



2009年1月21日

下调评级至“中性”

农业

中金公司研究部

分析员：袁霏阳 yuanfy@cicc.com.cn

联系人：杨柯 yangke@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

通威股份(600438/7.79 元)

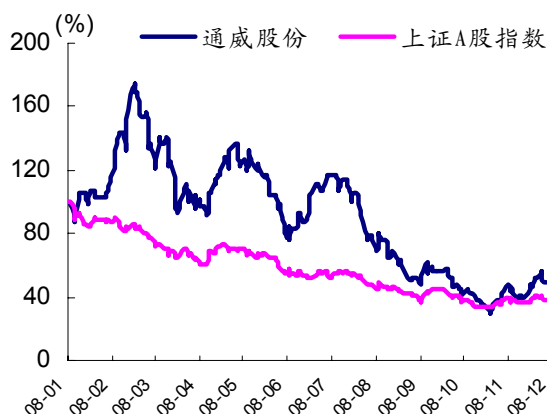
盈利持续增长面临压力

主要财务指标

(单位：人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
主营业务收入	3,671	4,827	6,694	9,842	11,128	11,614
(+/-%)	39.7	31.5	38.7	47.0	13.1	4.4
主营业务利润	391	512	542	1,071	1,248	1,134
(+/-%)	55.1	31.0	6.0	97.5	16.5	-9.1
净利润	123	147	130	202	242	205
(+/-%)	75.9	19.5	-11.2	55.2	19.9	-15.3
每股收益(基本, 元)	0.71	0.43	0.19	0.29	0.35	0.30
(+/-%)	75.9	-40.2	-55.6	55.2	19.9	-15.3
每股收益(全面摊薄, 元)	0.18	0.21	0.19	0.29	0.35	0.30
每股经营现金流(元)	0.98	0.13	0.43	0.91	0.76	0.84
市盈率(倍)	43.7	36.5	41.1	26.5	22.1	26.1
市净率(倍)	7.6	6.3	5.6	4.7	3.9	3.4
股价/经营现金	8.0	59.7	18.3	8.5	10.3	9.3
EV/EBITDA(倍)	28.2	20.2	20.3	10.7	8.3	9.6
净资产收益率(%)	17.5	17.3	13.5	17.6	17.6	13.2
投入资本回报率(%)	12.2	11.0	8.6	12.4	13.9	11.8
股息收益率(%)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4

A股	
股票代码	600438 CH
当前股价	人民币 7.79
日成交量(百万股)	7.9
52周最高价/最低价	人民币 26.64/4.4
总市值(百万元)	5,356
发行股数(百万股)	688
其中：流通股(百万股)	343
主要股东(持股比例)	通威集团有限公司(55.06%)

近期股价表现



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

投资要点：

08年四季度业绩预览：预计录得净利润0.3亿元，盈利源于多晶硅业务。08年前三季度公司已录得净利润1.71亿元，所以08年净利润同比应有大幅增长。

加工/养殖业务有望减亏，但会被饲料盈利下滑抵消：从业经验不断积累使得产业链延伸业务亏损额逐步缩减，预计09年食品加工与养殖业务可减亏近5000万元（预计08年此项业务亏损过亿）。公司09年饲料业务销售计划是增量保利，但我们认为畜禽养殖热情下滑后全行业饲料需求量难以提升，导致09年公司饲料销量大增计划难以实现且净利润将同比下滑，并抵消来自食品加工与养殖业务减亏金额。

低基数使得09年多晶硅盈利仍有大幅增长，但全球产能快速扩张导致远景黯淡：由于09年光伏产业需求仍有增长且大规模产能释放还未开始，届时多晶硅仍将新增大量盈利贡献。预计09年多晶现货售价跌至1000元/公斤，成本和费用约为700元/公斤（折合100美元/公斤），同样拥有闭环技术的江苏中能约为80-90美金/公斤），多晶硅盈利贡献可达1.2亿元。预计09年全球多晶硅产能扩大80%，10年又将同比增加40%，我们由此认为09年后多晶硅产业盈利前景令人担忧。

下调评级至“中性”：公司08年业绩虽有大幅增长，但考虑到多晶硅盈利占业绩比重不断扩大以及09年后盈利下滑担忧，我们认为09年存在平滑业绩可能导致当年盈利增速有限。从估值角度来看，09年起公司化工业务盈利将与饲料食品加工业务盈利平分秋色，与09年A股农业公司平均预测市盈率以及也从事多晶硅业务的川投能源相比，公司09年22倍的市盈率估值已不具备吸引力。同时，参考并不保守的分业务估值得出的公司09年目标股价为8.00元，距离当前股价仅有3%的上行空间，我们由此下调评级至“中性”。过去七周公司股价已累计上涨29%，我们建议投资者逢高减持。

风险提示：由于多晶硅部分成本及费用摊销年度还未明确，而且公司未来仍有再融资打算，可能导致08年起公司即采取平滑业绩手段，从而使得四季度净利润存在低于我们0.3亿元判断的风险。此外，对于个别饲料厂商出现三聚氰胺事件将对全行业造成影响的担忧，我们认为政府会吸取三聚氰胺事件教训不大张旗鼓地对产业链进行整顿。在与行业内人士交流后，我们了解到不少饲料厂商都存在核销受污染原料的情况，但核销原料只相当于半个至一个月用量，影响有限。

08 年四季度业绩预览

我们仍预计公司四季度将录得近 0.3 亿元净利润，业绩贡献来源于多晶硅业务。08 年前三季度公司已录得净利润 1.71 亿元，所以 08 年净利润同比应有大幅增长。

08 年 10 月多晶硅现货价格还在 3000 元/公斤左右时，公司出售了约 30 吨。11 和 12 月欧盟信贷收紧致使太阳能光伏需求大幅下滑时，公司共计售出 70 吨多晶硅，均价约为 1500-1600 元/公斤。考虑到投产初期单位摊销成本较高，保守预计成本及费用合计为 1200 元/吨（约合 175 美元/吨，具体数值还要视成本和费用摊销发生在 08 还是 09 年而定），得出四季度多晶硅净利润贡献 0.4 亿元（按 50%股权核算）。

四季度是公司饲料业务销售淡季，所以饲料业务基本没有盈利贡献，食品加工与养殖业务仍将延续前三季度亏损局面。

子公司四川永祥的 PVC 延伸业务—水泥业务已于 08 年四季度投产，但由于 PVC 产量大幅下滑导致水泥原料电石渣供应大幅缩减，所以我们并未在 08 年四川永祥盈利预测中纳入水泥业务业绩贡献。

加工/养殖业务有望减亏，但会被饲料盈利下滑抵消

08 年公司已对 07 年下半年收购的食品工厂与养殖工厂做了整顿与规范工作，并会在 08 年计提管理费用和资产减值损失，我们由此下调 08 年食品加工与养殖业务盈利贡献，预计 08 年该项业务亏损过亿。但我们认为，从业经验不断积累将使产业链延伸业务亏损额逐步缩减，预计 09 年食品加工与养殖业务将减亏近 5000 万元。

虽然产品结构优化（提高猪饲料产量，降低家禽饲料产量）以及 08 年上半年生猪养殖热情高涨带来的饲料毛利提升，使得 08 年饲料盈利贡献达到高峰。但畜禽养殖热情持续减退，使我们维持饲料业务景气高峰已过并将带来单位毛利贡献下滑的判断（饲料毛利率与下游需求相关，价格与原料成本相关）。

公司为了稳定饲料盈利贡献制定“增量保利”的销售策略，产量增长源于产能利用率提升。但我们认为畜禽养殖热情下滑后全行业饲料需求量难以提升，导致 09 年公司饲料销量大增计划难以实现且净利润将同比下滑，并基本抵消来自食品加工与养殖业务减亏金额。乐观估计，若 09 饲料业务增量保利目标能够实现，饲料和食品加工业务净利润将达 1.7 亿；悲观估计，09 年饲料业务净利润贡献同比减少 0.7 亿，饲料和食品加工业务净利润仅有 1.0 亿。

预计 2010 年，饲料和食品加工业务盈利贡献将有所回升，同比新增约 3000 万元盈利。

低基数使得 09 年多晶硅盈利仍有大幅增长，但全球产能快速扩张将导致远景黯淡

由于 08 年四季度多晶硅才正式投产，10 月份还遭遇电力供应中断影响，而且四季度时下游光伏企业因欧洲信贷收紧导致光伏组件出货量大幅减少并放慢了多晶硅采购，从而使得公司四季度多晶硅出货量不及产量并导致单位成本较高，所以 08 年多晶硅盈利贡献不会高。

09 年多晶硅仍有望新增大量盈利贡献：公司一期 200+800 吨产能生产线目前的月产量约为 65 吨，按照上半年 65 吨和下半年 70 吨月产量估算，全年产量为 810 吨。我们认为全年销售 800 吨不成问题，这是因为公司产量尚不到全球产量 1%；而且，根据我们新能源组预测，虽然受欧盟信贷收紧影响，光伏组件需求量将大幅低于过去两年 50-60% 的同比增速，但 09 年仍有 19% 的消费量增速；同时，光伏产业目前发展完全依赖政府补贴，虽有部分国家下调了扶持力度（德国光伏电价下调幅度最大，未来四年每年下调 10% 左右），但近期多晶硅价格大幅下滑（08 年硅片占光伏组件成本 75%）将带动 09 年光伏组件成本下调 30% 左右，所以 09 年补贴下调幅度不可能高于光伏组件售价下调幅度，使得使用者仍有动力采购。

由于全球产能进一步释放，我们预计 09 年公司多晶硅现货价格将由 08 年 11、12 月 1500-1600 元/公斤下滑至 1000 元/公斤，与江苏中能 09 年多晶硅现货合同价相当。成本和费用约为 700 元/公斤（折合 100 美元/公斤，同样拥有闭环技术的江苏中能大约为 80-90 美金/公斤），多晶硅盈利贡献将达 1.2 亿元（拥有四川永祥 50% 股权）。乐观估计成本费用合计为 600 元/公斤（折合 88 美元/公斤），多晶硅盈利贡献将达 1.6 亿元，悲观估计成本费用合计为 850 元/公斤，多晶硅盈利贡献将达 0.6 亿元。所以，09 年多晶硅仍将新增大量盈利贡献。

多晶硅业务远景黯淡不在于需求，而在于供给快速扩张：

多晶硅在各国政府政策扶持下，消费量仍将增长；但由于全球多晶硅厂商都在大规模扩大产能，致使我们不得不担心产能释放后，又将出现本世纪初多晶硅全行业亏损的局面（当时是因为 IT 泡沫破灭后 IC 级多晶硅产能大量转产光伏级多晶硅产能，造成供给陡然增加）。预计 09 年全球产能同比扩大 80%，从产能投产后的试产到完全达产需一年时间，也就是说 2010 年下半年全球多晶硅产销量将大增；而 2010 年全球产能又将同比增加 40%，我们由此认为 2009 年后多晶硅业务盈利前景令人担忧。

我们判断 2010 年售价和成本费用将进一步下跌至 700 元/公斤和 600 元/公斤，销量为 1000 吨，盈利贡献为 0.5 亿元，同比下滑 58%。

最后，考虑到房地产行业不明朗前景，化工业务中的 PVC 产销量和盈利都可能出现同比下滑甚至亏损，并导致水泥原料供应不足。我们盈利预测中假设 2009 和 2010 年 PVC 和水泥盈利贡献都为零。

预计公司仍有再融资需求

公司仍有继续做大饲料和多晶硅产业雄心，但因短期和长期负债合计已超过所有者权益，所以我们预计未来公司还是会通过再融资进行产能扩建。考虑到多晶硅未来前景不乐观，公司现已暂停自建二期两条 3000 吨多晶硅生产线计划，但不排除未来恢复多晶硅产能扩张的可能。虽然公司仍有大量信贷额度未用（乐山市为公司提供了多晶硅扩建专项贷款），但考虑到未来可能发生财务费用偿还风险，公司尚不打算靠借贷进行产能扩建。

因前期饲料产能扩张再融资计划受阻，公司打算通过自有资金小规模扩产，并通过提高现有产能利用率来达到产销量持续增长目标。此外，由于多晶硅业务前景不明朗，将使股权激励草案中所要求的每年 50%持续增长前景落空，前期宣布的股权激励草案可能搁浅。

下调评级至“中性”

公司 08 年业绩虽有大幅增长，但考虑到多晶硅盈利占业绩比重不断扩大以及 2009 年后盈利下滑担忧，我们认为

09 年存在平滑业绩与盈利增速放缓可能。从估值角度来看，09 年公司化工业务盈利将与饲料食品加工业务盈利平分秋色，与 09 年 A 股农业公司平均预测市盈率以及也从事多晶硅业务的川投能源相比，公司 09 年 22 倍的市盈率估值已不具备吸引力。此外，参考并不保守的分业务估值，得出的公司 09 年目标股价为 8.00 元，距离当前股价仅有 3% 的上行空间，我们由此下调评级至“中性”。我们赋予饲料与食品加工养殖业务 30 倍的市盈率，与行业平均水平基本相当；赋予化工业务 15 倍的市盈率，与川投能源市盈率水平相当。过去七周时间内公司股价已累计上涨 29%，我们建议投资者逢高减持。

风险提示：由于多晶硅部分成本及费用摊销年度还未明确，而且公司未来仍有再融资打算，可能导致 08 年起公司即采取平滑业绩手段，从而使得四季度净利润存在低于我们 0.3 亿元判断的风险。此外，对于个别饲料厂商出现三聚氰胺事件将对全行业造成影响的担忧，我们认为政府会吸取三聚氰胺事件教训不大张旗鼓地对产业链进行整顿。在与行业内人士交流后，我们了解到不少饲料厂商都存在核销受污染原料的情况，但核销原料只相当于半个至一个月用量，影响有限。

表 1：公司销售与盈利预测调整前后的变化

人民币：百万元	2008 E			2009 E			2010 E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
饲料产能(万吨)	640	500	-21.9%	640	500	-21.9%	640	500	-21.9%
饲料产销量(万吨)	340	293	-13.6%	368	326	-11.5%	397	336	-15.3%
产能利用率	53.1%	58.7%	5.6%	57.5%	65.1%	7.6%	62.0%	67.2%	5.2%
饲料单位售价(元/吨)	2,461	2,778	12.9%	2,373	2,677	12.8%	2,423	2,736	12.9%
饲料毛利率	8.9%	10.7%	1.9%	8.5%	9.6%	1.2%	8.5%	9.7%	1.2%
多晶硅产能(吨)	1,000	1,000	0.0%	1,000	1,000	0.0%	1,000	1,000	0.0%
多晶硅产销量(吨)	100	110	10.0%	600	800	33.3%	800	1,000	25.0%
多晶硅单位价格(元/公斤)	2,800	2,100	-25.0%	1,300	1,000	-23.1%	1,000	700	-30.0%
主营业务收入	10,112	9,842	-2.7%	11,434	11,128	-2.7%	12,527	11,614	-7.3%
饲料及产业链延伸业务	8,996	8,795	-2.2%	9,482	9,471	-0.1%	10,500	10,016	-4.6%
四川永祥	1,116	1,047	-6.2%	1,952	1,657	-15.1%	2,028	1,598	-21.2%
主营业务利润	1,076	1,071	-0.5%	1,402	1,248	-11.0%	1,480	1,134	-23.4%
饲料及产业链延伸业务	776	789	1.8%	787	815	3.6%	878	861	-1.9%
四川永祥	301	282	-6.3%	615	432	-29.7%	602	273	-54.7%
主营业务利润率	10.6%	10.9%	0.2%	12.3%	11.2%	-1.1%	11.8%	9.8%	-2.1%
饲料及产业链延伸业务	8.6%	9.0%	0.4%	8.3%	8.6%	0.3%	8.4%	8.6%	0.2%
四川永祥	26.9%	26.9%	0.0%	31.5%	26.1%	-5.4%	29.7%	17.1%	-12.6%
营业费用	318	305	-4.1%	430	340	-21.0%	468	348	-25.5%
管理费用	309	317	2.6%	400	344	-14.0%	434	351	-19.1%
财务费用	127	127	0.0%	156	156	0.0%	156	156	0.0%
资产减值损失	-1	39	n.m.	-1	1	n.m.	-1	1	n.m.
营业利润	347	347	-0.1%	445	437	-1.8%	456	313	-31.5%
营业利润率	3.4%	3.5%	0.1%	3.9%	3.9%	0.0%	3.6%	2.7%	-1.0%
所得税	56	56	-0.3%	70	69	-0.9%	73	52	-28.6%
少数股东损益	90	92	2.2%	145	129	-11.0%	137	62	-54.8%
净利润	204	202	-1.1%	234	242	3.6%	253	205	-18.9%
饲料及产业链延伸业务	125	121	-3.5%	100	124	24.3%	129	156	21.3%
四川永祥	79	81	2.5%	134	118	-11.8%	124	49	-60.4%
净利润率	2.0%	2.1%	0.0%	2.0%	2.2%	0.1%	2.0%	1.8%	-0.3%
总股本(百万股)	688	688	0.0%	688	688	0.0%	688	688	0.0%
每股收益(元)	0.30	0.29	-1.1%	0.34	0.35	3.6%	0.37	0.30	-18.9%

资料来源：中金公司研究部

表 2：通威股份分业务盈利情景分析

单位：百万元	08E	09E	09E 分业务乐观假设	09E 分业务悲观假设
饲料与食品加工养殖业务	120.9	124.2	170.0	100.0
四川永祥	81.2	118.2	160.0	60.0
通威股份净利润判断	202.1	242.4		

资料来源：中金公司研究部

表 3：各国光伏政策修订情况

	扶持政策	09年之后	扶持政策(更新)	趋势
美国	ITC退税：相当于投资成本的30%，居民项目退税不超过2000美元	→	1) 对于商用光伏项目的投资税减免延长8年；2) 住宅光伏项目的投资税减免政策延长2年；3) 取消每户居民光伏项目2000美元的减税上限。	增强
德国	固定电价：07年电价为38-49欧分，持续20年。地面新项目电价每年下降6.5%，建筑物新项目下降5%	→	1) 小型建筑物 (<100kW) 光伏新项目电价2009年降8%，2010年8%，2011年9%；2) 大型建筑物项目 (>100kW) 2009年降10%，2010年10%，2011年9%；3) 地面光伏新项目2009年降10%，2010年10%，2011-12年9%	削弱
西班牙	固定电价：23-44欧分，持续25年。之后按照一般市场电价的2.4倍给予光伏发电电价。	→	1) 屋顶项目固定电价降至33欧分；地面电站降至29欧分；2) 09年新增项目设置上限500MW (300MW屋顶 + 200MW地面电站)	削弱
意大利	固定电价：36-49欧分，持续20年。	→	09、10年固定电价下降2%，2010年将重新修订	削弱
法国	固定电价：BIPV55欧分，大型电站30-44欧分 (本土/海外)，持续20年。税收减免：50%。降低增值税：从19.6%减至5.5% (对于房龄两年以上的)	→	固定电价调整：将BIPV55欧分/度以及本土屋顶和电站30欧分/度的政策，统一为45欧分/度的新固定电价，以扩大补贴的范围。	增强
日本	08年财政预算中拨出50亿日元，为中小企业安装光伏系统 (50kW以上) 提供1/3的成本补助；对于每户家庭光伏系统补贴70000日元 (715美元)	→	09年4月起将对学校、医院、火车站的光伏项目补助从1/3提高到1/2	增强

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部新能源组

表 4：太阳能光伏需求量预测

	MW	2006	2007	2008E	2009E	2010E
德国		850	1100	1500	1700	2000
西班牙		97	512	800	500	500
美国		141	190	400	600	1400
日本		286	230	300	400	500
韩国		21	43	150	250	500
法国		14	45	150	250	300
意大利		12	50	150	200	400
中国		12	20	35	70	100
印度		12	20	150	300	400
葡萄牙		2	10	20	40	50
希腊		1.2	2	20	80	200
其他		155	170	250	300	500
合计		1603	2392	3925	4690	6850
增长率		14%	49%	64%	19%	46%

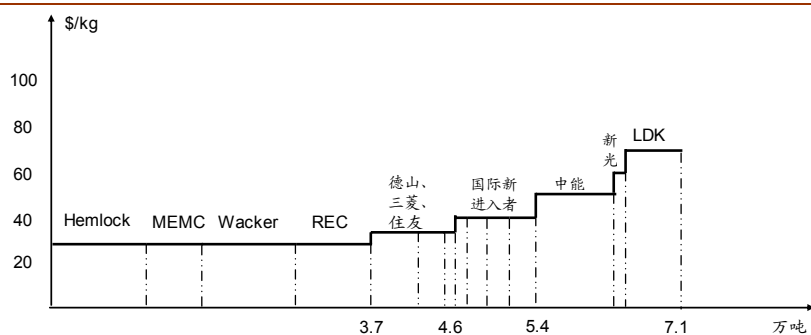
资料来源：EPIA，中金公司研究部新能源组

表 5：全球多晶硅产能扩张计划

单位：吨	2008	2009E	2010E	08-10 CAGR
中国多晶硅产能				
峨嵋半导体材料厂	700	2,200	6,700	
洛阳中硅高科	3,000	3,000	6,000	
四川新光硅业	1,260	1,260	7,260	
江苏中能光伏	3,000	15,000	15,000	
四川永祥(通威)	250	1,000	1,000	
江西赛维LDK	1,000	15,000	15,000	
重庆万州(大全)	1,500	4,000	10,000	
江苏顺大	1,500	3,000	3,000	
宜昌南玻硅材料(CSG)	1,500	4,500	4,500	
中国产能合计	13,710	48,960	68,460	123%
全球其他国家多晶硅产能				
Hemlock	19,000	19,000	36,000	
MEMC	8,000	11,500	15,000	
Wacker etc.	14,500	14,500	25,500	
REC	13,500	13,500	19,500	
Tokuyama	5,400	7,700	8,200	
Mitsubishi Material & Poly	3,450	3,690	4,059	
Sumitomo	700	700	770	
Solarworld	850	850	850	
DC Chemical	5,000	16,500	26,500	
Timminco	14,400	14,400	14,400	
RSI	1,000	24,000	29,000	
PV Crystalox	-	900	1,800	
Nitrol Solar	-	3,700	3,700	
全球其他国家产能合计	85,800	130,940	185,279	47%
全球产能合计	99,510	179,900	253,739	60%

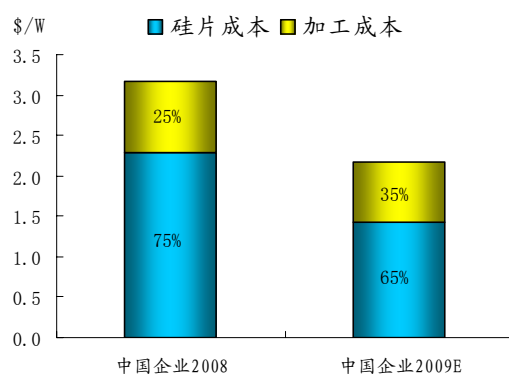
资料来源：EPIA，中金公司研究部新能源组

图 1：全球多晶硅成本曲线



资料来源：中金公司研究部新能源组

图 2：光伏组件成本构成及变化



资料来源：中金公司研究部新能源组

表 6: 主要盈利假设

	2003A	2004A	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E
饲料产能(万吨)	230	232	294	440	500	500	500	500
(+/-%)	0.0%	0.9%	26.7%	49.7%	13.6%	0.0%	0.0%	0.0%
饲料销量(万吨)	91	119	173	231	267	293	326	336
(+/-%)	19.6%	30.7%	45.6%	33.3%	15.5%	10.1%	11.0%	3.1%
产能利用率	39.6%	51.3%	58.9%	52.5%	53.3%	58.7%	65.1%	67.2%
单位售价(元/吨)	1,867	2,208	2,112	2,083	2,425	2,778	2,677	2,736
(+/-%)	3.4%	18.3%	-4.4%	-1.4%	16.4%	14.6%	-3.6%	2.2%
单位成本(元/吨)	1,660	1,996	1,889	1,863	2,225	2,480	2,420	2,470
(+/-%)	6.2%	20.3%	-5.4%	-1.4%	19.4%	11.5%	-2.4%	2.1%
饲料业务收入(百万元)	1,699	2,626	3,657	4,810	6,466	8,154	8,720	9,188
(+/-%)	23.6%	54.6%	39.3%	31.5%	34.4%	26.1%	6.9%	5.4%
饲料业务利润(百万元)	188	252	385	508	534	875	839	892
(+/-%)	2.1%	33.6%	53.1%	32.0%	5.0%	64.0%	-4.2%	6.4%
毛利率	11.1%	9.6%	10.5%	10.6%	8.3%	10.7%	9.6%	9.7%

资料来源: 中金公司研究部

表 7: 调整后的盈利预测及主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
损益表						
主营业务收入	3,671	4,827	6,694	9,842	11,128	11,614
主营业务利润	391	512	542	1,071	1,248	1,134
营业费用	-91	-132	-152	-305	-340	-348
管理费用	-123	-156	-176	-317	-344	-351
营业利润	186	246	218	434	593	469
财务费用	-17	-31	-54	-127	-156	-156
税前利润	161	218	178	350	441	319
净利润	123	147	130	202	242	205
每股盈利 (元)	0.71	0.43	0.19	0.29	0.35	0.30
每股股利 (元)	0.06	0.04	0.02	0.03	0.04	0.03
现金流量表						
经营活动现金流净额	168	45	292	629	522	577
投资活动现金流净额	-471	-403	-476	-596	-319	-264
融资活动现金流净额	77	309	251	-152	-175	-179
货币资金增加额	-226	-49	67	-119	28	135
货币资金期初余额	445	219	169	244	125	153
货币资金期末余额	219	169	236	125	153	288
资产负债表						
货币资金	219	169	244	125	153	288
应收账款	18	262	335	485	549	573
存货	326	576	635	841	947	1,004
长期投资合计	57	7	9	9	9	9
固定资产合计	648	959	1,347	1,825	1,892	1,938
无形资产及其他资产	117	284	402	483	479	474
资产合计	1,428	2,349	3,103	3,888	4,164	4,429
短期借款	191	567	1,020	1,275	1,275	1,275
应付账款	102	252	430	600	676	717
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	15	28	12	60	68	72
长期借款	155	-	60	227	227	227
股本	172	344	688	688	688	688
储备和未分配利润	530	504	277	464	686	867
负债和所有者权益合计	1,428	2,349	3,103	3,888	4,164	4,429
财务指标						
净债务/所有者权益	31.7%	70.4%	97.1%	119.6%	98.2%	78.1%
资产负债率	47.9%	56.2%	62.5%	69.4%	65.8%	63.5%
应收账款周转期 (天)	2	20	18	18	18	18
存货周转期 (天)	36	49	38	35	35	35
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
流动比率	1.1	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
主营业务利润率	10.6%	10.6%	8.1%	10.9%	11.2%	9.8%
EBIT 利润率	5.1%	5.1%	3.3%	4.4%	5.3%	4.0%
EBITDA 利润率	6.4%	6.8%	4.9%	6.3%	7.1%	6.0%
营业利润率	4.6%	4.4%	2.5%	3.5%	3.9%	2.7%
税前利润率	4.4%	4.5%	2.7%	3.6%	4.0%	2.7%
净利润率	3.3%	3.0%	1.9%	2.1%	2.2%	1.8%
营业、管理费用/营业收入	5.8%	6.0%	4.9%	6.3%	6.1%	6.0%
净资产收益率	17.5%	17.3%	13.5%	17.6%	17.6%	13.2%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

表 8：可比公司估值表

公司 (收益于2009-1-20)	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股农业																
獐子岛	中性	29.0	27.8	22.0	3.1	2.8	2.5	10.7	10.0	11.5	0.0	1.4	1.8	18.0	17.0	14.4
北大荒	中性	36.3	34.0	30.9	4.8	4.5	4.2	13.1	13.2	13.6	1.7	1.8	1.9	20.3	19.4	18.4
好当家	中性	24.0	23.7	21.3	3.1	2.8	2.5	12.9	11.8	11.9	0.8	0.8	0.9	16.0	15.7	14.5
新农开发	减持	547.1	150.0	51.3	2.5	2.5	2.4	0.5	1.7	4.7	0.1	0.3	1.0	24.2	19.0	15.3
中粮屯河	中性	37.9	32.0	24.4	3.9	3.5	3.1	10.3	10.9	12.5	0.0	0.0	0.0	17.0	15.3	12.8
南宁糖业	中性	22.8	19.9	11.5	1.8	1.7	1.6	8.0	8.8	13.7	2.2	2.5	4.4	7.6	6.9	5.5
东方海洋	中性	35.5	32.5	28.2	1.5	1.4	1.3	4.1	4.3	4.7	0.0	0.0	0.0	19.8	17.3	14.8
新五丰	中性	121.8	30.5	25.6	2.7	2.5	2.4	2.2	8.2	9.3	0.4	1.6	1.9	24.7	15.5	13.6
国投中鲁	中性	23.9	32.1	22.4	1.7	1.6	1.5	7.1	5.0	6.7	0.0	0.0	0.0	10.4	11.6	10.7
福成五丰	减持	55.1	47.4	46.7	3.0	2.9	2.8	5.4	6.0	5.9	0.7	0.8	0.9	33.2	28.0	27.6
丰原生化	回避	45.1	40.1	181.1	1.9	1.9	1.8	4.3	4.6	1.0	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
平均值		34.4	32.0	41.4	2.7	2.6	2.4	7.2	7.7	8.7	0.5	0.9	1.2	19.1	16.6	14.8
多晶硅可比公司																
光伏电池																
Q-Cell		12.6	11.8	7.7	1.1	1.1	0.9	9.1	9.0	11.3	0.0	0.0	0.0	10.3	8.8	6.0
无锡尚德		11.9	14.3	8.5	1.7	1.4	1.2	14.2	10.0	13.8	0.0	0.0	0.0	11.5	12.2	8.4
天威英利		6.9	5.6	4.6	1.1	0.9	0.7	15.5	15.4	15.2	0.0	0.0	0.0	6.0	5.0	4.0
晶澳太阳能		6.9	6.4	3.7	0.8	0.8	0.7	12.0	12.9	19.9	0.0	0.0	0.0	3.3	3.1	2.1
拓日新能		43.7	25.1	20.3	7.1	5.7	3.5	16.3	22.7	17.2	n.m.	n.m.	n.m.	37.5	23.2	14.4
多晶硅																
MEMC		4.5	6.0	5.3	1.5	1.2	1.0	32.7	20.3	18.4	0.0	0.0	0.0	2.4	3.0	2.3
Wacker		5.8	7.0	5.8	1.4	1.2	1.1	24.5	17.8	18.7	5.0	4.9	5.4	2.6	2.9	2.4
赛维LDK		5.4	4.9	2.8	1.5	1.3	1.0	28.0	25.7	34.4	0.0	0.0	0.0	6.2	4.5	2.8
川投能源		19.6	15.1	11.9	5.2	3.9	3.1	26.3	25.7	26.0	1.2	1.8	1.8	83.9	22.9	19.2
一体化光伏																
天威保变		27.6	20.4	15.7	7.8	5.7	4.4	28.0	28.1	28.2	0.7	1.1	1.6	26.0	17.9	14.6
REC		15.5	10.4	6.0	2.3	1.9	1.4	14.5	17.8	23.8	0.0	0.0	0.0	10.4	5.7	3.4
平均值		14.6	11.5	8.4	2.9	2.3	1.7	20.1	18.7	20.6	0.7	0.8	0.9	18.2	9.9	7.2
通威股份	中性	26.5	22.1	26.1	4.7	3.9	3.4	17.6	17.6	13.2	0.4	0.5	0.4	10.7	8.3	9.6

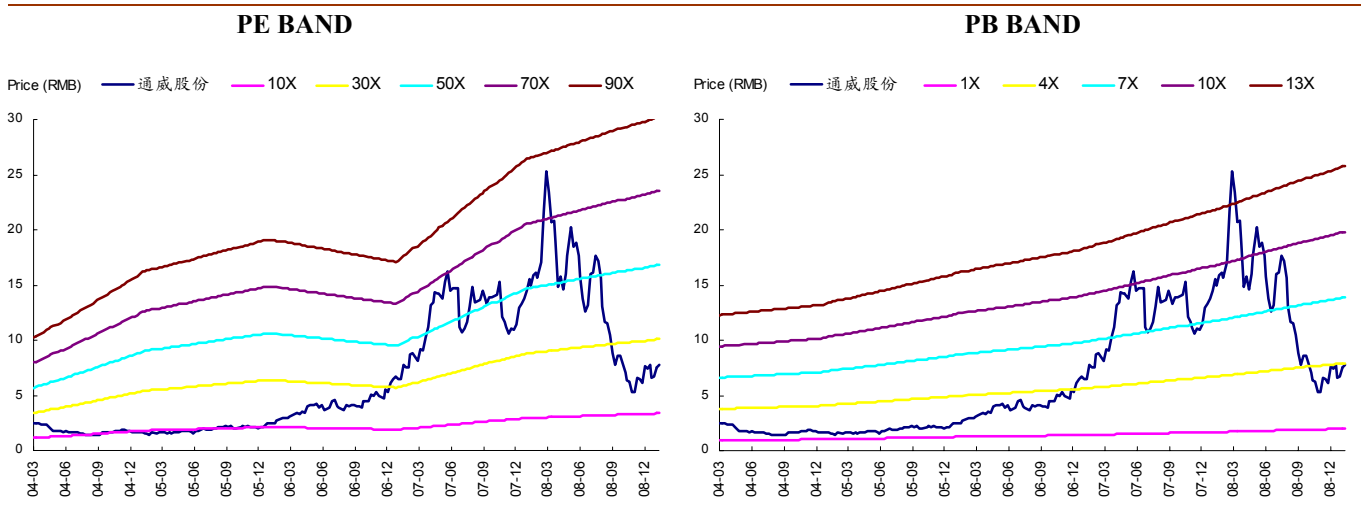
资料来源：万德资讯，彭博资讯，中金公司研究部

表 9：通威股份 09 年年末目标股价

	09E 净利润(百万元)	目标市盈率
饲料与食品加工养殖业务	124	30
四川永祥	118	15
总股本(百万股)	687.52	
09年年末目标股价	8.00	

资料来源：中金公司研究部

图 3：历史价格市盈率、市净率区间



资料来源：中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。