

方正证券研究中心

农林牧渔行业分析师：陈光尧

TEL: (86731) 5832209

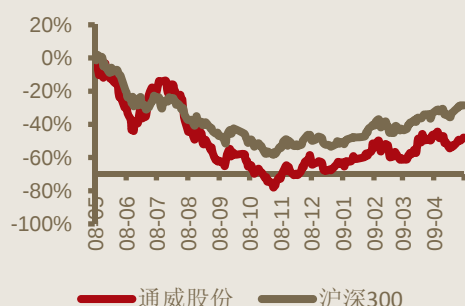
E-mail: chenguangyao@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

TEL: (86571) 87782600

E-mail: wujialei@foundersc.com

历史表现



市场数据

	近一月	近三月	近六月
涨跌幅 (%)	3.44	-0.42	70.66
相对大盘			
涨跌幅 (%)	-0.68	-14.31	33.06

日期：2009 年 5 月 11 日

股票数据

总股本 (万股)	68752
流通股 (万股)	37774
第一大股东	通威集团有限公司

盈利预测

	2008	2009E	2010E
每股收益 (元)	0.15	0.27	0.35
每股净资产 (元)	1.55	1.82	2.38
净利润 (亿元)	1.05	1.92	2.40
市盈率	64.5	35.4	28.2

注：未考虑增发摊薄，股价为 2009 年 5 月 11 日

双主业布局完成 快速增长可期

通威股份(600438)调研报告

公司研究·调研报告
2009.5.12 增持
当前股价：9.90 元

农林牧渔行业

投资要点

※饲料业务仍将保持良好盈利

公司 2008 年水产饲料、禽饲料、猪饲料产量分别达到 129.27 万吨、118.31 万吨、34.49 万吨，实现营业收入增长 25.68%；当前饲料原材料价格下跌，饲料价格保持相对高位，公司饲料业务结构调整将使公司较好避免“猪流感”对公司的冲击，毛利率将提升。

※食品业务扩张后，应进入利润回升期

2008 年食品加工业务亏损巨大，累计亏损达到 1 亿元，另外还计提了 3200 万元的存货跌价损失。公司当前正在努力改善食品加工业务，开发的冷冻去骨涮鱼肉片具有很好的市场前景。公司在山东和海南投资食品业务已出现明显好转，随着水产品行业的好转，公司今年食品业务将减亏而有望进入利润回升期。

※今年化工、新能源贡献利润将大幅增加

公司 1000 吨多晶硅项目已投产，预计今年多晶硅达产 70-80%，生产量比 2008 年增加 600 吨左右，虽然暴利期已过，但仍有 60% 的毛利；日产 2500 吨的水泥项目，已拿到产品检验合格证，产品处于供不应求状态，毛利率高出全国平均水平；PVC 项目处于半负荷运行状态，预计与 2008 年基本持平。

※盈利预测

公司是国内水产品饲料龙头企业，销售收入唯一过 100 亿元的农业 A 股上市公司。公司双主业布局基本完成，将进入投产利润增长阶段。我国淡水养殖产量以年均 12% 的速度增长，新能源产业振兴规划中太阳能光伏产业或将获得大力支持。因此，我们相当看好公司具有的品牌和资源优势以及好的发展前景，给予“增持”投资评级。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	10,303	12,878	15,454	18,545
(+/-%)	53%	25%	20%	20%
净利润(百万元)	105.58	192.03	240.98	390.79
(+/-%)	-19%	82%	25%	62%
每股收益 (元)	0.154	0.279	0.351	0.568
市盈率 (P/E)	64.5	35.4	28.2	17.4
市净率 (P/B)	6.4	6.2	5.9	5.5
EV/EBITDA	17.5	15.7	13.3	10.4

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

2009 年 4 月 30 日参加通威股份投资者见面交流会，上午参观了通威永祥多晶硅和水泥生产厂区；下午公司高管和广大投资者见面交流，介绍了行业发展状况、公司一季度经营状况、发展战略等，并对投资者的提问进行了较详细的回答。

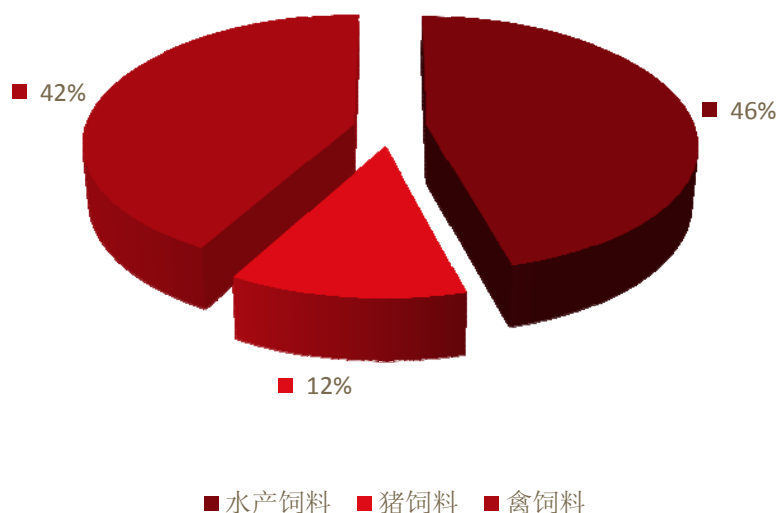
一、饲料和食品业务扩张后，应进入利润回升期

1、饲料业务仍将保持良好盈利

2008 年公司饲料销量增长 5.8%，水产饲料、猪饲料、禽饲料产量分别为 129.27 万吨、34.49 万吨、118.31 万吨，收入增速达到 25.7%。主要原因是：原材料价格上涨导致产品涨价、产品结构调整，高档水产料比例有所上升。2009 年饲料业被看成是利润下滑的一年：一是农产品价格下跌，二是饲料成本粮食价格的提高。但从通威的饲料业务结构分析，饲料业务在 2009 年将享受 2008 年的产品提价和 2009 年原材料豆粕的大幅下降。而猪饲料在通威饲料占比中比例不高，水产饲料销量仍有增长空间。

全球“猪流感”疫情蔓延，必将对人们的生活消费心理造成较大的影响。猪肉消费需求会相对萎缩，而水产品和禽类产品需求会相对增加（2007 年禽流感爆发时期，猪肉消费量相对增加）。从通威的饲料业务构成来看，公司受“猪流感”影响冲击较小。

图表 1 通威饲料业务构成

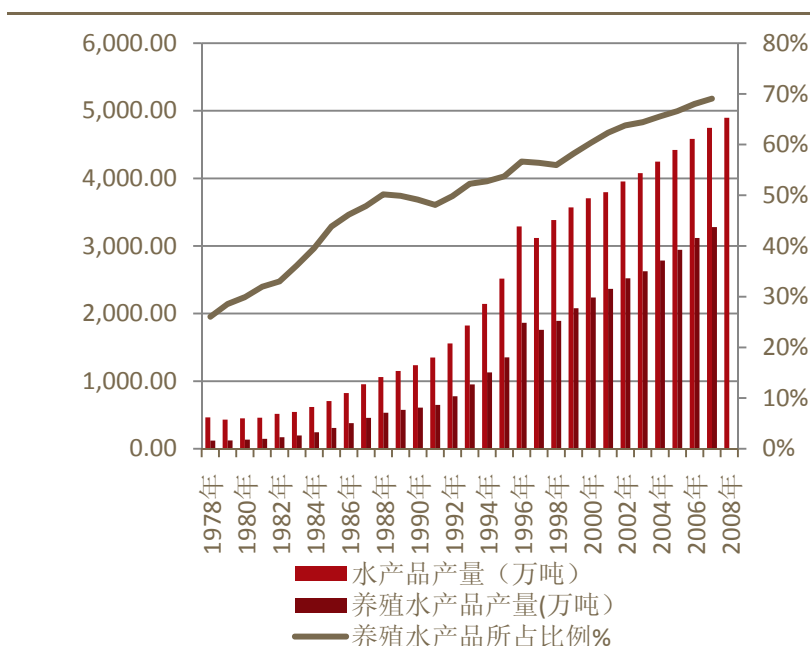


资料来源：公司公告 方正证券研究中心

我国水产品产量逐年递增，2008 年达到 4895 万吨；水产品养殖产量占水产品总量的比重也逐步提高，其比例由原来的 26% 上升到 70%。在环境遭到破坏，天然捕捞量增长有限的前提下，为了满

足人们对水产品需求量的增加，水产养殖量的增加必将带动水产饲料需求的增长。

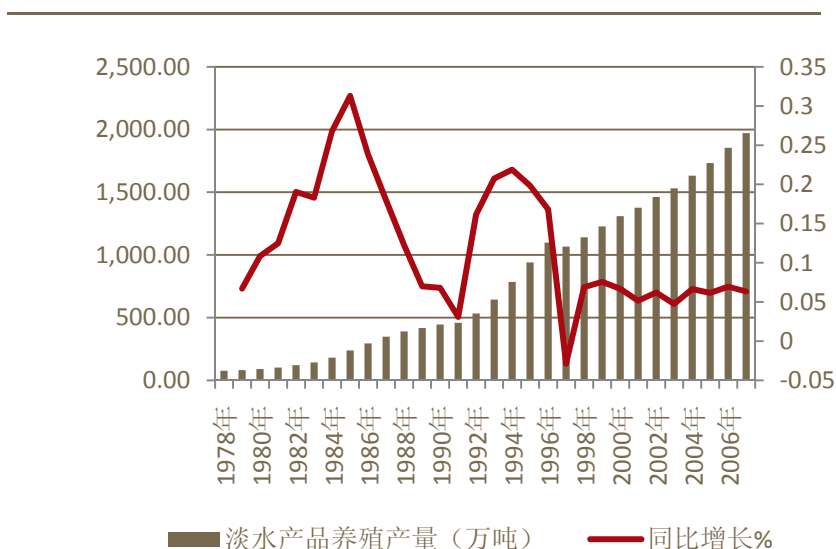
图表 2 我国水产品产量及养殖水产品所占比例



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

通威水产饲料主要面向淡水鱼类,我国淡水鱼类产量平均以 12% 速度增长,当前年增长率在 6% 左右。鱼类产品的健康价值越来越受到人们的重视,养殖量将进一步扩大。

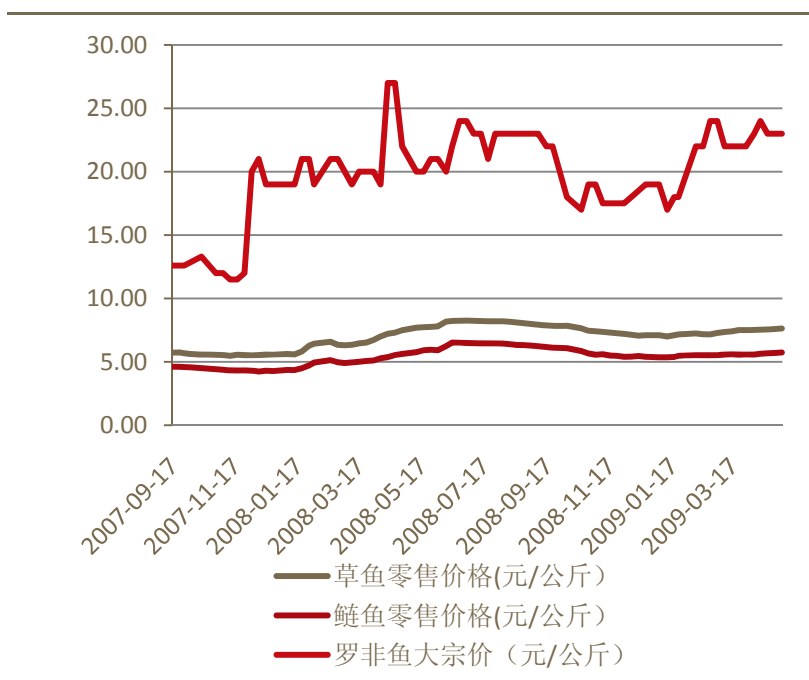
图表 3 淡水产品养殖产量及增长比例



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

相比近期猪肉的大幅下跌，我国中档水产品价格相对稳定，并略有上涨。水产品价格的平稳将对鱼类养殖产生积极影响。

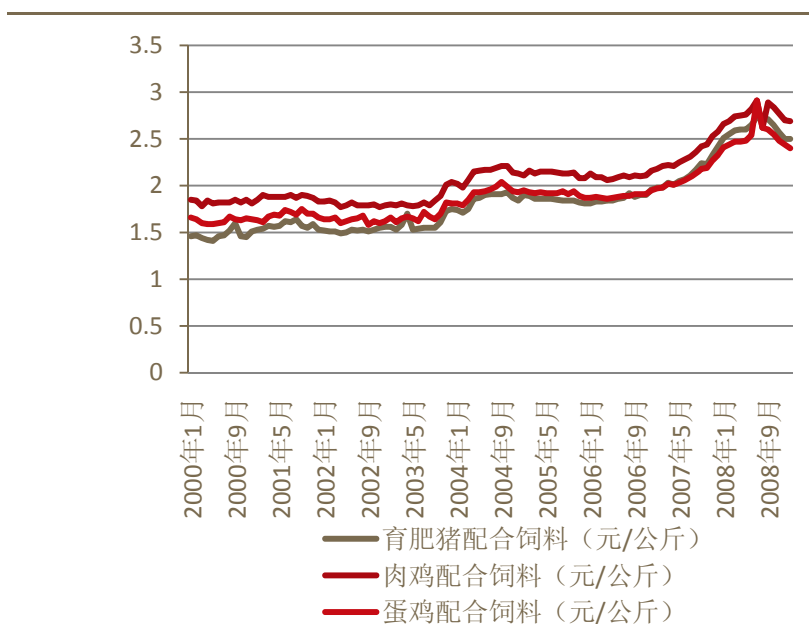
图表 4 我国鱼类产品价格走势



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

2008 年饲料受原材料上涨而涨价，当前占饲料成分较大的豆粕同比已大幅下降，而饲料价格维持相对高位。可以预计公司饲料毛利率今年有望回到往年正常水平。

图表 5 我国主要饲料价格走势



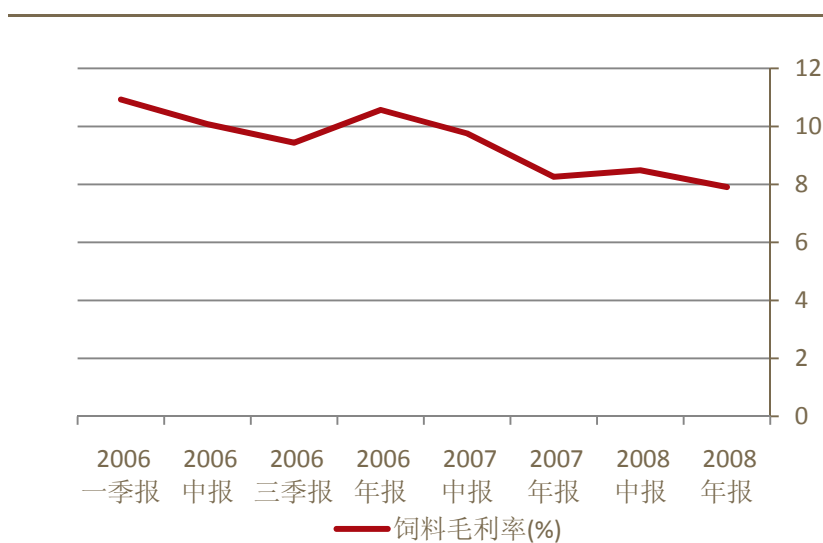
数据来源：Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 6 玉米和豆粕期货价格走势



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

图表 7 通威饲料业务毛利率



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

目前水产品养殖品仅有 20%左右是以饲料喂养生产的, 2010 年采用饲料养殖的比例预期将提高到 35%以上, 水产饲料的市场需求量将达到 1500~2000 万吨, 将在现有产量的基础上增长 1.5~2.5 倍, 作为中国水产饲料龙头的通威股份是一个很好的机遇。

2、食品加工业务扩张后, 应进入利润回升期

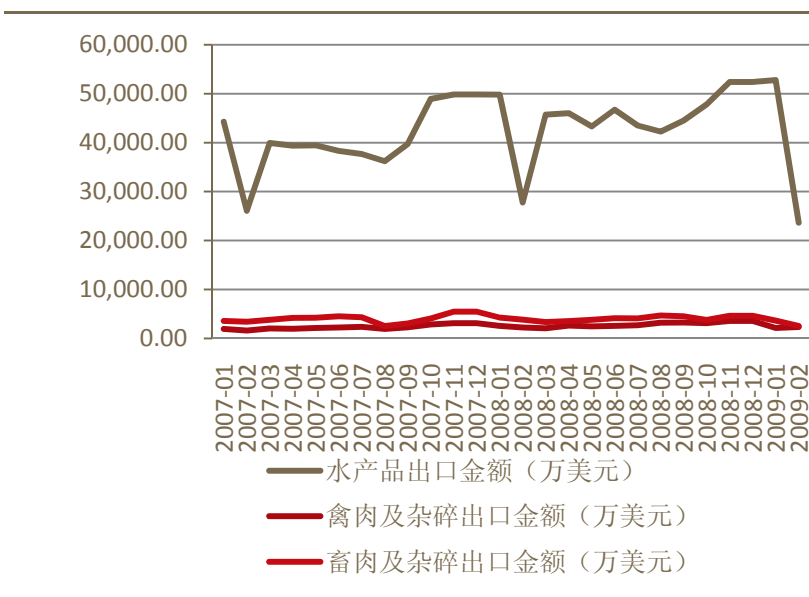
通威的食品板块主要包括两部分: 水产食品板块和畜禽加工板块。后者主要包括鸡鸭(太丰鸭业)、猪肉板块(金利食品)等。

2008 年公司收入构成中水产方面 20%、畜禽 80%，出口业务不到主收入的 10%，淡水鱼主要出口到美国。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 1 亿元亏损。目前公司水产品渠道已基本打通，资金处于回流阶段，海南食品加工投资在 1 亿元以上，主要是罗非鱼和虾苗，其毛利处于正常水平。从一季度反馈的数据，公司山东、海南食品加工业务已明显好转。

水产品进出口贸易经历骤降后回升。我国一季度水产品市场综合平均交易价格 14.85 元/公斤，同比基本持平，环比 2008 年第四季度涨 6.5%，其中鲍鱼、龙虾等高档水产品价格同比跌幅较大，中档水产品价格普遍上涨。1-2 月份水产品出口额同比下降 10.2%，3 月份以后出现好转迹象，对美国、德国、法国和意大利等市场出口额增幅均在 10% 以上，对日本出口止跌回稳。据海关统计，一季度我国水产品进出口总量 180.7 万吨，进出口总额 32.6 亿美元，同比分别下降 4.7% 和 1.4%。其中出口量 64.3 万吨，同比下降 2.1%，出口额 22 亿美元，同比增加 2.3%。在全球出现“猪流感”影响下，我国水产品出口贸易有望进一步回升。随着水产品行业趋势的好转，公司原出口美国的“美鲷鱼”深加工鱼片和出口日本、澳洲等国家的虾产品造成外销受阻、货款回收困难将在今年有望得到大幅改善。结合公司一季度反馈的情况来看，公司食品加工业务在 2 季度将逐步好转，3-4 季度有望进入利润回升期。

据实地考察，通威鱼价格相比市场同类鱼价格高出 30-50%，公司将原经营业务由鲜活鱼为主调整为冷链水产品为主兼营鲜活鱼，开发的冷冻去骨涮鱼肉片具有广阔的市场前景。而畜禽加工板块利润大幅改善还有一定困难。

图表 8 水产品、畜禽肉及杂碎月度出口金额



数据来源: Wind 资讯 方正证券研究中心

二、化工、新能源贡献利润将大幅增加

1、多晶硅今年产量将增加 600 吨左右

一般多晶硅厂家是 1 年半达产，通威只用了 4 个月；产品转化率在 20% 左右，多晶硅棒直径在 18 厘米，其质量位于国内外前列，经 EGA 检验纯度在 99.999999% 以上。多晶硅 1 期年生产能力为 1000 吨，一个车间 200 吨，一个车间 800 吨。于 2008 年 7 月投产，2008 年生产 160 多吨，销售 120 吨，毛利 60% 左右，2009 年 1 季度由于供电系统的检修，生产 130 吨，2 季度 4 月份已生产 40 多吨，全年达产 70-80%，预计年生产 750 吨左右。如果多晶硅价格好转，公司具有多种途径扩大产能的潜力（如收购一些多晶硅生产厂家）。

图表 9 国内部分多晶硅企业产能产量预测表

单位：吨	2008		2009E		2010E		2011E	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
新光硅业	1260	1000	4260	1260	7260	2600	7260	4300
洛阳中硅	3000	1600	3000	2500	7000	4500	7000	6000
东汽峨眉	700	350	700	600	2200	1200	2200	2000
江苏中能	1500	800	3000	1800	3000	2300	4500	3500
深圳南玻	1500	300	1500	800	1500	1000	1500	1300
宁夏阳光	1000	100	1000	700	1000	900	2500	1200
永祥多晶硅	1000	160	4000	2000	7000	5000	10000	7500
亚洲硅业	2000	500	4000	2000	6000	4000	6000	5200
特变电工	0	0	1500	0	1500	500	1500	1000
江苏顺大	1500	200	1500	500	1500	1000	1500	1200
神州硅业	1500	0	1500	400	1500	800	1500	1200
总和	14960	4990	25960	12560	39460	23800	45460	34400

数据来源：方正证券研究中心

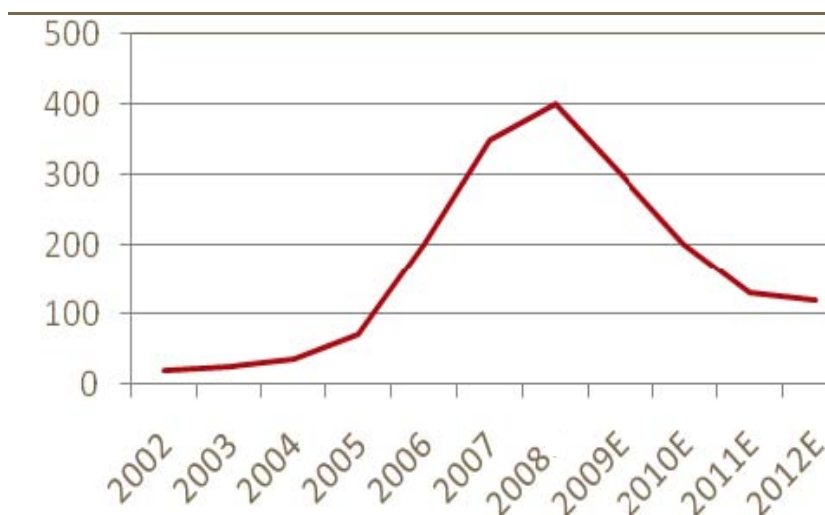
图表 10 国外部分多晶硅企业产能产量预测表

单位：吨	2008		2009E		2010E		2011E	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
Hemlock	14500	12200	19000	16000	27500	22000	26000	29000
Wacker	10650	10000	15150	12850	22150	17150	22150	20150
REC	8600	7200	10600	9000	13500	11500	13500	12500
MEMC	8000	6800	11000	9000	15000	12500	15000	14000
Tokuyama	5200	5200	8200	6700	8200	8000	8200	8200
Mitsubishi	3300	3200	3300	3300	3850	3500	3850	3800
Osaka	1400	1300	1400	1350	1400	1400	1400	1400
总和	51650	45900	68650	58200	91600	76050	90100	89050

数据来源：方正证券研究中心

多晶硅根据应用领域主要分成电子级（EG）多晶硅和太阳能级（SG）多晶硅，两者的主要区别在于硅的纯度，电子级的多晶硅纯度更高，价格也更加昂贵，也可以用于太阳能电池的生产。随着光伏发电产业规模的扩大，用于生产太阳能电池芯片的多晶硅所占比重超过一半并越来越大。每生产 1MW 太阳能电池，大约需多晶硅 11 吨左右，随着技术的不断进步，这一数值在不断减小，目前最好的技术的用硅量已经在 10 吨以内。由于我国对太阳能扶持产业政策还没有细化。因此，多晶硅的价格还存在较大不确定性。

图表 11 多晶硅价格预测（美元/千克）



数据来源：方正证券研究中心

2、年产 100 万吨水泥产品当前处于供不应求

水泥年生产能力 100 万吨，4 月份拿到产品检验证，6 月份能实现全部达产。日生产能力 2500 吨左右，成本在 300 元/吨左右，目前四川水泥售价在 400 多元/吨，产品供不应求。

参观了公司年生产 100 万吨水泥厂，在水泥出库区有 25 辆左右的货车在等待拉货，公司的水泥目前受灾区重建，产品供不应求，日生产能力在 2500 吨左右，销售价格在 400 多元/吨，高出国内平均水平。

图表 12 公司水泥生产和收入情况预测表

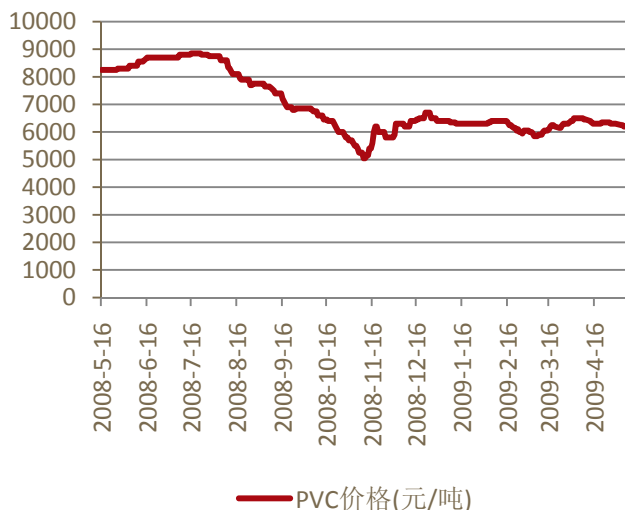
水泥	2008	2009E	2011E
设计产能（万吨）	100	100	100
产量（万吨）	6	90	100
销售单价（元/吨）	400	400	380
销售收入（百万元）	24	360	380
单位成本（元/吨）	280	280	280

数据来源：方正证券研究中心

3、PVC 项目处于持平状态

2008 年 PVC 在 3 季度大幅亏损，价格倒挂 1000 元/吨，目前是半负荷运行，当前的 PVC 的价格在 6500 元/吨，与成本基本持平。根据方正证券化工行业分析师张正华的观点，我们认为 2009 年 PVC 价格及毛利率水平可维持稳定，其原因是成本的下降。预计通威 PVC 今年产销量为 10 万吨左右。

图表 13 PVC 价格走势



数据来源：化工在线 方正证券研究中心

三、公司具有的发展优势

1、公司双主业具有良好的发展前景

2004-2007 年公司子公司从 2004 年的 34 家发展到 2007 年的 79 家。饲料国内骨架布局基本构成，主要地域为长三角、珠三角以及 2 湖地区，以饲料为轴心，研发体系更加完善。2008 年是公司“双主业”发展奠基年，完成饲料、食品加工板块和化工、新能源板块布局。

公司具有的优势：①、体制优势：民营企业；②、研发优势：13 项专利；③、产业链优势：饲料、养殖、食品加工；多晶硅、PVC、水泥；④、新能源：国家新能源政策导向及扶持政策为新能源发展加速。

饲料、食品板块成长机会：①、饲料轴心业务的“马太效应”强者恒强的机会；②、前期食品业务投入的累积优势，规模化、一体化；③、“猪流感”机会，水产品的健康价值越发明显；④、行业稳健，政策扶持，主要增长区域、增长集群已逐步体现效应。2009 年一季度水产饲料业务实现了 2 位数的增长。

化工新能源板块成长机会：金融海啸对行业新入者造成自然壁垒，整合机会提高；公司具有成本优势，化工业务平稳发展，且受益灾区重建。

2、公司管理层对当前认识比较充分

董事长刘汉元先生对当前多晶硅面临的困局与前景的看法：2008年3季度前多晶硅热、石油高价，金融危机爆发，2008年10月份后由于欧美等国太阳能行业的停产，多晶硅价格从300万元/吨直跌到70万元/吨，给多晶硅行业造成很大冲击。对于当前的金融危机刘董事长认为只有新能源项目（太阳能）才是拉出经济困境的最大动力。

通威多晶硅成本的主要优势：电费和税收与国内基本一致，四川的电费较国内其他地方具有一定的优势；外在因素主要是研发优势，公司采用改良技术对800吨生产技术进行了改进；副产物与水泥、PVC形成产业链，具有增殖效应；精细化管理。当前成本在45万/吨左右，控制好的话能达到35万/吨，完全可于国内外公司竞争。

食品安全问题：只有大型企业才能解决我国食品安全问题，通威2008年销售收入超过100亿元，是农业公司中唯一一家销售收入过100亿元的企业，公司品牌的附加值将逐步体现。

公司是国内水产饲料企业龙头，能实现平稳较快发展，食品加工业当前面临一定困难，但对这块业务十分具有信心，要继续做下去；多晶硅2期项目生产基地目前还没有启动建设，预计要到2010年9月才能投产，这个进度还要根据多晶硅市场价格和需求来安排。

四、估值与财务预测

我们认为公司的饲料业务面临畜禽养殖效益下滑带来的负面因素，但玉米、豆粕、棉粕、鱼粉等成本下降，仍能使公司饲料业务实现良好盈利；“猪流感”疫情蔓延还将可能刺激公司水产饲料进一步快速增长。750吨左右的多晶硅、100万吨水泥项目将是公司2009年利润的主增长点；食品加工业务中的水产业务将随行业转暖而出现转机；畜禽养殖加工和PVC项目还存在亏损的可能性，在近期大幅提升利润的可能性不大。我们相当看好公司具有的品牌和资源优势以及好的发展前景。

图表14 财务预测表

利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	10302.6	12878.2	15453.8	18544.6
主营业务成本、税金	9409.1	11758.8	14079.4	16716.9
主营业务利润	893.5	1119.4	1374.4	1827.7
其他业务利润	(48.1)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
营业费用	199.7	251.1	301.3	361.6

管理费用	295.7	372.4	444.5	531.0
财务费用	135.3	89.2	130.2	156.0
营业利润	214.7	366.7	458.4	739.1
投资收益	(1.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收支	(7.9)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
利润总额	205.3	359.7	451.4	732.1
减:所得税	55.3	89.9	112.9	183.0
减:少数股东损益	44.4	77.8	97.6	158.3
净利润	105.6	192.0	241.0	390.8

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	580.6	580.6	680.6	780.6
应收帐款净额	468.6	599.8	719.8	863.7
存货净额	532.3	694.7	829.0	983.6
其他流动资产	166.7	206.1	247.3	296.7
流动资产合计	1748.2	2081.2	2476.6	2924.7
固定资产净额	2831.0	3776.3	4657.1	5497.9
无形资产	529.6	517.8	506.1	494.3
长期投资及其他	46.9	46.9	46.9	46.9
资产总计	5155.6	6422.2	7686.7	8963.7
短期借款	1736.3	2002.2	2277.8	2461.9
应付帐款	724.9	925.2	1104.1	1310.0
其他流动负债	490.4	558.3	666.4	791.2
流动负债合计	2951.6	3485.8	4048.3	4563.1
长期借款	465.0	870.0	1275.0	1680.0
其他长期负债	247.3	497.3	697.3	897.3
长期负债合计	712.3	1367.3	1972.3	2577.3
负债合计	3663.9	4853.1	6020.6	7140.4
少数股东权益	424.5	463.4	512.2	591.3
股东权益	1067.3	1105.7	1153.9	1232.0
负债和股东权益总计	5155.6	6422.2	7686.7	8963.7

现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动产生的现金流				
净利润	150.0	192.0	241.0	390.8
少数股东权益	48.1	38.9	48.8	79.1
折旧及摊销	205.1	244.5	337.3	409.4
坏帐准备	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款的减少/(增加)	(123.2)	(131.2)	(120.0)	(144.0)
存货的减少/(增加)	102.7	(162.4)	(134.3)	(154.6)
待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	(39.4)	(41.2)	(49.5)

其他长期资产的减少/(增加)	3.8	0.0	0.0	0.0
应付账款的增加/(减少)	(15.4)	200.4	178.8	205.9
预付费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债的增加/(减少)	135.3	67.9	108.1	124.8
其他长期负债的增加/(减少)	0.0	250.0	200.0	200.0
其它	(0.2)	0.2	0.1	0.1
经营活动产生的现金流净额	506.1	661.0	818.7	1062.1
投资活动产生的现金流				
收回投资与投资收益	17.2	0.0	0.0	0.0
资本投资	1102.9	1178.3	1206.4	1238.6
其它	219.0	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流净额	(1304.6)	(1178.3)	(1206.4)	(1238.6)
筹资活动产生的现金流				
股权融资	0.2	0.0	0.0	0.0
支付股利	170.8	153.6	192.8	312.6
银行贷款的净增加	692.2	671.0	680.5	589.1
其它	(325.4)	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流净额	847.0	517.3	487.7	276.5
现金的净流入/(净流出)	44.0	(0.0)	100.0	100.0
现金期初余额	340.5	580.6	580.6	680.6
现金期末余额	384.5	580.6	680.6	780.6

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
ROE	9.9%	17.4%	20.9%	31.7%
ROA	2.0%	3.0%	3.1%	4.4%
已获利息倍数	2.94x	5.56x	4.83x	6.00x
资产负债率	71.1%	75.6%	78.3%	79.7%
流动比率	59.2%	59.7%	61.2%	64.1%
固定资产/总资产	54.9%	58.8%	60.6%	61.3%

数据来源：公司公告 方正证券研究中心

※主要风险

国家对太阳能产业扶持力度减弱，宏观经济持续低迷，造成公司多晶硅产量和销售难以释放；公司对饲料原材料价格波动的掌握以及食品加工业务的梳理和掌控。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”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“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

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作出任何担保。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使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）
电话：	（86731）5832351	（86571）87782600
传真：	（86731）5832380	（86571）87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com