲料	自有资金
	成都双流		6	2006.1	预混料	自有资金
	廊坊通威	4,975	30	2006.7	畜禽料	自有资金
<b>2006年合计</b>					<b>133</b>	
2007年	惠州通威	3320.2	20	2007.1	水产料	自有资金
	黄岗通威	3238.12	20	2007.7	水产、畜禽	自有资金
	河南通威		15	2007	水产、畜禽	自有资金
	枣庄通威		15	2007	水产、畜禽	自有资金
	沅江通威	1000	20	2007.1	水产料	自有资金收购
<b>2007年合计</b>					<b>90</b>	
2008年	<b>2008年合计</b>				<b>0</b>	
2009年	越南通威		30		水产料	自有资金
	攀枝花通威		10		水产、畜禽	自有资金
	盐城巴大饲料		5		水产、畜禽	自有资金收购
<b>2009年合计</b>					<b>45</b>	

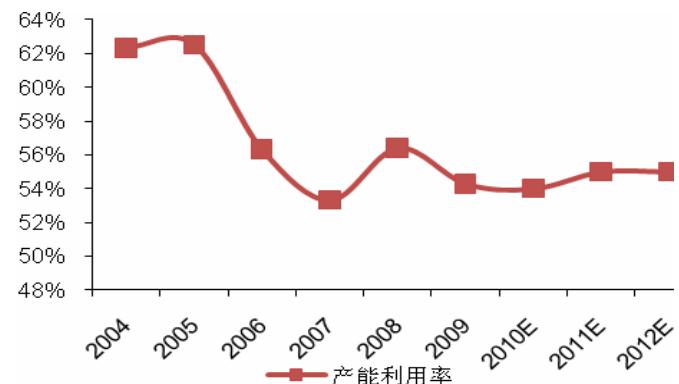
来源：据公司公告及媒体公开资料不完全统计，国金证券研究所

- 04~07年，通威股份每年饲料产能新增加近100万吨左右，主要通过新建饲料生产线、老生产线扩产、对外收购三条途径来完成扩张，但在2008年3月份新能源业务纳入股份公司之后，对传统饲料业务的发展形成牵制，通威产能扩张步伐明显放缓。据公开资料不完全统计，2008年公司几乎没有新建饲料厂，09年也只增加了45万吨产能。
- 基于10年3月通威将化工、新能源业务剥离给控股股东，我们预计通威股份将重新踏上规模扩张征程，预计到2012年底公司饲料设计总产能将达到823万吨，相较2009年增加幅度约50%。

图表20：通威股份饲料产能及销量增长(万吨)



图表21：通威股份饲料产能利用率



来源：国金证券研究所

图表22：2010~2013年预计通威饲料产能及销量增长率明显加快

单位：万吨	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
设计产能	190.80	277	410	500	500	545	676	750	823
产能增长率	45.18%	48.01%	21.95%	0.00%	9.00%	24.10%	10.84%	9.78%	
销量	118.92	173.19	230.91	266.65	282.07	295.87	365.22	412.32	452.65
销量增长率	30.70%	45.64%	33.33%	15.48%	5.78%	4.89%	23.44%	12.90%	9.78%
产能利用率	62.33%	62.52%	56.32%	53.33%	56.41%	54.29%	54.00%	55.00%	55.00%

来源：国金证券研究所

图表23：通威股份水产饲料、猪饲料、禽饲料销量预测(万吨)

单位：万吨	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
饲料总销量	90.99	118.92	173.19	230.91	266.65	282.07	295.87	365.22	412.32	452.65
水产饲料	41.22	58.37	89.67	110	121	129.27	148.37	187.16	215.84	241.93
水产饲料占比	45.30%	49.08%	51.78%	47.64%	45.38%	45.83%	50.15%	51.25%	52.35%	53.45%
增长率	16.74%	30.70%	45.64%	33.33%	15.48%	5.78%	4.89%	23.44%	12.90%	9.78%
猪饲料	18.27	22.24	21.39	25.67	35.94	34.49	45.30	57.74	67.25	76.09
猪饲料占比	20.08%	18.70%	12.35%	11.12%	13.48%	12.23%	15.31%	15.81%	16.31%	16.81%
增长率	-91.40%	83.33%	48.67%	-26.97%	-53.56%	-62.64%	-15.40%	379.10%	-44.98%	-24.14%
禽饲料	30.66	37.32	55.21	77.29	100.48	118.31	102.20	120.31	129.23	134.63
禽饲料占比	33.70%	31.38%	31.88%	33.47%	37.68%	41.94%	34.54%	32.94%	31.34%	29.74%
增长率		-6.86%	-33.96%	-10.00%	21.24%	-9.27%	25.22%	3.27%	3.16%	3.07%

来源：国金证券研究所

### 10年将启动定向增发，拟全部投向饲料主业，有望新增饲料产能210万吨

- 定向增发拟募资9.24亿元，将扩张饲料产能210万吨。公司2010年公告，拟向非特定对象定向增发不超过9500万股（含），价格不低于10.38元，拟募资9.24亿元，全部投向饲料主业，其中包括11个饲料厂和1个饲料原料基地建设，有望扩张饲料产能222万吨，其中扣除已经在建的连云港24万吨项目外，将新增产能210万吨。
- 我们预计定向增发项目将于2010年7-8月份正式启动，经过一年左右的建设期，到2011年底将全部建成，正常情况下将于2013年底完全达产。

图表24：通威股份定向增发募集资金全部投向饲料主业

序号	项目名称	拟投资总额(万元)	饲料产能(万吨)
1	江苏连云港饲料项目	7,532.59	24
2	河南原阳饲料项目	6,402.59	21
3	重庆长寿饲料项目	7,306.16	18
4	贵州黔西饲料项目	5,400.40	12
5	重庆饲料项目	9,387	20
6	广东花都饲料项目	9,801	24
7	湖北仙桃饲料项目	9,201	22
8	四川南充饲料项目	7,090.90	16
9	广西浦北饲料项目	8,236	18
10	山东平度饲料项目	7,500	23
11	广西柳州饲料项目	8,714	24
12	吉林榆树原料基地	8,724.03	
	募资总额	95,294.22	222
	2010年拟非公开发行不超过9500万股(含),价格不低于10.38元,拟募资净额9.24亿元,全部投向饲料行业,具体包括上述11个饲料厂和1个原料基地。参与定增的机构投资者股票流通需锁定一年。		

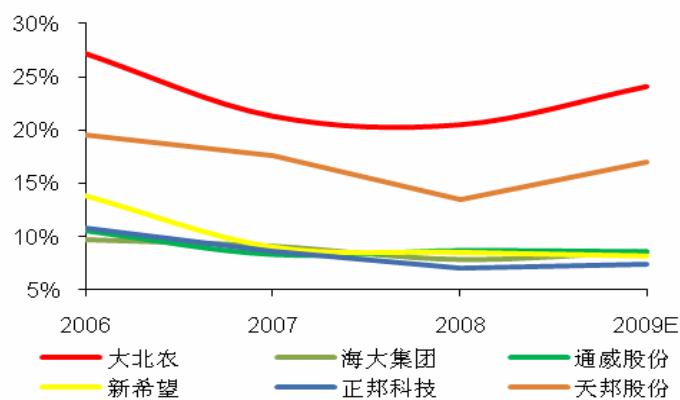
来源：公司公告，国金证券研究所（连云港项目已在建，扣除后将新增产能210万吨）

## 近两年，通威的利润率和成长性略低于行业平均水平

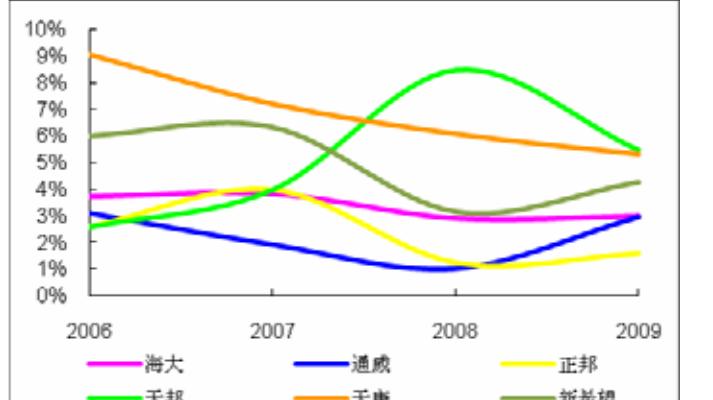
**盈利指标：通威处于中游水平，高于新希望、正邦科技等，低于海大集团**

- 基于新能源行业的掣肘，08-09年通威股份毛利率与净利润率水平较前几年有所下降，但由于水产饲料的毛利率仍高于猪饲料，因此通威的毛利率指标优于以猪料为主的新希望和正邦科技。
- 我们要提醒投资者注意的是，由于大北农和天邦股份分别主营高利润率的预混料、种子业务及特种水产饲料，而天康生物的疫苗贡献较高，因此对各公司毛利率和净利润率指标进行对比时需要区别对待。
- 通威股份的毛利率指标同海大集团相近，但净利润率指标前几年持续低于海大，09年恢复到2.9%左右同海大集团基本持平，从我们自下而上的草根调研来看，海大和通威的综合竞争优势也是饲料行业内最突出的。

图表25：毛利率：通威股份 VS 与饲料同行



图表26：净利润率：通威股份 VS 饲料同行



来源：国金证券研究所（大北农、天邦因为产品定位于中高档的预混料和特种水产饲料，所以利润率水平显著高于行业平均，天康利润率高则是因为疫苗贡献，新希望的毛利率表现一般而净利润率较高，主要是因为民生银行股权投资贡献的非经常性收益所致，扣除以上因素，通威利润率指标处于行业中等偏上）

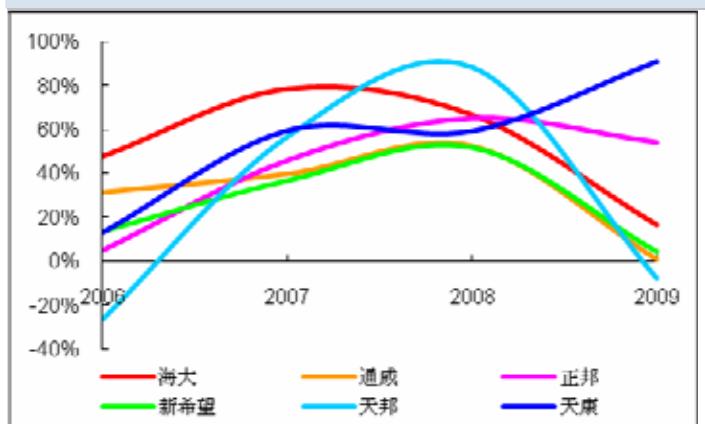
**成长性指标：07-08年通威低于行业平均增速，09年上升到行业中游水平**

- 饲料行业属完全市场竞争，产品的价格主要由行业供求关系决定，优势公司能拥有一定的溢价率和提价能力但程度有限，因此，饲料企业的销售额增长率主要取决于产量增长，而产量增速又受制于公司产能瓶颈和开工率即产能利用水平。
- 07-09年通威股份的销售收入增长率低于行业平均水平，这与公司产能扩张步伐放缓息息相关；公司净利润增长率也处于行业低端，2009年通过降

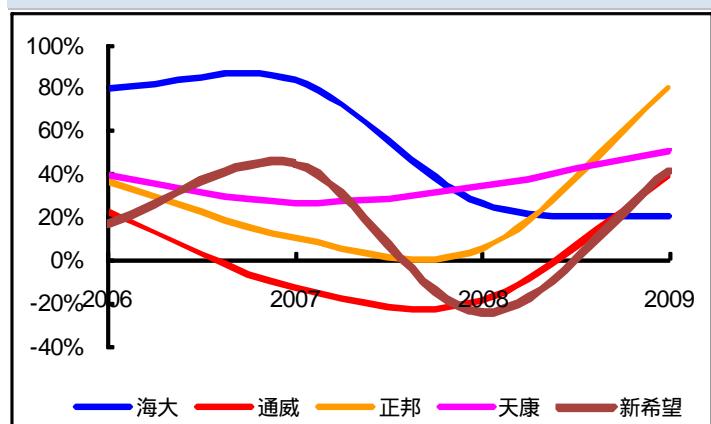
本增效等途径，减少了食品加工的亏损额度，同时保持饲料利润率的稳定，因此通威的净利润增长率上升到行业中游水平，并超过了海大、新希望，同天康生物的成长性接近。

- 我们认为，未来几年通威净利润增长仍将来自饲料主业的利润贡献及食品加工板块的减亏甚至扭亏，公司整体利润率仍有小幅提升空间。

图表27：销售额增长率：通威股份 VS 饲料同行



图表28：净利润增长率：通威股份 VS 饲料同行

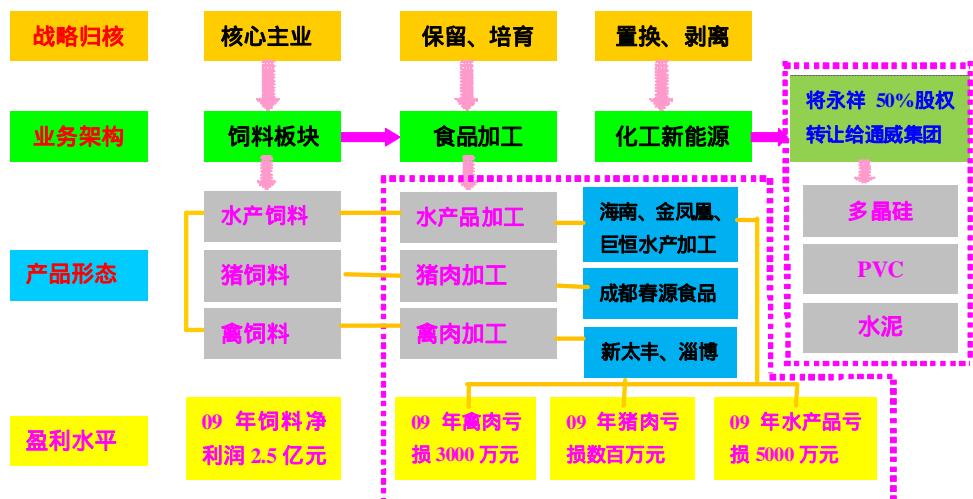


来源：国金证券研究所

### 食品加工板块减亏或剥离，成为公司利润增长的另一重要来源

- 将化工新能源等业务剥离出去之后，通威股份未来战略架构将倚重于“饲料板块”+“食品加工板块”，其中饲料业务未来1-2年内的基本目标是实现2.5~3亿元净利润，而食品加工板块的出路则在于减亏。
- 通威是全国第一家大规模推广品牌鱼制品的企业，作为新饮食文化的倡导者承担了较多的市场开拓成本，销售费用较高增加了短期的盈利风险。

图表29：通威战略归核后将主要倚重饲料主业和食品加工业务



来源：国金证券研究所

- 水产品加工主要在新津、海南、湖南金凤凰、巨恒等生产，其中主要亏损加工厂成都新津在经过09年的停业清理和产品结构优化后，目前已经重新生产，目前主要为成都地区提供鱼香肠、鱼皮等鱼米制品，2011年将逐步推向北京、广州及上海等地。相较之前的初加工原料鱼，这部分深加工产品的附加值较高，盈利水平也大有改善。
- 公司海南加工厂则以加工罗非鱼和虾为主，主要出口美国、欧盟、俄罗斯等国。2009年1季度，海南出口业务没有起色，从2季度起，随着国外金

金融危机阴霾散去，对我国水产品的外需逐步回暖，公司下半年出口小龙虾、罗非鱼、南美白对虾近 140 个柜，而上年同期基本没有出口，全年销售预计达到 1 亿元，我们预计水产品加工出口业务探底回升之势在 2010 年仍将持续。

- 总体来看，2009 年通威水产品加工业务亏损近 5000 万元，成都春源食品等肉制品加工业务亏损几百万元，新太丰、淄博等禽肉加工和养殖累计亏损 3000 万元，食品板块合计亏损近 9000 万元，已经比 2008 年减亏 2000-3000 万元，减亏幅度接近 20%。
- 倘若新太丰等禽业加工业务减亏不理想，不排除公司在继多晶硅之后将禽肉业务也置换出上市公司，成都春源食品等是否剥离则有待进一步观察。
- 基于以上理由，无论是减亏还是剥离，我们都有理由相信 2010 年公司食品加工板块亏损额有望进一步下降，这将构成通威股份盈利增长的另一重要来源。

## 盈利预测、估值与投资建议

### 假设前提

- 关于公司水产饲料、猪料、禽料等销量详见上文报告，价格、毛利率等指标的预测及食品加工业务预测详见后文《销售收入预测表》；
- 对公司期间费用率、所得税率的预测如下表所示：

**图表30：通威股份期间费用率、所得税率预测**

单位：百万元	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
管理费用	50.01	60.65	84.02	122.88	153.73	176.43	295.67	329.73	280.15	336.92	383.63
管理费用/销售额	3.64%	3.57%	3.20%	3.35%	3.19%	2.61%	2.87%	3.18%	2.36%	2.26%	2.16%
营业费用	54.96	49.62	62.21	91.11	129.46	151.88	199.65	238.56	285.08	343.12	391.00
营业费用/销售额	4.00%	2.92%	2.37%	2.48%	2.68%	2.25%	1.94%	2.30%	2.40%	2.30%	2.20%
财务费用	10.96	24.49	17.03	17.15	31.19	53.88	135.29	145.21	135.02	132.67	118.07
财务费用/销售额	0.80%	1.44%	0.65%	0.47%	0.65%	0.80%	1.31%	1.40%	1.14%	0.89%	0.66%
所得税	17.97	13.33	20.26	36.53	38.92	28.11	55.33	63.79	109.88	156.67	196.11
所得税/税前利润	25.66%	23.22%	21.90%	22.62%	18.16%	15.82%	26.95%	30.92%	29.92%	28.92%	27.92%

来源：国金证券研究所

### 盈利预测

- 预计 10-12 年通威股份分别实现销售额 11885.00、14926.95、17783.92 百万元，同比增长 14.52%、25.59%、19.14%；分别实现净利润 237.39、365.12、486.37 百万元，同比增长 61.92%、53.80%、33.21%。
- 按当前股本 687.52 百万股计算，对应通威 10-12 年 EPS 为 0.345、0.531、0.707；若按增发 95.00 百万股后总股本计算，对应摊薄后 EPS 分别为 0.329、0.524、0.688 元。

### PE 相对估值

- 我们将新希望、海大集团、正邦科技、天邦股份、天康生物等作为饲料行业可比估值对象，通威股份作为水产饲料行业的龙头，其估值水平应不逊色于其他同行公司。
- 基于横向比较，通威可享 10-11 年饲料行业的平均 PE 水平，即分别为 41 倍和 31 倍，据此测算通威股份的合理股价区间为 13.61 - 16.44 元。

图表31：通威股份 PE 估值结果 13.61-16.44 元

证券简称	证券代码	收盘价	总股本(亿股)	总市值(亿元)	2010EPS	2011EPS	2010PE	2011PE
大北农	002385.SZ	60.27	4.01	241.56	0.792	1.135	76.14	53.12
新希望	000876.SZ	12.27	7.57	92.85	0.504	0.610	24.36	20.12
正邦科技	002157.SZ	14.52	2.69	39.12	0.430	0.600	33.77	24.20
海大集团	002311.SZ	38.13	2.24	85.41	0.940	1.229	40.55	31.03
天康生物	002100.SZ	24.49	1.64	40.12	0.800	1.010	30.61	24.25
天邦股份	002124.SZ	16.61	1.37	22.76	0.390	0.470	42.59	35.34
平均							41.34	31.34
通威股份	600438.SH	11.5	6.8752	79.06	0.329	0.524	41.34	31.34
目标估值					13.61	16.44		

来源：国金证券研究所

**Dcf 绝对估值**

- 我们采取 DCF 估值，主要假设前提为：
  - ◆ 假定市场无风险利率为 3.53%，风险溢价 6.47%， $\beta = 1.02$ ，据此测算 WACC = 8.32%，假定公司永续增长率 TV = 3%；
  - ◆ 剥离多晶硅业务后，公司未来负债结构大致稳定，假定综合贷款利率为 5.40%；
  - ◆ 除定向增发项目外，假定未来几年公司没有大的资本性开支计划；
  - ◆ 假定未来所得税政策及分红政策维持既定水平；
- DCF 估值结果显示，通威股份的合理估值结果为 14.55 元，如果我们放宽风险报酬 0.5 个百分点，同时提高永续增长率至 4%，则通威股份估值结果为 16.64 元，综合绝对估值结果为 14.55-16.64 元。

图表32：通威股份 DCF 估值结果 14.55 元

## III、FCFE贴现

每股价值	14.55	TV增长率为	3.0%
企业值	10,005.51	Ke	9.87%
股票价值	10,005.51	债务	2,697.03
		投资	6.42
		少数股东权益	393.51
会计年度截止日：12/31	2010 2011E 2012E 2013E 2014E 2015E 2016E 2017E 2018E 2019E	TV	合 计
FCFE	-882.12 -71.73 -71.37 451.25 793.79 886.37 1,013.10 1,113.26 1,245.37 1,349.25	20,227.21	26,054.37
PV(FCFE)	-802.87 -59.42 -53.81 309.67 495.79 503.88 524.18 524.26 533.78 526.35	7,890.80	10,392.59

来源：国金证券研究所

图表33：放宽风险报酬下，通威 DCF 估值结果 16.64 元

每股价值	16.64	TV增长率为	4.0%
企业值	11,439.29	Ke	9.87%
股票价值	11,439.29	债务	2,697.03
		投资	6.42
		少数股东权益	393.51
会计年度截止日：12/31	2010 2011E 2012E 2013E 2014E 2015E 2016E 2017E 2018E 2019E	TV	合
FCFE	-882.12 -71.73 -71.37 451.25 793.79 886.37 1,013.10 1,113.26 1,245.37 1,349.25	23,902.55	29,729.71
PV(FCFE)	-802.87 -59.42 -53.81 309.67 495.79 503.88 524.18 524.26 533.78 526.35	9,324.58	11,826.38

来源：国金证券研究所

**估值结果与投资建议**

- 通常情况下，相对估值比较适用短期目标测算，而绝对估值则侧重中长期公司价值判断，我们认为无论短期，还是中长期视角下，通威股份的估值结果都十分接近。
- 在绝对估值已经具备明显吸引力的背景下，我们倾向于采纳 DCF 估值结果，即 14.55-16.64 元作为通威股份的最终估值结果。
- 相较当前股价 11.50 元，通威股份还有 25~45% 的上涨空间，建议买入。

**图表34：通威股份销售收入预测表**

项目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>水产饲料</b>										
平均售价(元/吨)	1,905.30	2,330.00	2,400.00	2,430.00	2,794.50	3,291.92	3,120.74	3,270.54	3,689.17	3,885.40
增长率(YOY)	N/A	22.29%	3.00%	1.25%	15.00%	17.80%	-5.20%	4.80%	12.80%	18.80%
销售数量(万吨)	41.22	58.37	89.67	110.00	121.00	129.27	148.37	187.16	215.84	241.93
增长率(YOY)	N/A	41.61%	53.62%	22.67%	10.00%	6.83%	14.78%	26.15%	15.32%	12.09%
销售收入(百万元)	785.37	1,360.02	2,152.08	2,673.00	3,381.35	4,255.47	4,630.24	6,121.28	7,962.53	9,399.86
增长率(YOY)	N/A	73.17%	58.24%	24.21%	26.50%	25.85%	8.81%	32.20%	30.08%	18.05%
毛利率	15.23%	13.30%	13.50%	13.40%	10.80%	10.77%	12.27%	12.02%	11.77%	11.52%
销售成本(百万元)	665.75	1,179.14	1,861.55	2,314.82	3,016.16	3,797.15	4,062.11	5,385.50	7,025.34	8,317.00
增长率(YOY)	N/A	77.11%	57.87%	24.35%	30.30%	25.89%	6.98%	32.58%	30.45%	18.39%
毛利(百万元)	119.61	180.88	290.53	358.18	365.19	458.31	568.13	735.78	937.19	1,082.86
增长率(YOY)	N/A	51.23%	N/A	23.29%	1.96%	25.50%	23.96%	29.51%	27.37%	15.54%
占总销售额比重	46.24%	51.74%	58.62%	55.38%	50.10%	41.30%	44.62%	51.50%	53.34%	52.86%
占主营业务利润比重	63.52%	71.77%	74.30%	69.90%	64.66%	50.94%	59.19%	68.91%	69.02%	67.61%
<b>猪饲料</b>										
平均售价(元/吨)	2,228.04	2,400.00	2,350.00	2,091.50	2,491.50	3,005.12	2,837.29	2,962.56	3,389.61	3,793.48
增长率(YOY)	N/A	7.72%	-2.08%	-11.00%	19.13%	20.62%	-5.58%	4.42%	14.42%	11.92%
销售数量(万吨)	18.27	22.24	21.39	25.67	35.94	34.49	45.30	57.74	67.25	76.09
增长率(YOY)	N/A	21.73%	-3.82%	20.00%	40.00%	-4.02%	31.34%	27.47%	16.47%	13.15%
销售收入(百万元)	407.06	533.76	502.67	536.85	895.33	1,036.47	1,285.29	1,710.70	2,279.58	2,886.61
增长率(YOY)	N/A	31.12%	-5.83%	6.80%	66.78%	15.76%	24.01%	33.10%	33.25%	26.63%
毛利率	11.29%	8.80%	10.90%	10.50%	8.90%	8.26%	9.58%	9.83%	9.33%	8.83%
销售成本(百万元)	361.11	486.79	447.87	480.48	815.64	950.84	1,162.15	1,542.52	2,066.87	2,631.69
增长率(YOY)	N/A	34.81%	-7.99%	7.28%	69.76%	16.58%	22.22%	32.73%	33.99%	27.33%
毛利(百万元)	45.96	46.97	54.79	56.37	79.68	85.62	123.14	168.18	212.71	254.92
增长率(YOY)	N/A	2.21%	16.65%	2.88%	41.36%	7.45%	43.82%	36.57%	26.48%	19.84%
占总销售额比重	23.97%	20.31%	13.69%	11.12%	13.27%	10.06%	12.38%	14.39%	15.27%	16.23%
占主营业务利润比重	24.41%	18.64%	14.01%	11.00%	14.11%	9.52%	12.83%	15.75%	15.66%	15.92%
<b>禽(鸭、鸡)饲料</b>										
平均售价(元/吨)	1,463.57	1,700.00	1,700.00	1,750.00	2,065.00	2,395.69	2,443.94	2,554.26	2,797.27	3,203.27
增长率(YOY)	N/A	16.15%	0.00%	2.94%	18.00%	16.01%	2.01%	4.51%	9.51%	14.51%
销售数量(万吨)	18.45	24.55	36.96	51.74	67.27	118.31	102.20	120.31	129.23	134.63
增长率(YOY)	N/A	33.06%	50.55%	40.00%	30.00%	75.88%	-13.62%	17.72%	7.41%	4.18%
销售收入(百万元)	270.03	417.35	628.32	905.52	1,389.07	2,834.34	2,497.70	3,073.07	3,614.89	4,312.49
增长率(YOY)	N/A	54.56%	50.55%	44.12%	53.40%	104.05%	-11.88%	23.04%	17.63%	19.30%
毛利率	3.67%	2.00%	4.00%	5.00%	4.00%	3.49%	3.75%	3.85%	4.10%	4.35%
销售成本(百万元)	260.12	409.00	603.19	860.24	1,333.50	2,735.42	2,404.17	2,954.91	3,466.86	4,125.12
增长率(YOY)	N/A	57.24%	47.48%	42.62%	55.01%	105.13%	-12.11%	22.91%	17.33%	18.99%
毛利(百万元)	9.91	8.35	25.13	45.28	55.56	98.92	93.54	118.16	148.03	187.38
增长率(YOY)	N/A	-15.77%	N/A	80.15%	22.72%	78.03%	-5.44%	26.32%	25.28%	26.58%
占总销售额比重	15.90%	15.88%	17.11%	18.76%	20.58%	27.51%	24.07%	25.86%	24.22%	24.25%
占主营业务利润比重	5.26%	3.31%	6.43%	8.84%	9.84%	10.99%	9.75%	11.07%	10.90%	11.70%
<b>食品加工、养殖</b>										
销售收入(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	213.58	1,110.12	679.45	879.45	954.45	1,054.45
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	419.77%	-38.80%	29.44%	8.53%	10.48%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.10%	3.21%	0.59%	1.59%	2.59%	3.59%
销售成本(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	209.09	1,074.52	675.42	865.44	929.70	1,016.56
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	413.91%	-37.14%	28.13%	7.43%	9.34%
毛利(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	4.49	35.61	4.03	14.01	24.75	37.89
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	692.56%	-88.68%	247.70%	76.66%	53.08%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.16%	10.78%	6.55%	7.40%	6.39%	5.93%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.80%	3.96%	0.42%	1.31%	1.82%	2.37%
<b>化工、新能源</b>										
销售收入(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	948.07	1,194.98	0.00	0.00	0.00
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20.13%	11.47%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	757.26	1,057.91	0.00	0.00	0.00
毛利(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	190.81	137.07	0.00	0.00	0.00
<b>动物药品等其他</b>										
销售收入(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	70.07	118.09	90.50	100.50	115.50	130.50
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	68.53%	-23.36%	11.05%	14.92%	12.99%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	37.83%	25.80%	37.48%	31.48%	30.48%	29.48%
销售成本(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	43.57	87.62	56.58	68.86	80.30	92.03
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	101.14%	-35.43%	21.71%	16.60%	14.61%
毛利(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	26.51	30.47	33.92	31.64	35.21	38.48
增长率(YOY)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14.93%	11.35%	-6.73%	11.27%	9.28%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.04%	1.15%	0.87%	0.85%	0.77%	0.73%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.69%	3.39%	3.53%	2.96%	2.59%	2.40%
销售总收入(百万元)	1698.57	2628.61	3671.35	4826.54	6749.44	10302.55	10378.18	11885.00	14926.95	17783.92
销售总成本(百万元)	1510.26	2376.58	3280.31	4314.12	6184.67	9402.82	9418.34	10817.23	13569.07	16182.40
毛利(百万元)	188.31	252.03	391.04	512.42	564.77	899.73	959.84	1067.77	1357.89	1601.52
平均毛利率	11.09%	9.59%	10.65%	10.62%	8.37%	8.73%	9.25%	8.98%	9.10%	9.01%

源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表(人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,749</b>	<b>10,303</b>	<b>10,378</b>	<b>11,885</b>	<b>14,927</b>	<b>17,784</b>
增长率	52.6%	0.7%	14.5%	25.6%	19.1%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,185</b>	<b>-9,403</b>	<b>-9,418</b>	<b>-10,817</b>	<b>-13,569</b>	<b>-16,182</b>
%销售收入	91.6%	91.3%	90.8%	91.0%	90.9%	91.0%
<b>毛利</b>	<b>565</b>	<b>900</b>	<b>960</b>	<b>1,068</b>	<b>1,358</b>	<b>1,602</b>
%销售收入	8.4%	8.7%	9.2%	9.0%	9.1%	9.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>营业费用</b>	<b>-152</b>	<b>-200</b>	<b>-239</b>	<b>-285</b>	<b>-343</b>	<b>-391</b>
%销售收入	2.3%	1.9%	2.3%	2.4%	2.3%	2.2%
<b>管理费用</b>	<b>-176</b>	<b>-296</b>	<b>-330</b>	<b>-280</b>	<b>-337</b>	<b>-384</b>
%销售收入	2.6%	2.9%	3.2%	2.4%	2.3%	2.2%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>234</b>	<b>398</b>	<b>381</b>	<b>490</b>	<b>662</b>	<b>809</b>
%销售收入	3.5%	3.9%	3.7%	4.1%	4.4%	4.5%
<b>财务费用</b>	<b>-54</b>	<b>-135</b>	<b>-145</b>	<b>-106</b>	<b>-69</b>	<b>-46</b>
%销售收入	0.8%	1.3%	1.4%	0.9%	0.5%	0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-16</b>	<b>-48</b>	<b>-39</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
%税前利润	1.2%	n.a	0.8%	0.5%	0.3%	0.3%
<b>营业利润</b>	<b>166</b>	<b>213</b>	<b>198</b>	<b>386</b>	<b>596</b>	<b>764</b>
<b>营业利润率</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.9%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.3%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>11</b>	<b>-8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>税前利润</b>	<b>178</b>	<b>205</b>	<b>206</b>	<b>396</b>	<b>606</b>	<b>774</b>
<b>利润率</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.4%</b>
<b>所得税</b>	<b>-28</b>	<b>-55</b>	<b>-64</b>	<b>-118</b>	<b>-175</b>	<b>-216</b>
<b>所得税率</b>	<b>15.8%</b>	<b>27.0%</b>	<b>30.9%</b>	<b>29.9%</b>	<b>28.9%</b>	<b>27.9%</b>
<b>净利润</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>143</b>	<b>278</b>	<b>430</b>	<b>558</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>19</b>	<b>44</b>	<b>-4</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>130</b>	<b>106</b>	<b>147</b>	<b>258</b>	<b>410</b>	<b>538</b>
<b>净利率</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.0%</b>

**现金流量表(人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>143</b>	<b>278</b>	<b>430</b>	<b>558</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>125</b>	<b>253</b>	<b>312</b>	<b>382</b>	<b>421</b>	<b>459</b>
<b>非经营收益</b>	<b>37</b>	<b>139</b>	<b>145</b>	<b>129</b>	<b>62</b>	<b>37</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-19</b>	<b>-36</b>	<b>-335</b>	<b>186</b>	<b>-125</b>	<b>-118</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>292</b>	<b>506</b>	<b>265</b>	<b>974</b>	<b>789</b>	<b>936</b>
<b>资本开支</b>	<b>-369</b>	<b>-1,059</b>	<b>-402</b>	<b>-279</b>	<b>-463</b>	<b>-337</b>
<b>投资</b>	<b>-109</b>	<b>-245</b>	<b>-33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-476</b>	<b>-1,305</b>	<b>-429</b>	<b>-277</b>	<b>-461</b>	<b>-335</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>968</b>	<b>-101</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>363</b>	<b>692</b>	<b>496</b>	<b>-1,577</b>	<b>-313</b>	<b>-613</b>
<b>其他</b>	<b>-113</b>	<b>150</b>	<b>-388</b>	<b>-107</b>	<b>-113</b>	<b>-88</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>250</b>	<b>843</b>	<b>107</b>	<b>-715</b>	<b>-528</b>	<b>-701</b>
<b>现金净流量</b>	<b>67</b>	<b>44</b>	<b>-57</b>	<b>-18</b>	<b>-200</b>	<b>-100</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表(人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>244</b>	<b>581</b>	<b>418</b>	<b>400</b>	<b>200</b>	<b>100</b>
<b>应收款项</b>	<b>372</b>	<b>469</b>	<b>490</b>	<b>548</b>	<b>688</b>	<b>820</b>
<b>存货</b>	<b>635</b>	<b>532</b>	<b>1,012</b>	<b>889</b>	<b>1,115</b>	<b>1,330</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>63</b>	<b>167</b>	<b>229</b>	<b>216</b>	<b>271</b>	<b>324</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,313</b>	<b>1,748</b>	<b>2,148</b>	<b>2,053</b>	<b>2,275</b>	<b>2,574</b>
%总资产	42.3%	33.9%	38.3%	38.1%	40.2%	44.0%
<b>长期投资</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,353</b>	<b>2,831</b>	<b>2,906</b>	<b>2,979</b>	<b>3,078</b>	<b>3,006</b>
%总资产	43.6%	54.9%	51.8%	55.2%	54.3%	51.4%
<b>无形资产</b>	<b>402</b>	<b>530</b>	<b>518</b>	<b>353</b>	<b>306</b>	<b>266</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,789</b>	<b>3,407</b>	<b>3,463</b>	<b>3,338</b>	<b>3,390</b>	<b>3,278</b>
%总资产	57.7%	66.1%	61.7%	61.9%	59.8%	56.0%
<b>资产总计</b>	<b>3,103</b>	<b>5,156</b>	<b>5,611</b>	<b>5,392</b>	<b>5,665</b>	<b>5,852</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,120</b>	<b>1,736</b>	<b>1,858</b>	<b>852</b>	<b>708</b>	<b>179</b>
<b>应付款项</b>	<b>737</b>	<b>1,189</b>	<b>1,066</b>	<b>1,132</b>	<b>1,420</b>	<b>1,693</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>-9</b>	<b>73</b>	<b>81</b>	<b>89</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,880</b>	<b>2,952</b>	<b>2,914</b>	<b>2,057</b>	<b>2,209</b>	<b>1,962</b>
<b>长期贷款</b>	<b>60</b>	<b>465</b>	<b>839</b>	<b>502</b>	<b>333</b>	<b>249</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>247</b>	<b>239</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>1,940</b>	<b>3,664</b>	<b>3,992</b>	<b>2,559</b>	<b>2,542</b>	<b>2,210</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>964</b>	<b>1,067</b>	<b>1,226</b>	<b>2,419</b>	<b>2,689</b>	<b>3,188</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>198</b>	<b>424</b>	<b>394</b>	<b>414</b>	<b>434</b>	<b>454</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,103</b>	<b>5,156</b>	<b>5,611</b>	<b>5,392</b>	<b>5,665</b>	<b>5,852</b>

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.379	0.154	0.213	0.375	0.597	0.783
每股净资产	1.402	1.552	1.783	3.092	3.437	4.074
每股经营现金流	0.425	0.736	0.385	1.245	1.008	1.196
每股股利	0.056	0.040	0.000	0.050	0.050	0.050
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.51%	9.89%	11.96%	10.65%	15.26%	16.88%
总资产收益率	4.20%	2.05%	2.61%	4.78%	7.25%	9.19%
投入资本收益率	8.41%	7.88%	6.09%	8.21%	11.31%	14.32%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	39.84%	52.64%	0.73%	14.52%	25.59%	19.14%
EBIT增长率	-4.77%	70.13%	-4.34%	28.73%	35.12%	22.05%
净利润增长率	-13.35%	-18.93%	38.86%	75.70%	59.33%	31.08%
总资产增长率	32.66%	66.17%	8.84%	-3.92%	5.07%	3.30%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	16.1	13.4	15.1	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	35.7	22.7	29.9	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	20.1	17.5	20.3	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	68.6	79.7	97.1	89.6	73.8	61.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	80.55%	108.64%	140.75%	33.67%	26.92%	9.01%
EBIT利息保障倍数	4.3	2.9	2.6	4.6	9.6	17.4
资产负债率	62.53%	71.07%	71.14%	47.46%	44.88%	37.77%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	4	5	5
买入	5	7	8	9	10
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>2.00</b>	<b>1.86</b>	<b>1.77</b>	<b>1.73</b>	<b>1.73</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2008-06-24	买入	13.17	27.90 ~ 30.11
2 2008-07-03	买入	15.41	N/A
3 2008-07-15	买入	17.69	N/A
4 2008-07-22	买入	16.69	N/A
5 2008-08-07	买入	14.18	N/A
6 2008-10-31	买入	5.29	N/A
7 2009-03-17	买入	8.43	8.57 ~ 8.81
8 2009-08-26	买入	8.62	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10% - 10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我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。