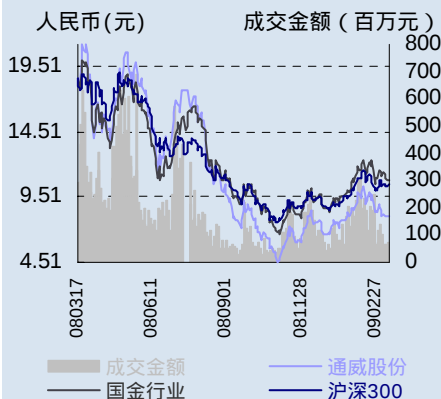


2009 年 03 月 16 日

 市价(人民币): 8.00元
 目标(人民币): 8.57-8.81元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 377.75
 总市值(百万元) 5,500.16
 年内股价最高最低(元) 21.22/4.51
 沪深 300 指数 2241.61
 上证指数 2153.29

相关报告

- 1 《饲料稳定增长,多晶硅量产在即》, 2008.10.31
- 2 《多晶硅修成正果,静待增发方案上会》, 2008.8.7
- 3 《增发预案亮相,中报略超预期》, 2008.7.22

谢刚

 (8621)61038269
 xieg@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@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)

——饲料、多晶硅双轮驱动, 09 年水泥成利润新军

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.178	0.219	0.189	0.205	0.338	0.423
净利润增长率	75.89%	22.51%	-13.35%	8.30%	64.90%	25.10%
先前预期每股收益(元)	0.178	0.219	0.189	0.291	0.514	0.871
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.281	0.361	0.381
市盈率(倍)	15.79	30.97	72.48	39.19	23.65	18.91
行业优化市盈率(倍)	22.88	28.53	60.59	40.39	40.39	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
股息率	0.50%	0.30%	0.19%	0.36%	0.59%	0.74%
PE/G(倍)	0.21	1.38	-5.75	4.72	0.36	0.75
净资产收益率	17.47%	17.73%	5.21%	5.38%	8.25%	9.47%
每股净资产(元)	4.09	2.47	3.64	3.81	3.52	4.52
市净率(倍)	2.76	5.49	3.78	2.11	2.27	1.77
每股经营性现金流(元)	0.98	0.13	0.43	0.96	0.98	1.98
已上市流通A股(百万股)	60.00	138.00	343.37	377.75	377.75	377.75
总股本(百万股)	171.88	343.76	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: 我们大幅下调 09、10 年盈利预测, 主要是不考虑通威永祥未来新建 3 × 3000t 多晶硅生产线的可能。

基本结论、价值评估与投资建议

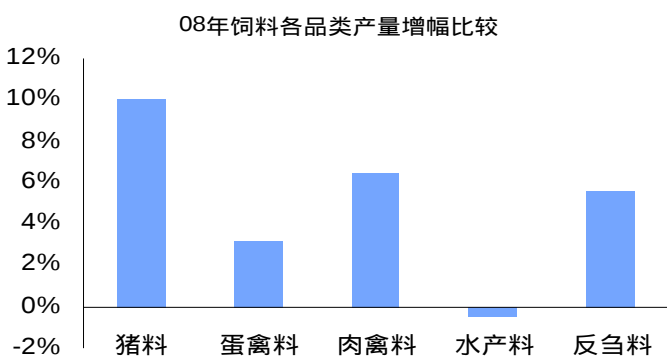
- 作为全国乃至全球水产饲料行业龙头的通威近两年来加快了多元化步伐, 但效果不尽人意, 因此, 我们判断公司进行业务整合将是大势所趋。作为核心业务的饲料与多晶硅将成为驱动业绩增长的两大引擎, 而曾被寄予厚望的食品板块将酝酿变局。
- 2008 年生猪行业养殖情势的好转推动猪饲料销售放量, 价格与毛利率也稳步走高, 拉动通威饲料业务盈利迅猛增长。2009 年, 饲料业务将面临畜禽养殖效益下滑的困境, 但面临玉米、豆粕成本双降之契机, 因此虽然饲料业务增速回落, 但保持盈利平稳仍可期待。
- 一直倍受瞩目的通威永祥股份多晶硅业务表现可圈可点。目前已经实现了稳定生产, 我们预计 09 年公司将实现 720 吨左右的产量, 为母公司贡献 1.1 亿元左右的净利润, 占上市公司该年净利润的 48% 左右。
- 在不考虑未来新建 3 × 3000t 多晶硅生产线的情况下, 我们预计通威 08-10 年分别实现净利润 141.0、232.6、290.9 百万元, 同比增长 8.3%、64.9%、25.1%, EPS 为 0.205、0.338、0.432, 其中多晶硅 09 年利润有望翻番, 贡献 0.162 元 EPS, 成为业绩增长的主要推动力。
- 根据多业务分拆估值, 我们给予通威股份目标价位 8.57-8.81 元, 维持“买入”建议。

08 年生猪养殖恢复拉动猪饲料销量增长，09 年增速将回落

受益生猪养殖量恢复，08 年猪饲料产量增长 10%，居于各饲料品类之首

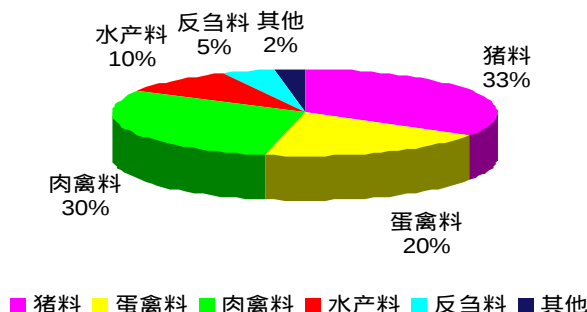
- **08 年上半年我国生猪养殖量迅速恢复。**由于 2007 年国家连续出台养殖补贴、保险等多项有利政策扶持生猪生产，2008 年我国生猪养殖量迅速恢复。08 年，我国猪肉总产量达 4615 万吨，增长 7.6%；牛肉产量 610 万吨，下降 0.5%；羊肉产量 376 万吨，下降 1.8%；牛奶产量 3651 万吨，增长 3.6%；禽蛋产量 2638 万吨，增长 4.3%。
- **08 年末，我国生猪存栏量 46264 万头，增长 5.2%，年内生猪出栏 60960 万头，增长 7.9%，一举扭转了 07 年下滑的势头。**
- **生猪养殖恢复有力拉动了饲料需求。**猪饲料产量将达到 4400 万吨，同比增长 10.0%。一举扭转 2007 年猪饲料产量下滑的趋势。

图表1：08 年我国饲料产量增速：猪料增幅居首



来源：国金证券研究所

图表2：2008 年我国各类饲料产量结构

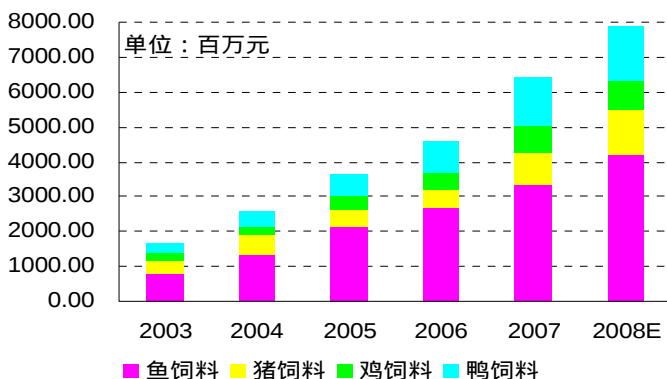


- **预计 08 年猪饲料产量增长 10%，增幅居于饲料各品类之首。**我们预计，08 年我国饲料总产量在 13132 万吨，同比增长 6.5%，其中猪饲料产量达到 4400 万吨，同比增长 10%，增幅高于蛋禽饲料 3.2%、肉禽饲料 6.5%、水产饲料-0.5%、反刍料 5.6%的增幅。

全行业水产饲料销量下滑，通威水产饲料逆市取得 13% 的增长，殊为不易

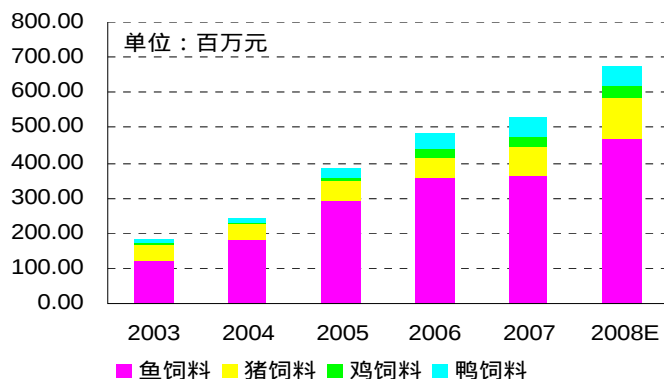
- **全国水产饲料滑坡。**08 年是水产养殖较为困难的一年，年初南方广东、浙江等省份遭遇冰冻雨雪灾害，造成鱼虾等大量水产品死亡；此外，部分进口国对我国出口产品采取更加严格的检测标准，鳗鱼、对虾等水产品出口受阻，水产养殖量有所减少，导致水产饲料需求不旺、产量下滑。预计 08 年全国水产饲料产量 1320 万吨，同比下降 0.5%。

图表3：通威饲料业务销售额的分产品构成（百万元）



来源：国金证券研究所

图表4：通威饲料业务销售毛利分产品构成（百万元）



- 在行业形势不佳的背景下，通威水产饲料仍取得了 13% 左右的增长，客观来说殊为不易。
- 作为全国水产饲料的龙头企业，通威水产饲料占自身饲料业务的比重一直较高（约占饲料销量的 50%），因此，水产饲料 08 年整体表现欠佳使得通威饲料板块没有获得预期之外的惊喜。

基于原料涨价推动和下游需求拉动，08 年公司各类饲料产品大幅涨价，导致毛利率止跌回升

- 08 年上半年原料价格上涨，饲料企业成本承压。08 年上半年，玉米、豆粕等原料价格大涨，推动饲料成本持续走高；与此同时，下游养殖行业如生猪、水产品、鸡鸭产品价格出现了更大程度的上涨，因此，饲料企业得能向下游转嫁成本压力。
- 玉米、豆粕是畜禽饲料最主要的原料，其中玉米占畜禽原料成本近 50%，占水产饲料原料成本的 20%，水产饲料原料成本的一半是豆粕，鱼粉约占 6% 左右。通常情况下，玉米与豆粕价格上涨饲料企业的单位毛利都是下降的，除非下游养殖业景气高涨，能够充分吸纳上游的成本转嫁。

图表5：08 年我国玉米价格冲高回落（元/吨）



图表6：08 年我国豆粕价格冲高回落（元/吨）



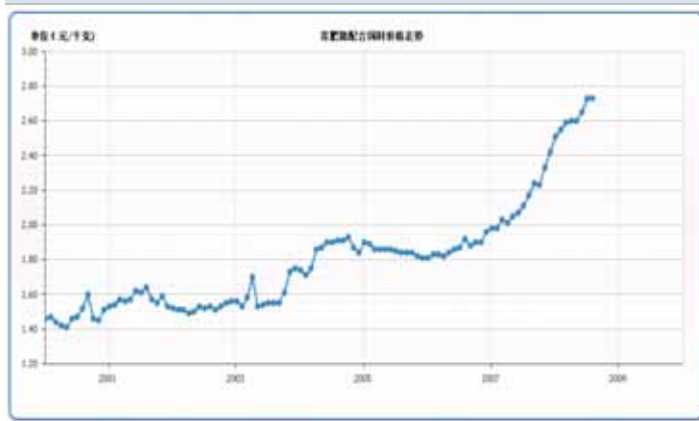
来源：国金证券研究所

- 由于养殖需求旺盛，饲料产品通过提价，能够完全转嫁原料成本的涨幅。我们判断，08 年上半年，通威旗下的饲料分子公司采取了灵活及时的提价策略，多次小幅上调各档饲料产品的价格，最终使得公司饲料业务的总体盈利水平大幅提升。
- 我们预计 08 年通威饲料业务的毛利率止跌回升至 8.5% 左右。

图表7：08 年猪饲料价格明显高于前几年（元/公斤）

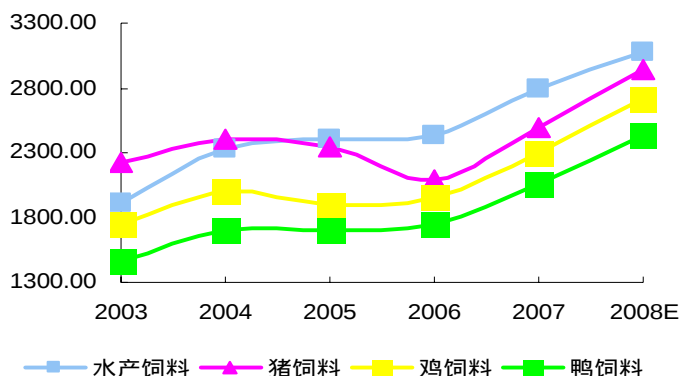


图表8：08 年猪饲料价格持续走高（元/公斤）



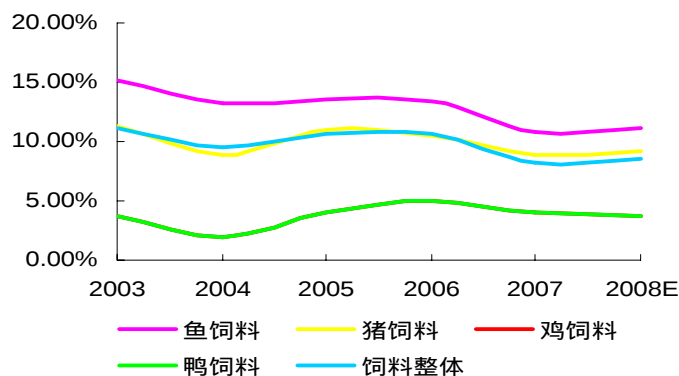
来源：国金证券研究所

图表9：08年通威各类饲料产品价格上涨明显（元/吨）



来源：国金证券研究所

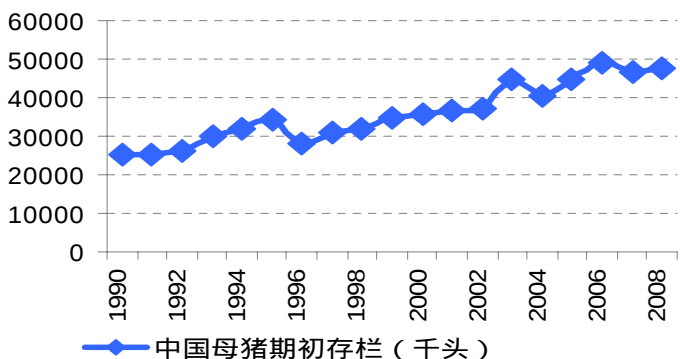
图表10：通威饲料业务毛利率止跌回升至8.5%



09年公司饲料业务展望：增速将明显回落

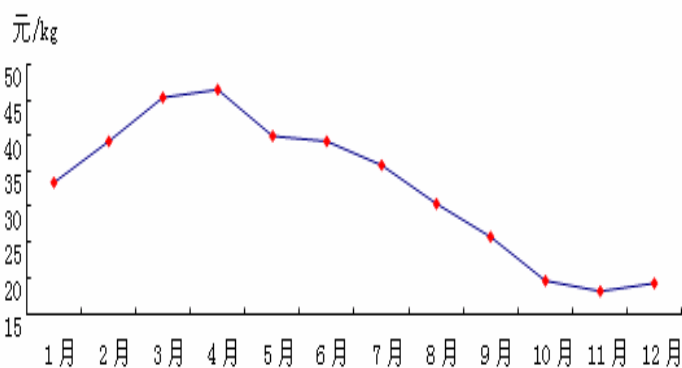
- 对 09 年饲料行业的增速进行预测，主要考虑生猪养殖情势，以及玉米、豆粕等原料的价格走势。
- 养猪效益出现亏损，但存栏量仍居高不下。2008 年 11 月份全国生猪存栏数为 4.49 亿头，以平均 1.33 的出栏率计算，预测 2009 年总的生猪出栏数仍为约 6 亿头，约合 4900 万吨猪肉产量，这个产量和 2008 年相比基本持平，意味着今年全社会总的猪肉供应量与 2008 年比较也是基本持平的。

图表11：2008年末，我国能繁母猪维持高位（千头）

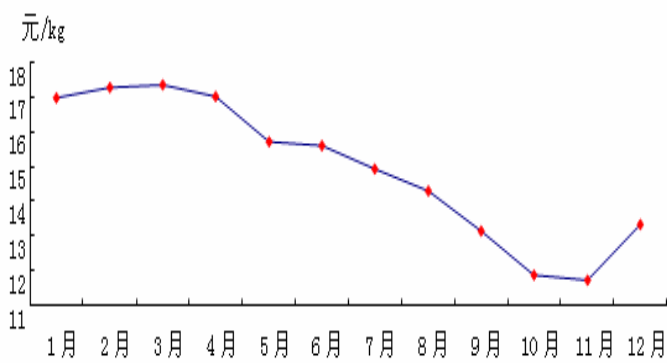


来源：国金证券研究所

图表12：08年2季度以来，我国仔猪价格持续回落

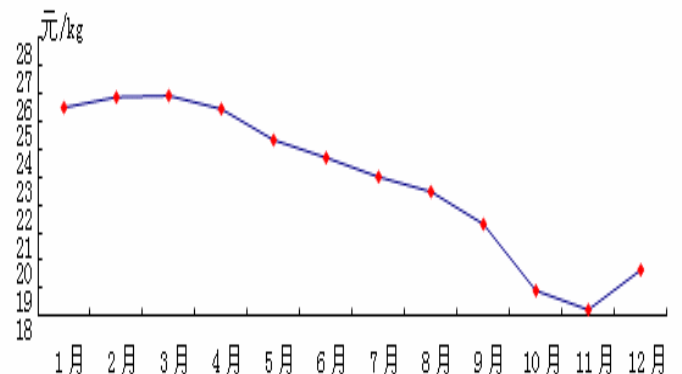


图表13：08年2季度以来，我国生猪价格持续回落



来源：国金证券研究所

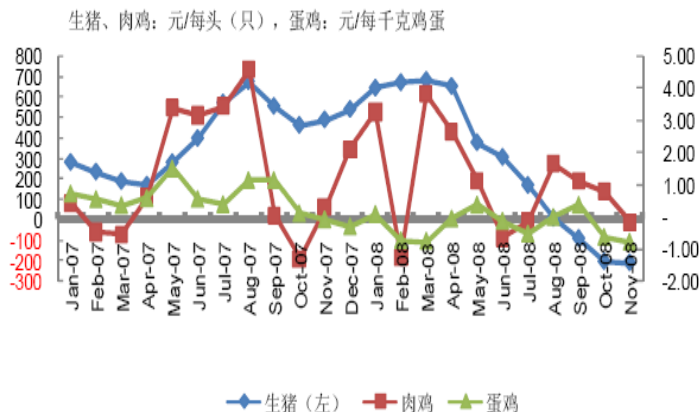
图表14：08年2季度以来，全国猪肉价格持续回落



- 由于生猪收购价持续下跌，养殖效益已经临破盈亏平衡点，目前全国范围内统计，每头猪养殖亏损 200 元左右，养鸡也陷入亏损。据对 6000 户生

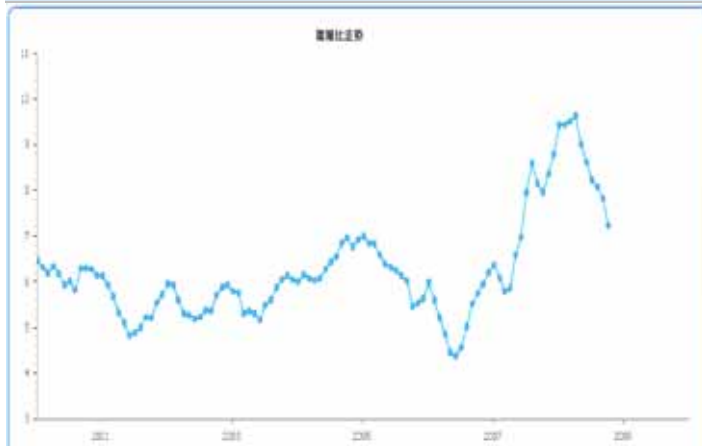
猪定点监测户的效益核算，08 年 10 月份平均出栏头重 107.4 公斤，出栏一头肥猪平均获利仅 23 元，比 08 年 1 月份减少 543 元，到 12 月底时，平均每头猪养殖亏损 200 元左右；对多数高价购进仔猪育肥的散养户而言，出栏时又遇到肥猪价格低谷，亏损幅度更加严重。

图表15：08 年底，我国畜禽养殖已经步入亏损



来源：国金证券研究所

图表16：09 年 1 季度，我国猪粮比仍有下跌空间

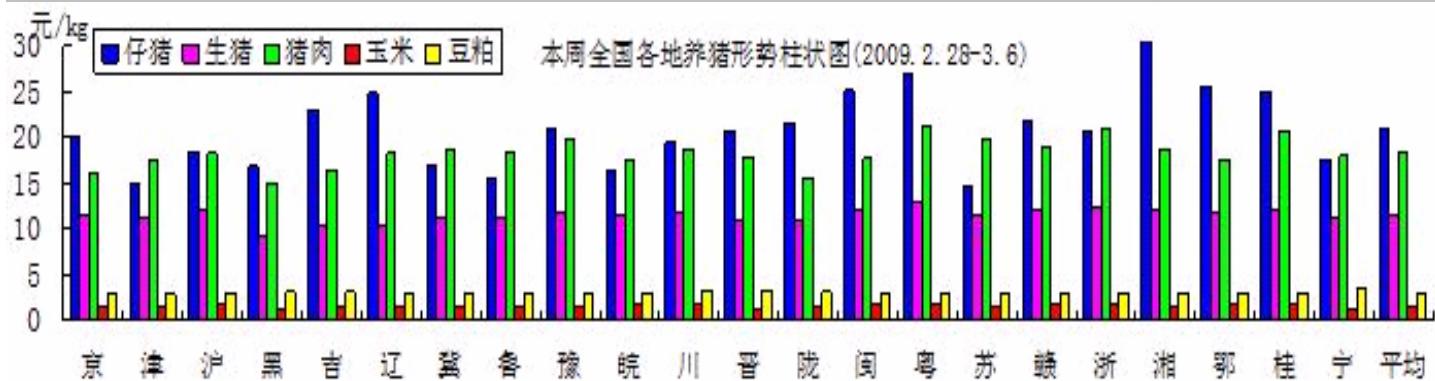


- 08 年 11 月初的鸡蛋三聚氢胺事件导致鸡蛋价格下跌，加上禽流感疫情和经济危机影响，消费大幅下滑，养鸡也陷入全行业亏损。
- 全行业来看，我们判断 2009 年猪料与鸡鸭料的销量增速将大幅回落，但通威有可能在 09 年加大畜禽料的销售推广力度，因此，规模增速要较行业高。通威不仅原来的饲料厂可通过市场深度营销扩张产能近 10%左右，而且越南 30 万吨饲料厂将投入运营，预计产生 10-15 万吨左右的销量。
- 08 年水产养殖产量增长约 4.5%，但由于受天气灾害等意外因素影响，全国水产饲料销量表现为负增长，假定不发生大的意外天气，我们认为 09 年公司水产饲料仍将实现正增长，但增速回落至 10%以内。08 年水产品产量 4895 万吨，增长 3.1%。其中，养殖水产品产量 3426 万吨，增长 4.5%；捕捞水产品产量 1469 万吨，与上年持平。

09 年公司饲料业务展望：饲料原料价格下跌，为饲料产品降价提供了空间

- 由于原料价格大幅回落，这为饲料产品降价提供了空间，饲料降价有利于减产下游畜禽养殖户的直接养殖成本，刺激养殖量的扩大和饲料采购量的回升，我们预计 09 年通威股份各类饲料销售价格均将同比下降。
- 考虑到鸡鸭养殖亏损较鱼和生猪亏损更严重，我们预计通威 09 年鸡鸭饲料价格同比下降 5%，而水产饲料和猪饲料销售均价同比下降 2%。

图表17：09 年 3 月初，我国多数地区猪价、肉价、玉米和豆粕价格仍在下跌



来源：国金证券研究所

图表18：通威股份饲料分类预测

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
鱼饲料								
平均售价（元/吨）	1,905.30	2,330.00	2,400.00	2,430.00	2,794.50	3,073.95	2,981.73	3,130.82
增长率（YOY）	N/A	22.29%	3.00%	1.25%	15.00%	10.00%	-3.00%	5.00%
销售数量（万吨）	41.22	58.37	89.67	110.00	121.00	137.09	149.43	164.37
增长率（YOY）	N/A	41.61%	53.62%	22.67%	10.00%	13.30%	9.00%	10.00%
销售收入（百万元）	785.4	1,360.0	2,152.1	2,673.0	3,381.3	4,214.2	4,455.6	5,146.3
增长率（YOY）	N/A	73.17%	58.24%	24.21%	26.50%	24.63%	5.73%	15.50%
毛利率	15.23%	13.30%	13.50%	13.40%	10.80%	11.10%	10.85%	11.05%
销售成本（百万元）	665.8	1,179.1	1,861.5	2,314.8	3,016.2	3,746.4	3,972.2	4,577.6
增长率（YOY）	N/A	77.11%	57.87%	24.35%	30.30%	24.21%	6.03%	15.24%
毛利（百万元）	119.6	180.9	290.5	358.2	365.2	467.8	483.4	568.7
增长率（YOY）	N/A	51.23%	60.62%	23.29%	1.96%	28.09%	3.35%	17.63%
占总销售额比重	46.24%	51.74%	58.62%	55.38%	50.10%	44.51%	42.19%	42.48%
占主营业务利润比重	63.52%	71.77%	74.30%	69.90%	64.66%	50.15%	39.20%	41.59%
猪饲料								
平均售价（元/吨）	2,228.04	2,400.00	2,350.00	2,091.50	2,491.50	2,939.97	2,881.17	2,996.42
增长率（YOY）	N/A	7.72%	-2.08%	-11.00%	20.00%	18.00%	-2.00%	4.00%
销售数量（万吨）	18.27	22.24	21.39	25.67	35.94	42.94	51.53	59.26
增长率（YOY）	N/A	21.73%	-3.82%	20.00%	40.00%	19.50%	20.00%	15.00%
销售收入（百万元）	407.1	533.8	502.7	536.8	895.3	1,262.5	1,484.7	1,775.7
增长率（YOY）	N/A	31.12%	-5.83%	6.80%	66.78%	41.01%	17.60%	19.60%
毛利率	11.29%	8.80%	10.90%	10.50%	8.90%	9.20%	8.95%	9.15%
销售成本（百万元）	361.1	486.8	447.9	480.5	815.6	1,146.3	1,351.8	1,613.2
增长率（YOY）	N/A	34.81%	-7.99%	7.28%	69.76%	40.55%	17.92%	19.34%
毛利（百万元）	46.0	47.0	54.8	56.4	79.7	116.1	132.9	162.5
增长率（YOY）	N/A	2.21%	16.65%	2.88%	41.36%	45.76%	14.40%	22.27%
占总销售额比重	23.97%	20.31%	13.69%	11.12%	13.27%	13.34%	14.06%	14.66%
占主营业务利润比重	24.41%	18.64%	14.01%	11.00%	14.11%	12.45%	10.77%	11.88%
鸡饲料								
平均售价（元/吨）	1,749.85	2,000.00	1,900.00	1,950.00	2,301.00	2,715.18	2,579.42	2,798.67
增长率（YOY）	N/A	14.30%	-5.00%	2.63%	18.00%	18.00%	-5.00%	8.50%
销售数量（万吨）	12.21	12.77	18.25	25.55	33.22	31.55	33.13	36.45
增长率（YOY）	N/A	4.59%	42.91%	40.00%	30.00%	-5.00%	5.00%	10.00%
销售收入（百万元）	213.7	255.4	346.8	498.2	764.3	856.8	854.6	1,020.0
增长率（YOY）	N/A	19.54%	35.77%	43.68%	53.40%	12.10%	-0.25%	19.35%
毛利率	3.73%	2.00%	4.00%	5.00%	4.00%	3.65%	3.42%	3.62%
销售成本（百万元）	205.7	250.3	332.9	473.3	733.7	825.5	825.4	983.1
增长率（YOY）	N/A	21.69%	33.00%	42.19%	55.01%	12.51%	-0.01%	19.10%
毛利（百万元）	8.0	5.1	13.9	24.9	30.6	31.3	29.2	36.9
增长率（YOY）	N/A	-35.90%	171.53%	79.61%	22.72%	2.29%	-6.54%	26.33%
占总销售额比重	12.58%	9.72%	9.44%	10.32%	11.32%	9.05%	8.09%	8.42%
占主营业务利润比重	4.23%	2.03%	3.55%	4.86%	5.41%	3.35%	2.37%	2.70%
鸭饲料								
平均售价（元/吨）	1,463.57	1,700.00	1,700.00	1,750.00	2,065.00	2,436.70	2,314.87	2,511.63
增长率（YOY）	N/A	16.15%	0.00%	2.94%	18.00%	18.00%	-5.00%	8.50%
销售数量（万吨）	18.45	24.55	36.96	51.74	67.27	63.90	67.10	73.81
增长率（YOY）	N/A	33.06%	50.55%	40.00%	30.00%	-5.00%	5.00%	10.00%
销售收入（百万元）	270.0	417.4	628.3	905.5	1,389.1	1,557.1	1,553.3	1,853.8
增长率（YOY）	N/A	54.56%	50.55%	44.12%	53.40%	12.10%	-0.25%	19.35%
毛利率	3.67%	2.00%	4.00%	5.00%	4.00%	3.65%	3.40%	3.60%
销售成本（百万元）	260.1	409.0	603.2	860.2	1,333.5	1,500.3	1,500.4	1,787.1
增长率（YOY）	N/A	57.24%	47.48%	42.62%	55.01%	12.51%	0.01%	19.10%
毛利（百万元）	9.9	8.3	25.1	45.3	55.6	56.8	52.9	66.7
增长率（YOY）	N/A	-15.77%	201.10%	80.15%	22.72%	2.29%	-7.08%	26.37%
占总销售额比重	15.90%	15.88%	17.11%	18.76%	20.58%	16.45%	14.71%	15.30%
占主营业务利润比重	5.26%	3.31%	6.43%	8.84%	9.84%	6.09%	4.28%	4.88%
其他饲料								
平均售价（元/吨）	0.84	0.99	0.92	1.795	0	0.09	0.00	0.00
销售收入（百万元）	22.5	62.1	41.5	213.0	35.8	44.7	50.6	56.1
增长率（YOY）	N/A	-14.38%	-33.09%	412.66%	30.00%	25.00%	13.00%	11.00%
毛利率	21.66%	17.27%	16.17%	13.00%	8.00%	6.00%	5.50%	5.70%
销售成本（百万元）	17.6	51.4	34.8	185.3	32.9	42.1	47.8	52.9
增长率（YOY）	N/A	-4.35%	-32.20%	432.02%	-82.23%	27.72%	13.60%	10.77%
毛利（百万元）	4.9	10.7	6.7	27.7	2.9	2.7	2.8	3.2
增长率（YOY）	N/A	N/A	-37.38%	312.26%	-89.66%	-6.25%	3.58%	15.04%
占总销售额比重	1.32%	2.36%	1.13%	4.41%	0.53%	0.47%	0.48%	0.46%
饲料合计								
平均售价（元/吨）	1,884.16	2,228.96	2,208.07	2,266.39	2,511.80	2,880.40	2,788.49	2,950.64
增长率（YOY）	N/A	18.30%	-0.94%	2.64%	10.83%	14.67%	-3.19%	5.81%
销售数量（万吨）	90.15	117.93	166.27	212.96	257.42	275.49	301.19	333.89
增长率（YOY）	N/A	30.82%	40.99%	28.08%	20.87%	7.02%	9.33%	10.86%
销售收入（百万元）	1,698.6	2,628.6	3,671.4	4,826.5	6,465.8	7,935.3	8,398.8	9,851.9
增长率（YOY）	N/A	-14.38%	39.67%	31.46%	33.96%	22.73%	5.84%	17.30%
毛利率	11.09%	9.59%	10.65%	10.62%	8.26%	8.50%	8.35%	8.51%

来源：国金证券研究所

通威永祥的多晶硅今年将实现量产，贡献 1.1 亿元净利润，同比翻番，成为 09 年通威业绩增长的最大推力

多晶硅行业：09 年仍呈现供不应求，盈利前景仍值得期待

- 根据国金证券新能源行业分析师张帅的观点，虽然经历了 08 年 4 季度雪崩式的价格下跌，但供求分析显示，多晶硅 09 年盈利前期仍值得期待。

09 年多晶硅产量：国外产量 4.6 万吨，国内 1.4 万吨，总产量 6 万吨

- **09 年国外多晶硅产量 4.6 万吨。**传统大厂 09 年产量约为 3.6 万吨，其他多晶硅企业产量 1 万吨，09 年国外的多晶硅总产量为 4.6 万吨：
- ◆ 2008 年全球主要多晶硅大厂产能接近翻番，从下表可以看到，2008 年底的大厂太阳能级多晶硅产量有望达到 27350 吨，2009 年产能将达到 38250 吨；

图表19：全球多晶硅大厂扩产计划（吨）

S-grade	Country	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
Tokuyama	Japan	1200	1400	1400	1400	1500	1900	1900
Hemlock	US	2100	2100	3000	5000	7100	9500	14000
AsiMI(REC)	US	150	200	1500	1500	3000	3000	3000
SGS	US	2200	2200	2200	2200	8500	11500	13500
MEMC	US	0	0	1100	1100	3000	3500	5000
Mitsubishi	US	100	100	100	150	150	150	150
Mitsubishi	Japan	100	200	200	200	200	200	200
Wacker	German	1800	1900	2800	2800	5500	8500	15500
Sumitomo Titanium	Japan	0	0	0	0	0	0	0
MEMC	Italy	0	0	0	0	0	0	0
Sum		7650	8100	12300	14350	28950	38250	53250

来源：国金证券研究所

- ◆ 具体看，SGS 规模全球最大，达到 11500 吨，将率先达到万吨规模；Hemlock 紧随其后，产能达到 9500 吨，居次席；Wacker 则以 8500 吨的产能居第三、与 SGS 同属 REC 的 AsiMI 仍维持三千吨的产能；
- ◆ 大厂的扩产中，部分采用新技术，如 Wacker 和 REC 采用 FBR 法，从目前的情况看，新技术产能的进展速度落后于预期；
- ◆ 受 Moses Lake 项目推迟的影响，REC 预计 08 年公司粒状多晶硅产量仅 400 吨，全年的多晶硅产量也从之前预期的 8000 吨降至 7000 吨。

图表20：国外多晶硅其他进入者

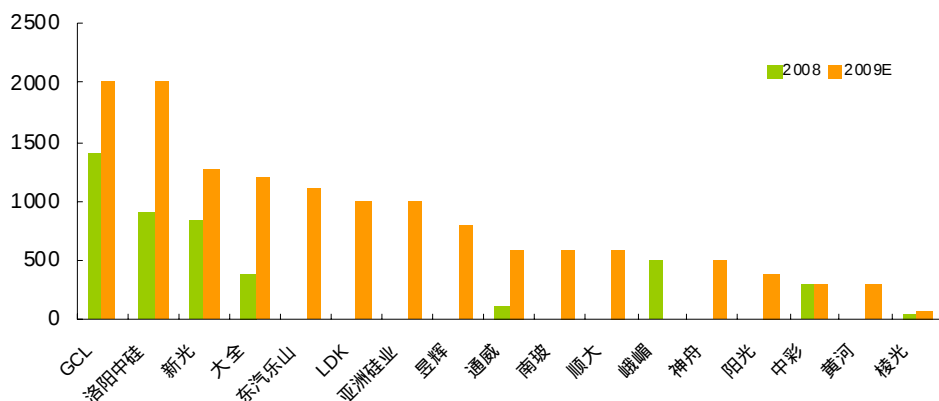
	Country	invest	volume	rating	d	tech
Silicio Energía	Spanish	€250 m	2500		2009	
Elkem Solar	Norway	2.7b NOK	5000	mid	2008	
NS Solar Material	Japan	10 million y	500	turn	2007.	
JFE	Japan		100			NKK & Kawasaki
DC Chemical	South Korea	\$260m	1800			silane gas Sodiff Advanced Materials
JSSI	German		850	2008		silane gas
Crystal Systems	US		200			Heat Exchanger Method (HEM)
Hoku Materials	US	\$260m	2000			
Photon Power Technologies (PF	France		2000~3000			
M.SETEK	Japan		5000	late	2007	
Sharp	Japan	41.1 millio	500	late	2008	
Горно-химически	Russia	\$120m	1000	ary, 1st, 2006p	to 4000t/y in future	

来源：国金证券研究所

- **国内企业的情况存在变数，我们倾向于认为 09 年国内产量为 1.4 万吨：**
- ◆ 国内多晶硅的基础相对较弱但发展神速，2007 年产量为 1000 吨，2008 年增至上年的 5 倍，4800 吨，我们预计 2009 年产量为 14000 吨，是上年的 3 倍；
- ◆ 09 年国内主要的多晶硅供应商仍是 08 年的前面几家——徐州中能、洛阳中硅、新光硅业、通威永祥股份等；
- ◆ 预计 09 年有合格多晶硅供给的几大厂家将累计生产多晶硅 14000 吨；

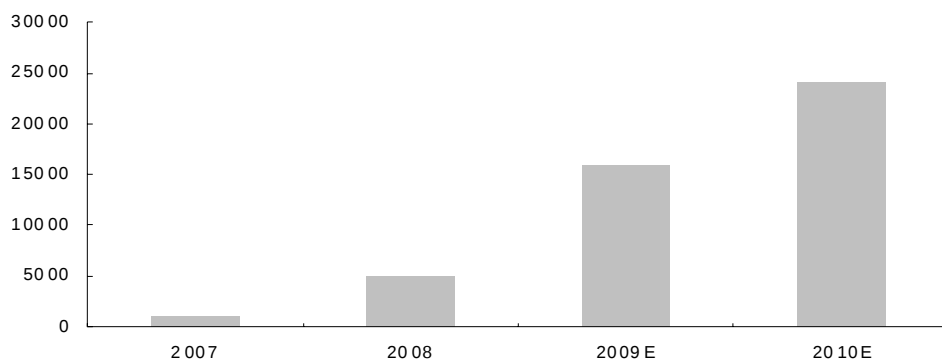
- ◆ 需要提示的是，在目前背景下，部分在建多晶硅厂已经出现了资金紧张的情况，甚至有些已经易主，行业供给可能不如业内预期的大。

图表21：国内各厂2008年与2009年多晶硅产量



来源：国金证券研究所

图表22：中国多晶硅产量增长迅速（吨）



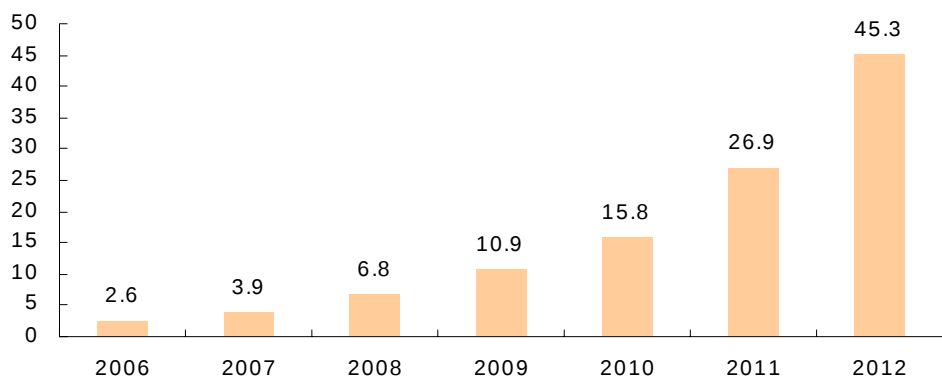
来源：国金证券研究所

- 综合国内外，我们认为 09 年全球多晶硅产量在 6 万吨上下。

09 年多晶硅需求量：6.5 万吨左右，仍超过产量

- 推动多晶硅扩大应用的直接动力在于成本下降。由于组件价格大幅下跌带来太阳能发电成本的大幅度降低，将在短期推动装机规模增加。预计 2008 年全球太阳能装机规模 6800mw，2009 年全球装机有望达到 10.9GW，增速 60%。

图表23：2009 年电池增速有望超过 100%



来源：国金证券研究所

- 明年的新增需求主要集中于欧洲和美国。奥巴马上台后若大力推进其新能源政策，那么全球可再生能源格局将因美国市场的启动而彻底改写。

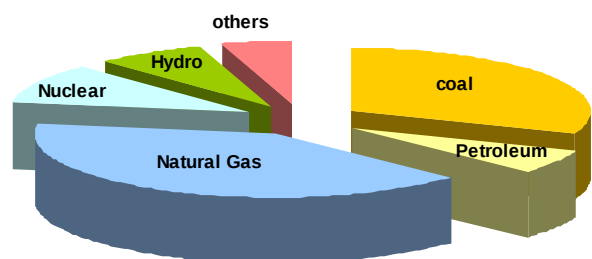
图表24：奥巴马能源政策摘要

重点	子项	关键词	内容
中长期措施：发展新能源	应对气候变化	80%	降低温室气体排放，2050年比1990年排放水平下降80%，加强国际合作
	加大新能源产业投资	1500亿	十年对新能源产业投资1500亿美元 投资主要用于：混合动力的商业化、商用规模的新能源建设、提高能源使用效率、低碳排放量的煤电厂投资、下一代生物燃料和燃料基础设施建设、新的数字化电网建设 对美国公民尤其是对伊阿老兵进行新能源相关培训，扩大就业 建立绿色生产型工厂
	提高汽车燃油使用效率，发展新能源汽车		每年提高国家燃料经济标准4% 投资发展新能源汽车，2015年前使美国混合动力车保有量达到100万辆，在政府采购中大比例采购混合动力汽车 提供40亿免税额度和低息贷款给汽车制造商用以发展新能源汽车 发展下一代生物燃料技术，2030年至少生产600亿加仑的生物燃料 建立国家低碳燃料标准，要求燃料供应商从2010年开始降低其燃料中的碳含量，2011-2015每年降低5%，2016-2020每年降低10%
	提高国内能源产量		鼓励能源厂商开发国内资源，加快建设阿拉斯加天然气管道，提高现有油田产油率
	多样化能源结构，发展新能源产业	25%	规定配额，到2012年，太阳能、风能、地热要占发电量的10%，2025年该比例要达到25%， 联邦政府将支持新能源发展的过程中发挥领导性作用 将PTC再延长5年，以支持新能源产业的发展 发展清洁煤技术，降低温室气体排放量；在确保严格安全的前提下发展核电
	提高能源使用效率，降低能源成本		通过节能技术，2020年降低电力需求15%，2030年前降低碳排放量50亿吨 建立国家节能建筑目标，2030年新建建筑达到零碳排放量 加快建立国家能源效率标准 降低联邦政府能源消耗量，2015年前降低15%，10年内节省石油量超过目前从中东及委内瑞拉进口总量和 扶持对电力企业，向企业提供技术援助 建立智能电力网络，实现智能化测度，分布式存储，提高电网可靠度，增加新能源发电量 改造居民家庭取暖及降温设施，提供居民能源使用效率，10年内每年为100万低收入家庭提供调温补贴 提倡绿色的生活方式，鼓励民众乘用公共交通工具

来源：国金证券研究所

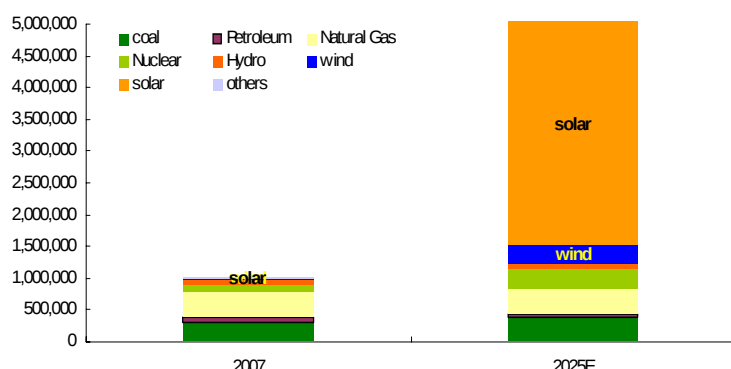
- 美国目前发电总装机规模 10 亿 kw，年发电量 4 万亿度，达到 25%的发电量比例意味着 1 万亿度电由可再生能源提供，需要 5 亿 kw 的装机，扣除水电与地热及生物质能不到 1 亿的装机规模，美国的太阳能和风能装机需要达到 4 亿 kw 才能满足需求，这意味着规模相当于目前全球装机 20 倍的新可再生能源市场开始启动。

图表25：美国现有装机结构



来源：国金证券研究所

图表26：2025 年太阳能装机规模将是现在的 20 倍



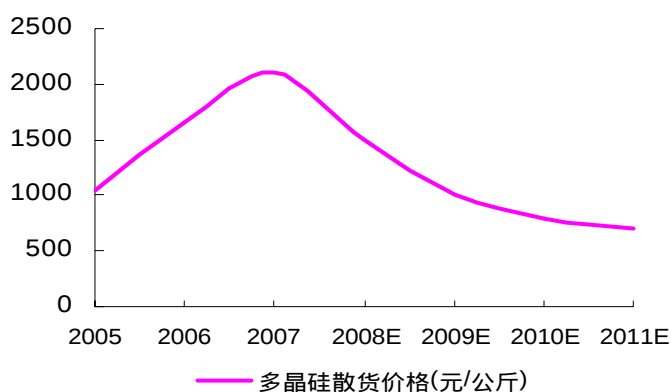
- 最值得关注的仍是可再生能源发电量配额的限定，即 2013 年 10%、2025 年 25%的配比，这意味着美国这一全球最大的新能源市场的启动。为达到这一目标，Obama 提出政府在未来 10 年内投资 1500 亿美元于新能源领域，拉动行业发展，并新创造 500 万以上的就业机会。

- 从目前美国的太阳能发电设备的产能看，自给率仅为 70%，装机量占全球的比例仅为 8%，因此从中长期看，美国市场的启动必然对包括中国太阳能企业在内的全球市场形成巨大拉动。
- 我们 09 年全球多晶硅需求量约 6.5 万吨，仍超过供应量。由于价格下降带来的需求增加，我们预计 2009 年全球太阳能电池需求量约为 10.9GW，扣除薄膜电池及其他部分，晶体硅电池的安装量约为 9GW。根据目前的技术水平，我们可以测算得多晶硅的需求为 6.5 万吨左右。

09 年多晶硅产量将超过 700 吨，贡献 1.1 亿净利润，同比翻番，成为通威 09 年业绩增长的最大推力

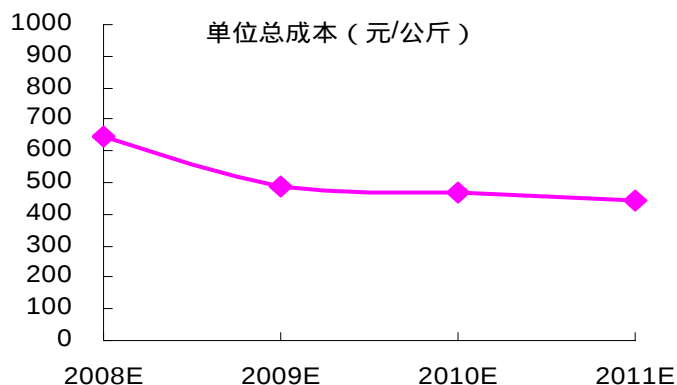
- 尽管原油价格下跌部分削弱了新能源产业的吸引力，但光伏产业在中国目前还处于大规模产业化应用的前夜，长期产业资本仍伺机进入。
- 公司 200t、800t 生产线均已实现稳定生产，目前月均产量 60 吨，产品质量稳定，达到或接近电子级多晶硅的水平。
- 目前，通威永祥多晶硅的订单相较去年 3 季度时并不算火爆，但产品并不愁销路，有多少就能卖出多少。
- 我们预计多晶硅 09 年的销售均价在 1000 元/公斤左右，相对 400-450 元/公斤的多晶硅生产成本，目前多晶硅价格仍有高达 50%左右的毛利率，扣除税费后有望实现 1.11 亿元左右的净利润，约占通威 09 年净利润的 48%左右。
- 通威多晶硅业务 09 年的净利润相较 08 年有望增长 100%，这是拉动通威业绩增长的主要推动力。

图表27：公司多晶硅销售价格大幅下跌（元/公斤）



来源：国金证券研究所

图表28：公司多晶硅生产成本也持续下跌（元/公斤）



图表29：通威多晶硅业务假定

多晶硅	2008E	2009E	2010E	2011E
销售售价（元/公斤）	1500	1000	800	700
预计产量（吨）	155	720	850	900
销售收入（百万元）	232.5	720	680	630
单位总成本（元/公斤）	645.11	490.00	466.67	443.33
销售总成本（百万元）	99.99	352.80	396.67	399.00
销售毛利（百万元）	132.51	367.20	283.33	231.00
毛利率	56.99%	51.00%	41.67%	36.67%

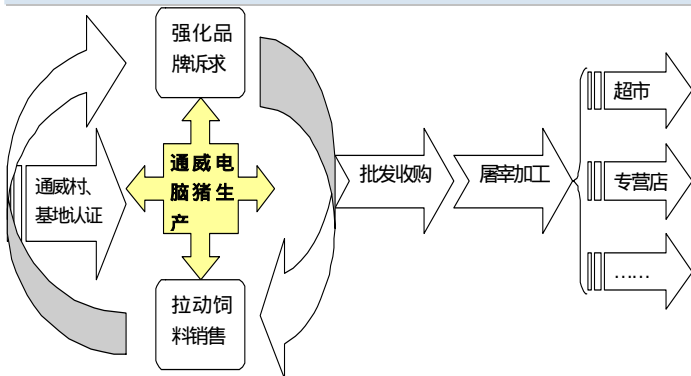
来源：国金证券研究所（我们没有考虑通威永祥未来新建 3×3000t 生产线的情况）

食品板块酝酿变局，新通威鱼板块的组织架构将以扁平式为主

食品板块 08 年大幅亏损，如果不进行业务阵线的收缩，食品板块的亏损额有可能超过 08 年，因此，我们判断食品板块正酝酿变局

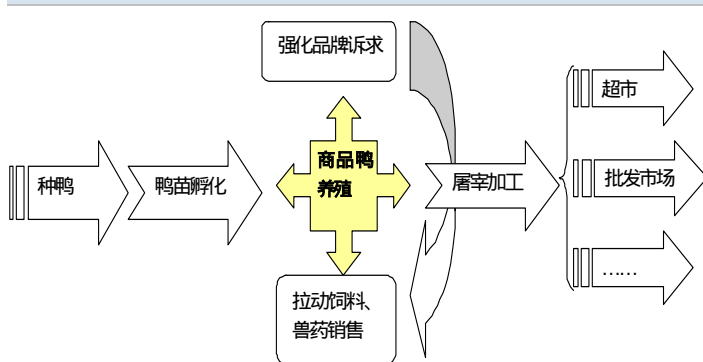
- 通威的食品板块主要包括两部分：通威鱼及其他食品，后者主要包括鸡鸭（太丰鸭业）、猪肉板块（金利食品）等。
- 2008 年，由于猪肉和鸡鸭价格持续下跌，加之收购后的整合尚未见效，导致食品板块出现大幅亏损，由于公司尚未公布 08 年年报，具体亏损额尚不得而知，我们初步预计 08 年食品板块亏损额在 4000 万元左右。
- 如果不进行业务阵线的收缩，食品板块的亏损额有可能超过 08 年，因此我们猜测公司若想真正实现 09 年食品业务大幅减亏的目标，必须改革组织架构、裁减机构和职工等。
- 我们认为通威必须收缩战线，集中优势资源在盈利确定的饲料、多晶硅将是明智之举，通过降低经营成本来提高经营效率和盈利水平。

图表30：公司猪肉产业链定位图解



来源：国金证券研究所

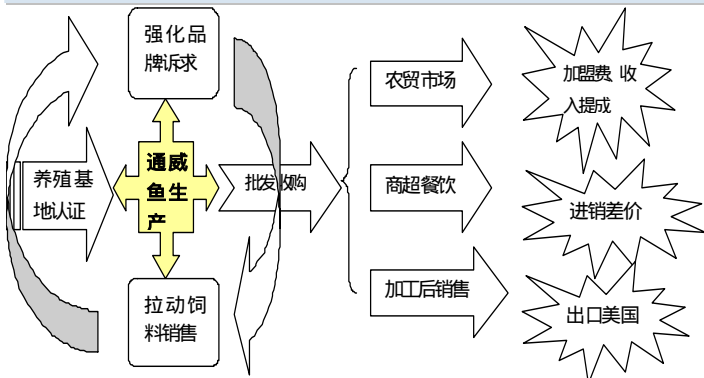
图表31：公司鸭产业链定位图解



我们对新通威鱼板块组织架构的设想：扁平式架构比较适合当前背景

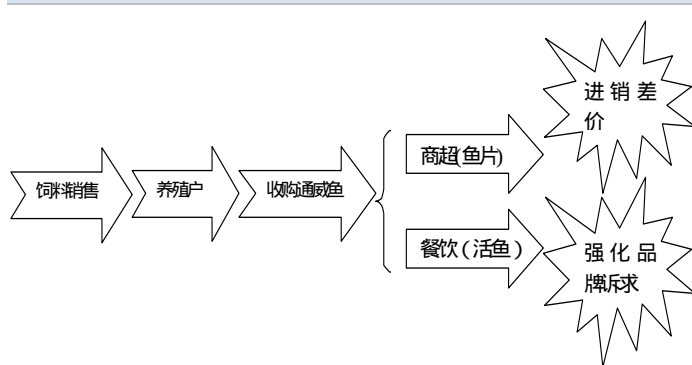
- 我们原来所理解的“通威鱼”销售模式一共有三种：农贸市场、商超和餐饮、加工后出口。
- 2008 年，水产品加工出口面临集体寒冬。由于年初的“毒饺子”事件及后来的奥运暂停报关出口等事件影响，包括獐子岛、好当家、东方海洋等水产品加工出口企业的业务规模及盈利水平急剧下降，通威鱼也不例外。
- 由于国外经济危机余波未了，我们判断 09 年通威水产品加工出口仍无法正常开展。定位于叉尾 hui（鱼回）加工出口的新津工厂、湖南金凤凰等水产品加工厂都将面临业务转型的阵痛。

图表32：原来的“通威鱼”定位图解



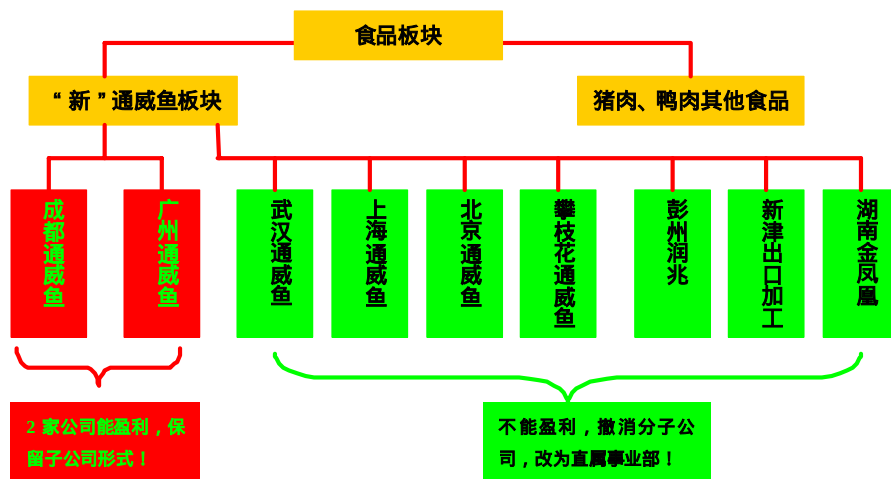
来源：国金证券研究所

图表33：我们设想中的未来“通威鱼”新定位



- 我们推测，经历了前几年的快速扩张之后，通威鱼板块的组织架构必定会作出调整，以符合业务阵线收缩的初衷，对此，我们设想中的通威鱼未来组织架构应为——扁平式，最符合提升效率的初衷。
- 我们认为，由于成都通威鱼和广州通威鱼公司已经实现盈利，加上品牌美誉度和客户认知度持续提升，应该继续以独立子公司的形式存续；相反，武汉、北京、上海等通威鱼公司将有可能撤消分子公司，改为直属事业部的形式进行整改，我们认为这是最适合当前宏观经济景气持续下降的一种防御性组织架构。

图表34：我们预计未来的食品板块（主要是通威鱼）将以扁平式组织架构为主



来源：国金证券研究所

100万吨水泥生产线于08年12月投产，09年水泥将成为利润新军

预计09年PVC价格及盈利水平仍不乐观

- 公司采用电石法生产PVC，主要矿石从和邦矿山采购，同时发挥循环经济优势，建立了100万吨的水泥生产线。
- 07年公司共销售了10.62万吨PVC，平均售价在6000元/吨以上，08年PVC价格大幅下跌，导致公司PVC盈利大幅下降。
- 根据国金证券化工行业分析师刘波的观点，我们认为09年PVC价格及毛利率水平可能继续回落，预计通威PVC产品在09年销量为12万吨，销售均价4560元/吨，毛利率回落到7%左右。

图表35：公司PVC业务盈利水平假定

PVC	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
销售单价（元/吨）	5707.06	5513.30	6043.83	5560.32	4560.32	4760.32	4810.32
销量（万吨）	4.87	9.16	10.62	12.00	12.00	12.00	12.00
销售收入（百万元）	277.93	505.02	641.85	667.24	547.24	571.24	577.24
三项费用率	6.31%	6.53%	5.70%	6.52%	6.48%	6.21%	5.98%
毛利率	9.98%	15.36%	17.30%	18.30%	7.00%	12.00%	17.00%
毛利额（百万元）	27.73	77.59	111.04	122.11	38.31	68.55	98.13

来源：国金证券研究所

100万吨水泥生产线已于08年12月份投产，09年将成为利润新军

- 我们基于如下两点理由，看好通威水泥业务09年的表现：
 - ◆ 其一，西南地区水泥供求关系持续紧张，水泥价格及毛利高于全国水平；

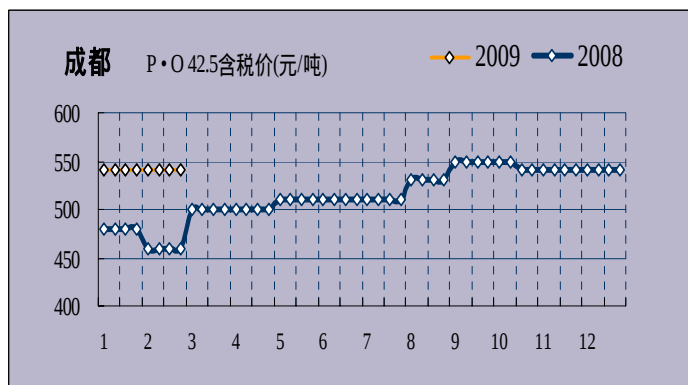
- 其二，受益水泥的运输半径特性，四川地震灾后重建将使得成都水泥价格稳定在高位；

图表36：09年西南地区水泥价格仍同比上涨（元/吨）



来源：国金证券研究所（国金证券建材行业分析师贺国文）

图表37：09年成都地区水泥价格仍同比上涨（元/吨）



- 我们预计通威 09 年水泥生产线达产率有望达到 80%，即实现 80 万吨左右的销量，按 364 元/吨的水泥出厂价计算，有望实现销售额 291.2 百万元，由于当地水泥的毛利率接近 40%，扣除三项费用和所得税，我们预计通威水泥业务净利润在 09 年有望增加到 3000 万元左右。

图表38：09年通威水泥业务假定

水泥	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
设计产能（万吨）	100	100	100	100
产量（万吨）	5	80	100	100
销售单价（元/吨）	320	364	376	388
销售收入（百万元）	16	291.2	376	388
单位成本（元/吨）	225	225	235	245
销售成本（百万元）	11.25	180	235	245
毛利额（百万元）	4.75	111.2	141	143
毛利率	29.69%	38.19%	37.50%	36.86%
三项费用率	6.52%	6.48%	6.21%	5.98%
净利润率	23.16%	31.70%	31.29%	30.88%

来源：国金证券研究所

通威股份盈利预测：分业务盈利及分拆估值

饲料业务占 09 年净利润的 50%，多晶硅占 48%，水泥占 13%，食品亏损

- 我们根据各项业务的收入、毛利率、费用率、所得税率、少数股东权益进行净利润分拆，如下：
- 可见，多晶硅 09 年净利润接近翻番，是公司盈利增量的主要贡献者，但饲料仍是公司盈利的最主要来源，09 年约占 50%，多晶硅占 48%，水泥成为 09 年利润新军，贡献了 13% 的利润，利润增加 3000 万元。

图表39：通威股份分业务净利润分拆（百万元）

净利润分拆	2008E占比	2009占比	2010占比	2008净利润	2009净利润	2010净利润
饲料	82.75%	49.64%	52.88%	116.70	115.45	153.85
多晶硅	36.54%	47.98%	27.89%	51.54	111.57	81.14
食品	-28.61%	-13.82%	-5.55%	-40.36	-32.14	-16.14
PVC	-4.97%	-1.19%	7.60%	-7.01	-2.77	22.11
水泥	0.08%	13.00%	13.28%	0.11	30.23	38.63
养殖、加工、担保等	14.21%	4.39%	3.90%	20.04	10.22	11.35
小计	100.00%	100.00%	100.00%	141.03	232.56	290.93

来源：国金证券研究所

08-10 年通威 EPS 为 0.205、0.338、0.423，同比增长 8.3%、64.9%、25.1%

- 我们预计通威 08-10 年分别实现净利润 141.0、232.6、290.9 百万元，同比增长 8.3%、64.9%、25.1%，EPS 为 0.205、0.338、0.432。
- 其中，09 年公司饲料业务贡献 EPS 为 0.168 元，多晶硅贡献 EPS 约 0.162 元，水泥贡献 0.044 元，这三块业务累计实现 0.374 元 EPS，约占当年净利润的 110%，由于食品仍然亏损，09 年 EPS 为 0.338 元。

图表40：通威多业务 EPS 分拆

EPS分拆	08EPS	9EPS	10EPS
饲料	0.170	0.168	0.224
多晶硅	0.075	0.162	0.118
食品	-0.059	-0.047	-0.023
PVC	-0.010	-0.004	0.032
水泥	0.000	0.044	0.056
养殖、加工、担保等	0.029	0.015	0.017
小计	0.205	0.338	0.423

来源：国金证券研究所

图表41：通威饲料业务估值结果：4.70 - 4.92 元

饲料业务估值	09EPS	10EPS	09PE	10PE
新希望	0.505	0.600	16.82	14.17
天邦股份	0.294	0.377	36.09	28.14
正邦科技	0.251	0.315	29.16	23.24
平均	0.350	0.431	27.36	21.85
通威饲料业务	0.168	0.224	28.00	22.00
通威饲料估值	4.70	4.92		

PE 分拆估值：饲料业务（4.70 - 4.92 元）+ 其他业务（3.86 - 3.89 元），总估值 8.57 - 8.81 元

- 参考朝阳永续统计的新能源行业、水泥行业、化工、食品等行业估值水平，我们对通威其他业务估值进行了计算。PE 分拆估值结果显示，通威其他业务估值 3.86 - 3.89 元。
- 加上饲料业务，通威目标价位为 8.57 - 8.81 元。

图表42：通威股份其他业务估值：3.86 - 3.89 元，总体估值 8.57 - 8.81 元

其他业务估值	09EPS	10EPS	09PE	10PE
通威多晶硅业务	0.162	0.118	22.10	21.00
通威多晶硅估值	3.59	2.48		
通威水泥业务	0.044	0.056	19.21	18.91
通威水泥估值	0.84	1.06		
食品、PVC等业务	-0.036	0.025	15.81	13.81
食品业务估值	-0.57	0.35		
其他业务估值	3.86	3.89		
公司总估值	8.57	8.81		

来源：国金证券研究所，朝阳永续

我们的盈利预测没有考虑 3 条 3000 吨多晶硅生产线的新建，维持买入建议

- 必须重点说明的是，我们的盈利预测没有考虑公司大的资本性开支，包括计划中的 3 条 3000 吨多晶硅生产线新建，以及建新饲料厂的可能，因此，如果考虑这些因素，实际业绩成长性将会优于我们的判断。
- 我们给出通威股份的目标股价区间：8.57 - 8.81 元，相对当前股价还有 10% 的上升空间，考虑到我们进行盈利预测的假设条件比较保守，因此仍然维持通威股份的“买入”评级。

风险提示

- **多晶硅产业的不确定性。**多晶硅的价格与销量要视国际原油价格及下游产业需求而定，当然，公司多晶硅的生产成本也会逐步下降，我们判断未来多晶硅行业的竞争的焦点在于成本比拼。
- **原料价格波动风险。**基于玉米、豆粕价格持续下跌，公司采取轻库存的原料采购策略相应对，如果后面因天灾、石油涨价等因素而导致粮食价格上涨，公司饲料业务的原料储备不足可能招致成本上升风险。

- 食品板块正酝酿变革，我们认为通威鱼板块的整合效果尚待观察，短期对通威鱼的品牌建设、盈利水平、成长性持谨慎态度。

图表43：公司销售收入预测表

项 目	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
饲料合计							
平均售价（元/吨）	2,228.96	2,208.07	2,266.39	2,511.80	2,880.40	2,788.49	2,950.64
增长率（YOY）	18.30%	-0.94%	2.64%	10.83%	14.67%	-3.19%	5.81%
销售数量（万吨）	117.93	166.27	212.96	257.42	275.49	301.19	333.89
增长率（YOY）	30.82%	40.99%	28.08%	20.87%	7.02%	9.33%	10.86%
销售收入（百万元）	2,628.6	3,671.4	4,826.5	6,465.8	7,935.3	8,398.8	9,851.9
增长率（YOY）	-14.38%	39.67%	31.46%	33.96%	22.73%	5.84%	17.30%
毛利率	9.59%	10.65%	10.62%	8.26%	8.50%	8.35%	8.51%
销售成本（百万元）	2,376.6	3,280.3	4,314.1	5,931.9	7,260.6	7,697.6	9,013.9
增长率（YOY）	-4.35%	38.03%	31.52%	37.50%	22.40%	6.02%	17.10%
毛利（百万元）	252.0	391.0	512.4	533.9	674.7	701.1	838.0
增长率（YOY）	N/A	55.15%	31.04%	4.18%	26.38%	3.92%	19.52%
占总销售额比重	100.00%	100.00%	100.00%	95.80%	83.82%	79.52%	81.32%
占主营业务利润比重	100.00%	100.00%	100.00%	94.53%	72.34%	56.85%	61.29%
食品							
平均售价（元/吨）	0.00	0.00	0.00	15,318	101,818	63,840	45,965
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	0.00%	564.69%	-37.30%	-28.00%
销售数量（万吨）	0.00	0.00	0.00	0.22	0.33	0.50	0.75
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	0.00%	50.00%	51.52%	50.00%
销售收入（百万元）	0.0	0.0	0.0	33.7	336.0	319.2	344.7
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	897.03%	-5.00%	8.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	2.48%	-10.00%	-5.00%	1.00%
销售成本（百万元）	0.0	0.0	0.0	32.9	369.6	335.2	341.3
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	1024.63%	-9.32%	1.83%
毛利（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.8	-33.6	-16.0	3.4
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	-4120.29%	-52.50%	-121.60%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.50%	3.55%	3.02%	2.85%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.15%	-3.60%	-1.29%	0.25%
多晶硅							
平均售价（元/公斤）	N/A	N/A	N/A	N/A	1,500.00	1,000.00	800.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-20.00%
销售数量（吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	155.00	720.00	850.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	364.52%	18.06%
销售收入（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	232.5	720.0	680.0
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	209.68%	-5.56%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	56.99%	51.00%	41.67%
平均成本（元/公斤）	N/A	N/A	N/A	N/A	645.11	490.00	466.67
销售成本（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	352.8	396.7
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	252.83%	12.43%
毛利（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	132.5	367.2	283.3
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	177.12%	-22.84%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.46%	6.82%	5.61%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.21%	29.77%	20.72%
水泥							
平均售价（元/吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	320	364	376
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	13.75%	3.30%
销售数量（万吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	80.00	100.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1600.00%	125.00%
销售收入（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	16.0	291.2	376.0
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1720.00%	29.12%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	29.69%	38.19%	37.50%
销售成本（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	11.3	180.0	235.0
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1500.00%	30.56%
毛利（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	4.8	111.2	141.0
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2241.05%	26.80%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.17%	2.76%	3.10%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.51%	9.02%	10.31%
PVC							
平均售价（元/吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	5,560	4,560	4,760
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-17.98%	4.39%
销售数量（万吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	12.00	12.00	12.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	100.00%	100.00%
销售收入（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	667.2	547.2	571.2
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-17.98%	4.39%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	18.30%	7.00%	12.00%
销售成本（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	545.1	508.9	502.7
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.64%	-1.23%
毛利（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	122.1	38.3	68.5
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-68.63%	78.95%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.05%	5.18%	4.72%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.09%	3.11%	5.01%
销售总收入（百万元）	2628.61	3671.35	4826.54	6749.46	9467.00	10561.95	12115.11
销售总成本（百万元）	2376.58	3280.31	4314.12	6184.69	8534.24	9328.57	10747.92

来源：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）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售收入	3,671	4,827	6,749	9,467	10,562	12,115
增长率	39.7%	31.5%	39.8%	40.3%	11.6%	14.7%
销售成本	-3,280	-4,314	-6,185	-8,534	-9,329	-10,748
% 销售收入	89.3%	89.4%	91.6%	90.1%	88.3%	88.7%
税金及附加	-0	-1	-2	-3	-4	-4
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
主营业务利润	391	512	562	929	1,230	1,363
主营利润率	10.6%	10.6%	8.3%	9.8%	11.6%	11.2%
其他业务利润	10	17	9	9	9	9
% 税前利润	5.9%	8.0%	5.1%	2.8%	1.6%	1.4%
营业费用	-91	-129	-152	-222	-248	-279
% 销售收入	2.5%	2.7%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%
管理费用	-123	-154	-191	-266	-265	-286
% 销售收入	3.3%	3.2%	2.8%	2.8%	2.5%	2.4%
财务费用	-17	-31	-54	-126	-168	-183
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.8%	1.3%	1.6%	1.5%
营业利润	169	215	175	324	558	624
营业利润率	4.6%	4.4%	2.6%	3.4%	5.3%	5.1%
投资收益	-6	-4	2	2	2	2
% 税前利润	-3.9%	-1.7%	1.1%	0.7%	0.4%	0.4%
补贴收入	0	3	3	3	3	3
% 税前利润	0.1%	1.5%	1.8%	1.0%	0.6%	0.5%
营业外收支	-1	0	-3	-3	-3	-3
% 税前利润	-0.9%	0.0%	-1.8%	-0.9%	-0.6%	-0.5%
税前利润	161	214	177	327	560	626
利润率	4.4%	4.4%	2.6%	3.4%	5.3%	5.2%
所得税	-37	-39	-28	-61	-111	-121
所得税率	22.6%	18.2%	15.8%	18.7%	19.9%	19.3%
少数股东损益	-2	-26	-19	-125	-216	-214
% 税前利润	1.4%	12.3%	10.5%	38.1%	38.6%	34.2%
净利润	123	149	130	141	233	291
净利率	3.3%	3.1%	1.9%	1.5%	2.2%	2.4%
增长率	75.9%	21.4%	-12.6%	8.3%	64.9%	25.1%
EPS（元/股）	0.357	0.433	0.189	0.205	0.338	0.423
未摊薄EPS（元/股）	0.714	0.433	0.189	0.205	0.338	0.423

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	219	169	2,024	2,422	61	0
应收款项	61	327	287	278	243	277
存货	326	576	825	1,139	1,245	1,434
其他流动资产	0	0	0	1	1	1
流动资产	605	1,072	3,137	3,839	1,549	1,712
长期资产	823	1,266	1,676	2,993	5,532	7,175
资产总计	1,428	2,339	4,813	6,832	7,081	8,886
循环贷款	286	766	10	11	11	388
应付款项	197	497	676	909	1,000	1,149
其他流动负债	46	56	61	101	142	158
流动负债	529	1,319	747	1,021	1,153	1,694
其他长期负债	155	0	1,372	2,872	2,572	3,372
负债	684	1,319	2,119	3,893	3,725	5,066
少数股东权益	41	176	195	319	535	749
股东权益	702	843	2,499	2,620	2,820	3,071
负债股东权益合计	1,428	2,339	4,813	6,832	7,081	8,886

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	123	149	130	141	233	291
少数股东损益	2	26	19	125	216	214
非现金支出	49	74	193	289	479	675
非经营收益	24	36	62	135	173	189
营运资金变动	-30	-240	-41	-32	62	-59
经营活动现金净流	168	45	363	658	1,162	1,311
资本开支	-471	-462	-589	-1,606	-3,019	-2,319
其他	0	59	0	0	0	0
投资活动现金净流	-471	-403	-589	-1,606	-3,019	-2,319
募集资金	7	0	1,544	-0	-0	-0
股息	-84	-41	-79	-154	-205	-229
银行贷款变动	151	325	616	1,501	-300	1,176
其他	2	25	11	11	11	11
筹资活动现金净流	77	309	2,091	1,358	-494	959
现金净流量	-226	-49	1,865	409	-2,350	-50

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	2
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	3.00	3.00	2.60

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 2008-04-29	买入	16.90	27.90 ~ 30.11
2 2008-05-12	买入	20.56	27.90 ~ 30.11
3 2008-06-24	买入	13.17	27.90 ~ 30.11
4 2008-07-03	买入	15.41	N/A
5 2008-07-15	买入	17.69	N/A
6 2008-07-22	买入	16.69	N/A
7 2008-08-07	买入	14.18	N/A
8 2008-10-31	买入	5.29	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信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。