

上市公司调研研究报告

农副产品加工

重回主业，再创辉煌

剥离新能源，极大改善资产质量

剥离多晶硅资产后公司固定资产量将大幅度减少，资产负债率降低，由此带来的折旧减少，财务费用下降以及税负减轻，将显著改善公司的现金流。对公司业绩的提升起到极大的促进作用。

公司饲料业务核心竞争力犹在，竞争优势依然突出

产业链一条龙模式已经改变了饲料行业竞争规则，其“苗种+饲料+药品+服务与指导”的产品链销售模式依然是公司核心竞争力体现。公司盈利能力仍非常强。

扩大产能，继续提高市场占有率

公司计划新建 10 家饲料厂，多数建立在已经有通威市场的地区，通过新建厂来缩小营销半径，强化服务力度，促进饲料销售。未来 5 年公司饲料产能将由目前的设计产能 620 万吨提高到 1000 万吨。继续保持行业龙头地位

水产品深加工前景广阔

公司水产品深加工业务经过几年的摸索日渐成熟，09 年收入 2 亿元。计划 2010 年收入增加到 6 亿元。研发拳头产品，锁定餐饮终端，发展前景光明。

估值与投资建议

我们判断，公司未来三年的盈收将会出现较大幅度的增长，2009-2011 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.38 元和 0.45 元。综合考量 A 股市场主要的饲料公司，我们认为，通威股份和海大集团在成长性、盈利能力和估值方面都具有较强的优势。而通威作为行业的龙头，以及对行业的上中下游的掌控能力，考虑到公司近六年来的净利率的变化周期，公司的业绩拥有较大的弹性，未来的随着饲料主业销售收入的快速增长，净利润拥有快速反弹的空间。

利润表预测(万元)

	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	1000000	1150000	1380000
营业成本	903700	1035000	1242000
销售费用	20900	31935	44160
管理费用	29300	36800	43884
财务费用	12500	10350	9660
利润总额	22165	34200	38880
归属母公司股东净利润	17875	26125	30715
每股收益	0.26	0.38	0.45

通威股份（600438）

调升

买入

郑绮

zhengqi@csc.com.cn
010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn
010-85130307

执业证书编号：S1440209090411

当前股价：12.26 元

目标价格 6 个月：17.10 元

调研日期：2010 年 03 月 04 日

发布日期：2010 年 03 月 10 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
3.6/0.3	7.6/15.6	42.5/4.3

12 月最高/最低价 (元) 13.18/0

总股本 (万股) 68,752

流通 A 股 (万股) 68,752

总市值 (亿元) 84.29

流通市值 (亿元) 84.29

近 3 月日均成交量 (万) 1,352

主要股东

通威集团有限公司 10.00%

股价表现



目 录

调研目的	2
一、水产品消费情况与趋势	2
1、中国是水产品第一大产销国	2
2、当前国内水产品消费趋势	2
二、水产品饲料行业情况	4
1、人工水产养殖所占比重快速上升	4
2、水产饲料成长空间巨大	4
3、饲料行业的竞争格局与核心竞争力	5
三、通威过往三年经营与业绩情况	5
四、未来三年公司经营战略	7
1、重新聚焦主业	7
2、2010 年增长目标与具体措施	7
五、公司未来三年经营情况与业绩预测	8
1、公司目前饲料主业依然保持着良好竞争优势	8
2、对公司水产品深加工业务发展前景分析	8
3、有关水产品深加工业务的几个问题	9
4、水产品加工业务 2009 年亏损，2010 年目标是盈亏平衡。	9
5、剥离新能源业务后，通威资产质量将得到极大改善	9
六、估值与投资建议	10
风险分析	11
附:	12

图 表

图 1：我国各年的水产品产量 单位：万吨	2
图 2：我国居民水产品消费快速增加 单位：千克 / 年	3
图 3：我国各地区居民的水产品消费支出	3
图 4：我国人工养殖的淡水产品增长迅速	4
图 5：人工养殖的海产品和水产品所占比重稳步上升	4
图 6：公司近五年来饲料销售收入及在总收入中的占比	6
图 7：公司饲料的毛利率开始回升	6
图 8：近两年公司固定资产折旧额超过净利润	10
图 9：公司近年负债率和财务费用增加较快	10
图 10：通威集团净利润率下降到低点，业绩更具弹性	11
表 1：三家公司盈利能力分析	7
表 2：利润表预测 单位：万元	11
表 3：三家水产品饲料公司业绩预测与动态估值	11

调研目的

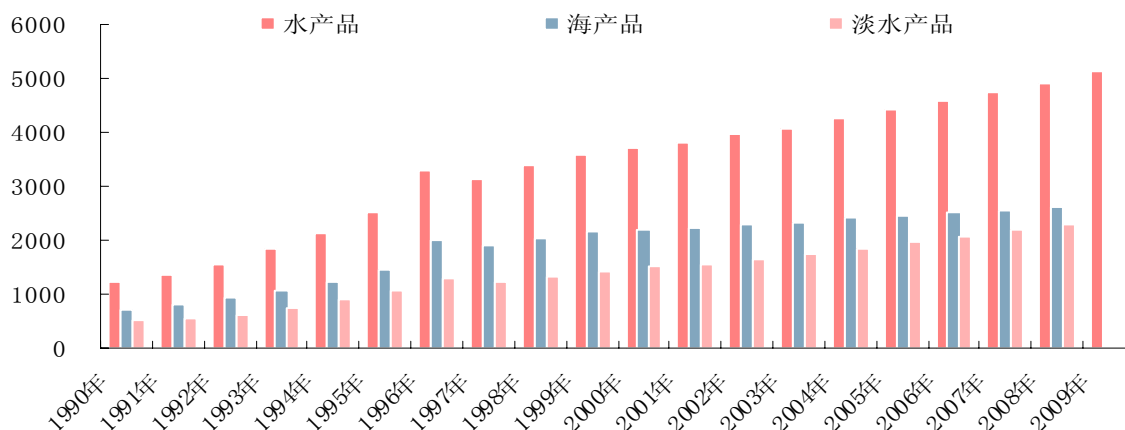
了解公司的生产经营情况，新能源剥离后公司的主营变化以及未来的发展战略；了解公司在水产饲料、水产加工方面的业务进展、市场开拓以及上下游行业的发展情况。

一、水产品消费情况与趋势

1、中国是水产品第一大产销国

我国水产品总量（捕捞+养殖）占全球总量的 35%，其中水产品养殖产量约占全球的 70%，连续十九年位居世界第一，是世界上唯一养殖产量超过捕捞产量的水产养殖大国。2008 年我国水产品总产量 4896 万吨，人均 37 公斤。其中，天然捕捞 1469 万吨，养殖产量 3426 万吨，人工养殖占总产量的 70%，未来，我国水产品养殖也有的增长空间巨大。

图 1：我国各年的水产品产量 单位：万吨



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

1989~2005 年，淡水产品的平均增长率为 13.83%，比同期海水产品高 1.13 个百分点，淡水产品的平均增长率为 5.45%，海水产品的平均增长率为 2.33%，前者比后者高 3.12 个百分点，淡水产品产量比海水产品产量增长更快。1997~2005 年，淡水产品人工养殖、海水产品人工养殖、淡水产品天然生产、海水产品天然生产产量增长率分别为 6.96%、6.87%、4.61%和 1.79%。

2、当前国内水产品消费趋势

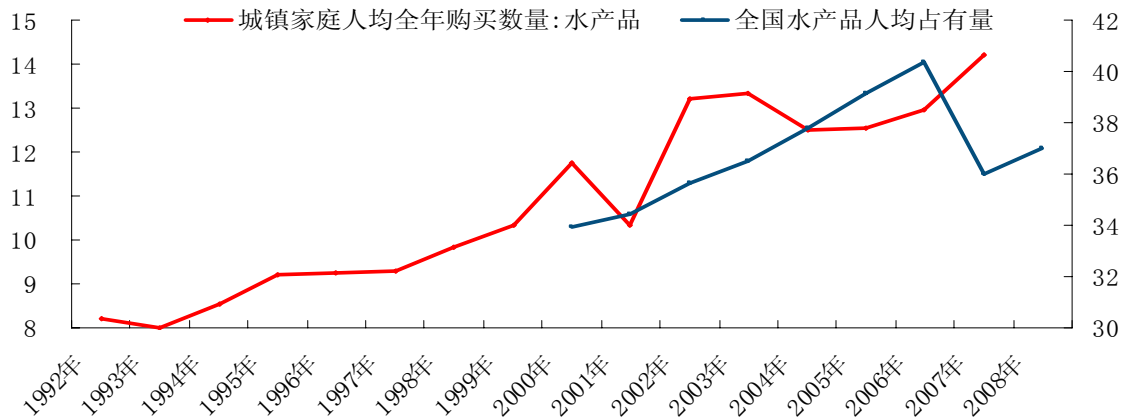
当前，中国水产品的消费量大幅上升，特别是冷冻水产品消费日趋上升，但尚未形成品牌消费。水产品的消费尚处在无品牌的混乱局面。

2008 年，中国城镇居民家庭消费水产品 1748.49 亿元，比十年前 1998 年增 191.32%，增幅比肉禽类产品高 22 点，比蛋类高 85 个点，年均增幅 19.1%。与 1995 年比，水产品消费额增 307%，比肉禽类高 77.61 点，比蛋类高 172 点。从人均消费水平看，2008 年，我国城镇居民家庭人均消费水产品 288.24 元，比十年前 142.46 元增长 102%，年均增长 10.2%；2008 年城镇居民人均消费肉禽类产品 808.45 元，比 1998 年增长 87.47%。十年



间，水产品比肉禽产品人均消费额增幅高 14.53 点。

图 2：我国居民水产品消费快速增加 单位：千克 / 年



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

从数量上看，2008 年，我国城镇居民人均年消费水产品 15.62 公斤，比十年前 1998 年增 58.54%，年均增速 5.85%；猪肉 17.3 公斤，比 1998 年增 8.94%，年均增速 0.894%，平均年增速比水产品低 5.5 倍；十年时间，除去家禽消费量增幅超过水产品外，水产品增幅比猪肉高 49.6 点，比牛羊肉高 36.39 点，比蛋品高 64.94 点。虽然禽类产品消费量增幅超过水产品，但人均年消费量仍比水产品低 4.78 公斤。由于禽类产品消费档次明显低于水产品，因此人均消费金额增幅也比水产品要低。

不同的地区水产品消费差异性较大，最高消费地区（上海、浙江、福建）是最低消费地区人均水产品消费支出的 10 余倍，是第四类（河北、吉林、江西、湖北、湖南、重庆、西藏、安徽、山东、黑龙江、云南、四川）的 5 倍左右。随着生活水平的提高，人们对健康的关注程度加强，水产品的消费还将进一步提高，人均水产品消费支出将增加。2001~2005 年，第三、第五类地区人均水产品消费支出的增长率均高达 6.50%，远远高于第一类地区 3.88% 的增长率。

图 3：我国各地区居民的水产品消费支出

类型 Type	包括地区 Included provinces	人均水产品消费支出(元) Seafood consumption expenditure per capital (yuan)					
		2000	2001	2002	2003	2004	2005
一 First	上海、浙江、福建	474.52	503.02	563.48	554.25	550.91	570.84
二 Second	广东、海南	297.09	313.88	359.04	356.51	383.82	402.33
三 Third	北京、广西、辽宁、天津、江苏	165.55	181.98	199.20	209.72	217.97	225.98
四 Forth	河北、吉林、江西、湖北、湖南、重庆、西藏、安徽、山东、黑龙江、云南、四川	88.62	94.08	94.04	99.78	110.56	120.08
五 Fifth	山西、河南、内蒙古、贵州、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	37.28	39.88	43.12	44.34	46.23	51.02

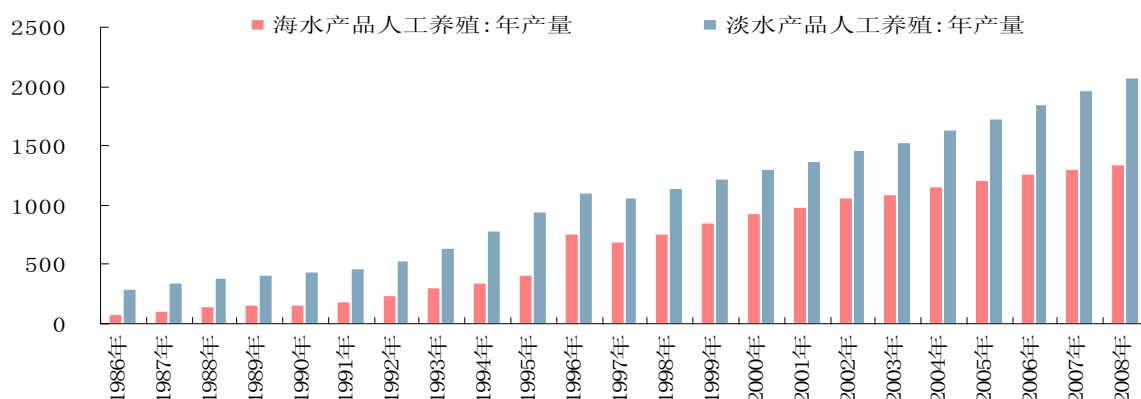
数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

二、水产品饲料行业情况

1、人工水产养殖所占比重快速上升

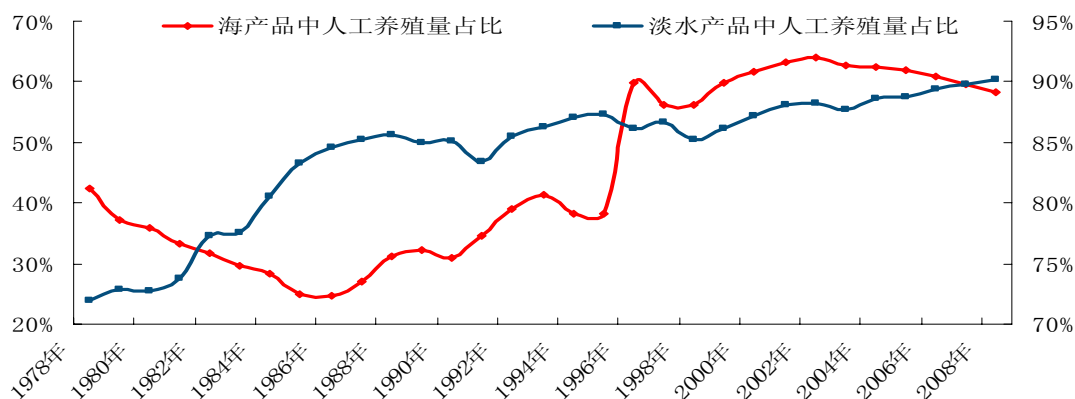
近三年来,我国人工水产养殖规模迅速扩大,人工养殖的海水产品和淡水产品年产量逐年提高,特别是人工养殖的淡水产品增长迅速。人工养殖的水产品在总的水产品种的比重也是逐年提高,但水产品的提高速度明显快于海产品。

图 4：我国人工养殖的淡水产品增长迅速



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

图 5：人工养殖的海产品和水产品所占比重稳步上升



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

2、水产饲料成长空间巨大

过往几年水产饲料年复合增长率为 15% 高于饲料行业平均 2.4% 增长速度, 2008 年水产饲料产量为 1299 万吨, 实际需求量为 2527 万吨, 产出缺口较大。近年来, 我国水产配合饲料发展迅猛, 已成为饲料增长的主要力量。近年, 水产配合饲料的年均增长率为 15%, 明显高于其他饲料产品。

全球对水产品的消费随着绿色食品的需求增大快速增加, 同时, 我国水产饲料发展空间巨大。2008 年国内养殖水产品 3426 万吨, 水产饲料的需求为 2527 万吨。2008 年实际水产配合饲料产量仅为 1299 万吨, 市场

缺口巨大。“十一五”规划提出 2010 年我国水产品产量将达到 6000 万吨，其中人工养殖量为 4200 万吨，水产饲料需求为 3121 万吨，水产饲料具有广阔的市场前景。

我国饲料行业未来 5 年内仍会快速发展，预计 2015 年饲料需求量 21,723 万吨，其中猪饲料 8,549 万吨，占 39.35%；水产饲料 3,539 万吨，占 16.29%；肉禽饲料 1,195 万吨，占 5.50%；蛋禽饲料 5,203 万吨，占 23.95%；其他饲料消耗 2,237 万吨，占 14.91%。

3、饲料行业的竞争格局与核心竞争力

A、竞争日益残酷，产能已严重过剩，而行业中又掀起了新一轮投资热潮。这一轮投资的主体是行业中本已领先的大企业集团。初步估计 2006 年上半年全国新增产能比上一年达 25% 以上，进一步的产能过剩将急剧使行业恶性竞争，利润率快速下降。

B、大企业集团的战略日益清晰和趋同，即追求规模化基础上的成本领先战略。04、05 年中小企业只是延续了生存状态，赢利有限，企业竞争力并未得到提升。而一大批大企业集团却得到了超额利润，增强了综合竞争能力和相对竞争优势随着产能的扩张，它们必将追求更大的市场份额，降低单位利润势在必行。目前饲料企业仍然有 10000 家左右，单厂规模不足万吨。

C、竞争的本质是综合实力的竞争。这些优势企业所共有的特点：a、强大的资本实力。b、基本上完成了全国性的布局。c、有相对先进的管理制度和管理能力。d、有较好的赢利模式。整个行业已进入强者更强、弱者灭亡的阶段。

D、价值链的竞争已成为基本竞争模式。企业、员工、销售商、用户都必须得到利润相对最大化，谁能够利用相同资源创造出更大的价值，谁就胜出。这就要求企业在资本、技术、人力等各个要素方面都具备有相对优势，才能表现出竞争力而占领市场。

E、产业链一条龙模式会在不久的将来更为彻底的改变行业的竞争规则。

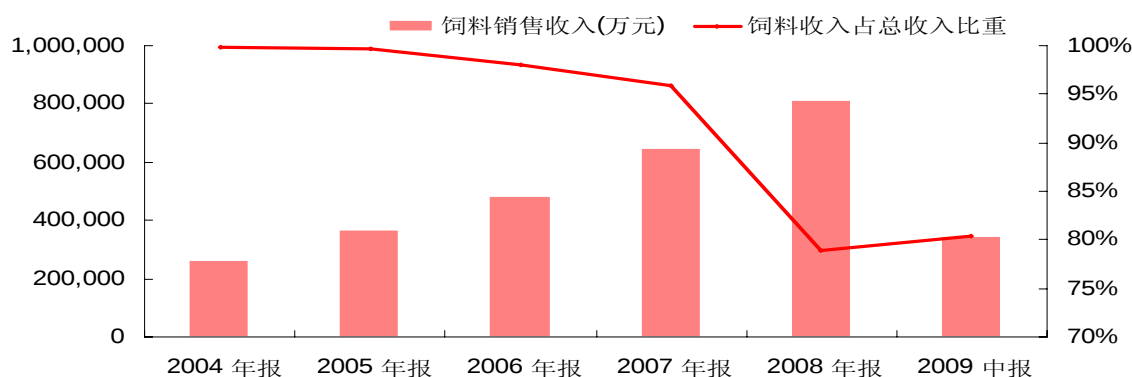
F、全球化已全面渗透了整个行业。豆粕、玉米将越来越多依赖进口，而终端产品也将逐步打入国际市场。一方面，跨国企业将会真正全面进入中国农业，从种子、粮食、饲料、饲养、肉制品各个方面冲击中国企业，在它们面前，我们将显得非常脆弱。另一方面，本土优势企业也会在今后几年中全面提升竞争能力。

饲料工业的发展已逐渐进入成熟阶段，企业的规模化、集中化方向越来越明显。近年来饲料企业总数逐年减少，而年产万吨以上企业数量逐年增加。目前，全国年产 10 万吨以上的饲料企业 157 家。全国排名前 10 位的饲料企业集团生产饲料产品为 2502 万吨，占全国总产量的 23%。大型优势饲料企业不断加大投资，强化饲料工厂规模化的布点、布局，随着市场竞争程度增加，未来饲料行业将继续加大整合力度，行业集中度逐步提高，规模效益日趋明显，大型集团化企业将主导饲料行业的生产环节。

三、通威过往三年经营与业绩情况

从 2007 年到 2009 年通威经营发生较大变化，一方面是业务结构增加新能源和化工内容；增加了食品加工与销售业务。本原主业饲料销售收入占比由 2006 年 99%，逐步下降为 07 年的 95.79%，08 年的 78.87%。2009 年上半年有恢复到 80%。

图 6：公司近五年来饲料销售收入及在总收入中的占比



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

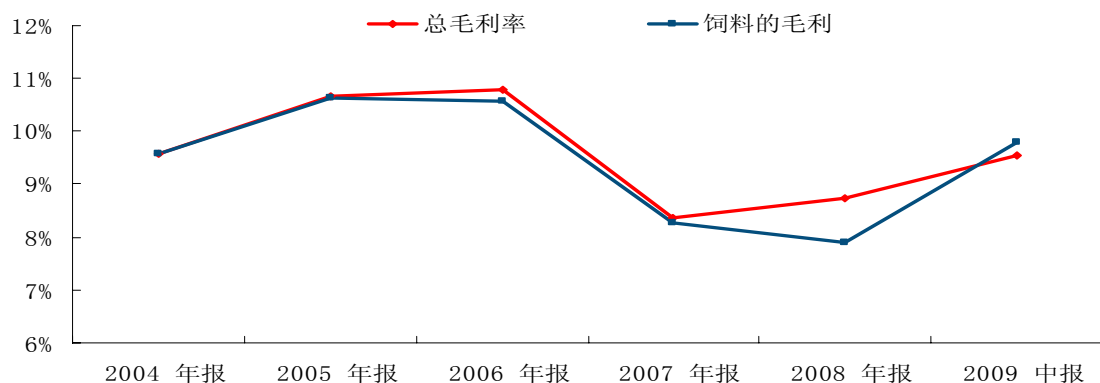
公司新增业务——新能源、化工和食品加工业务的收入经营情况总体上不错，但毛利率非常不稳定。化工业务 2008 年上半年收入为 3.92 亿元，毛利率为 17.0%，到 2009 年同期收入上升为 4.13 亿元，毛利率下降到 12.38%。新能源 2008 年全年收入 1.45 亿元，毛利率为 62.73%，2009 年上半年收入 1 亿元，但毛利率急剧下降到 13.05%。

水产养殖和食品加工业务是公司延长产业链，创新盈利新模式处于摸索阶段，毛利率较低且不稳定。2007 年为 2.20%，而 08 不到 1%，处于严重亏损状态。

公司传统业务——饲料业务三年来依然不保持增长。2006 年到 2009 年上半年收入增长幅度分别为 35%、27%。但 2009 年上半年收入出现 1% 的微幅下降。从毛利率情况看，2008 由于水产品价格下跌，造成饲料价格下降，毛利率出现历史性低位，只有 7.91%。

公司 2006 年——2009 年上半年实现净利润分别为 1.46 亿元、1.79 亿元、1.05 亿元与 8338 万元。在新能源毛利急剧下降和食品加工业务亏损情况下，公司饲料主业毛利恢复到 9.79%，成为支撑公司收入和业绩的坚强后盾。但公司三年没有在饲料主业上有投资，产能没有扩大。

图 7：公司饲料的毛利率开始回升



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

四、未来三年公司经营战略

1、重新聚焦主业

2007 年以来公司经营战略的转变，带来收入结构和净利润的变化表明，公司适度多元化战略没有出现方向性错误。但的确存在操作上的不足，一方面，多晶硅价格下跌时间和幅度都超过市场预期；二是公司水产产业链向下游延伸时，具体产品选择了活鱼作为通威鱼的主流产品。但是活鱼的品牌认知度在国内尚未形成。因此大量投入没有带来相应回报。

新能源、水产品深加工等一系列新业务需要大量持续的资金投入，公司主要依靠银行间接融资。借款额大幅度上升造成财务费用的迅速扩大，2006 年到 2008 年公司财务费用由 3118 万元提高到 1.35 亿元，增加 300% 多。业务结构变化后，固定资产量迅速上升，两年间增加一倍多，带来折旧率生生；且由农副产品初级加工行业转移到化工和新能源领域，公司仅所得税支出就增加 3 倍。

与此同时饲料行业竞争格局也在发生新的变化，水产饲料强劲需求和较高利润率吸引业内大型企业进入水产饲料领域。在水产第一大省的广东，由于虾养殖与罗非鱼等新型水产品养殖的兴起给海大等新兴企业极好的发展机遇。市场占有率迅速提升。从两家上市公司饲料增长情况可间端倪：

海大集团——2007 年到 2009 年上半年收入和净利润增长情况，保持了 60% 以上增长，正邦科技的饲料收入速度也超过 40%。而通威饲料业务增长幅度仅为 25%。这都给行业老大通威带来很大的经营压力。

在这种情况下，2009 年公司做出重大战略调整，即出售多晶硅股权，股份公司集中力量做大饲料主业。公司计划 2009 年进行融资，扩建 12 家饲料生产基地，把产能有目前的 620 万吨扩大到 1000 万吨。

表 1：三家公司盈利能力分析

	2007 年		2008 年		2009 上半年	
	毛利率	财费/收入	毛利率	财费/收入	毛利率	财费/收入
通威股份	8.37%	0.80%	8.73%	1.31%	9.55%	1.57%
正邦科技	8.61%	0.73%	7.01%	0.71%	7.52%	0.60%
海大集团	9.07%	0.51%	7.80%	0.84%	8.60%	0.61%

数据来源：wind，中信建投证券研究所

可见，通威作为行业老大，盈利能力还是非常强，业绩增长放缓的主要问题在于饲料主业产能投入不足，多元化带来资金的大量增加。因此，2010 作为公司重大战略年，集中主业到饲料上来，公司净利润增长将呈现加快趋势。

剥离多晶硅资产后，公司资产质量将得到极大改善。资产负债率下降，固定资产折旧减少（通威饲料业务固定资产建设几年来没有增加，但固定资产总量从 2006 年的 12 亿元增加到 2009 年的 26 亿元，新增固定资产多数为化工和新能源）。而饲料加工设备的使用周期长达 20 年，年折旧率很低。因此剥离多晶硅资产，通威折旧将大幅度下降。

2、2010 年增长目标与具体措施

行业竞争的紧迫性与融资的需求对公司 2010 年经营提出很高要求。公司也有着一种背水一战，或者称绝地

反击的强烈的心理愿望。公司规划 2010 年饲料产量增加 15%，收入增长 20%，净利润增长达到 30%-40%。业绩高速增长一方面来自销售量增长，来自产品结构进一步调整提高毛利率，另一方面将来自费用的下降。甚至费用下降会成为重要利润增长因素。

在公司没有介入新能源、化工产业时，公司一致保持较好的现金流。保持饲料销售不坏账记录。我们认为重回主业后，公司财务费用、折旧支出以及税负支出都将大幅度减少。

五、公司未来三年经营情况与业绩预测

1、公司目前饲料主业依然保持着良好竞争优势

其“苗种+饲料+药品+服务与指导”的产品链+服务带动饲料销售模式的没有过时，依然是公司核心竞争力体现。公司计划新建 11 饲料厂多数建立在已经有通威市场的地区，通过新建厂来缩小营销半径，强化服务力度，促进饲料销售。这样会大大缩短新进市场投入期，尽快产生销售，产生经济效益。因此我们对公司未来三年销售量、收入和业绩持续增长抱乐观态度。

2、对公司水产品深加工业务发展前景分析

前面我们提到，国内水产品消费目前的态势是占动物产品消费比重进一步上升，这得益于消费者对水产品低脂肪、低热量健康保健的认识提高。同时水产品比畜禽类产品种类更为丰富，给消费者提供的选择更多。同时，冷链水产品消费比重也呈现不断上升趋势，这是由于冷链产品进行初步加工后，食用更为卫生和方便。我们看到超市的冷冻柜里，水产品基本占多数。但冷链水产品尚未形成品牌消费，消费者的品牌消费意识也不明显。而在肉类消费领域已经形成了品牌消费。因此我们认为未来水产品的品牌消费也必然会成为趋势。

通威最早计划介入水产品领域是出于对促进饲料销售的角度考虑的。即通过为养殖提供苗种、药品和技术指导外，还增加收购环节。通过控制水产养殖的各个环节，强化养殖户对通威的依赖来达到控制更多养殖户使用通威饲料的目的，因此开创通威鱼品牌。但收购生鲜鱼后的品牌销售过于超前。在所有水产品消费尚未形成品牌意识时，通威鱼被市场认同仅限于一些大品牌连锁餐饮渠道，比如谭鱼头等。在生鲜鱼的运输和管理方面也需要巨大资金投入，并承担产品保鲜期短的风险。于此同时，通威海打入下游冷链水产品加工环节。生产冻鱼、冻虾等半成品，这方面产品由于海外消费市场非常成熟，因此获得成功。未来通威将放弃生鲜活鱼直接销售到终端的模式，而将收购鱼用来进行鱼产品加工

目前通威水产品加工方面拥有的产品主要有冷冻鱼片和冻虾，还有一部分休闲鱼食品，比如小包装真空鱼产品。2009 年加工水产品收入已经达到 2 亿元，主要出口海外市场。

通威在产业链打造方面获得较大成功的是金卡猪项目，就是建立与生猪养殖、饲料供给、屠宰与加工、销售的的全产业链。公司在邛崃兴建春源食品加工厂主要承担屠宰与肉制品加工业务，2009 年现售收入 1 亿元。

我们认为建立通威在树立水产品品牌影响力方面还需要一个渐进过程，需要时间。但短期内，通威水产品的海外市场销售和国内市场消费方面都有很大市场提升空间，未来发展前景看好。

但进入水产品加工领域，等于进入一个新产业。营销模式与通威原有饲料销售模式有很大不同，需要通威去摸索。由于目前水产品加工企业处于春秋战国的极度分散经营时期，企业多数规模小，没有哪一家有突出的

市场影响力和竞争优势。通威至少与其他企业站在同一起跑线上。在资金上、管理上以及市场拓展方面，通威依然显示出很强的竞争优势。

公司 2009 年水产品深加工业务的收入为 2 亿元，其中 70% 出口，30% 内销。2010 年计划完成销售收入 6 亿元，增长两倍，销售市场比例基本不变。

3、有关水产品深加工业务的几个问题

A、加工基地与原料供应

公司目前主要加工基地有三家：海南工厂（全亚洲最大水产品加工厂）、湖南郴州和成都新津，此外还有多家 OEM 工厂（公司对 OEM 有严格的硬件和软件要求）满足公司加工量增长需求。目前出口深加工产品主要是对虾、罗非鱼和鲷鱼。对虾和罗非鱼集中在海南和广东。鲷鱼集中在两湖、两江与安徽。具有较强的资源优势。

B、利润率

公司目前水产品主要出口美国、澳大利亚和加拿大，主要产品为鱼片和对虾整体。国家鼓励水产品出口，实施出口退税 13% 的优惠政策。公司将所有费用纳入成本，净利润率维持在 13% 左右。但国内销售水产品，由于国人的食用习惯与海外有很大不同，包括鱼唇、鱼皮、鱼肚和鱼刺在内的副产品销售情况甚至比主产品要好，由此带来的利润较高。

C、人民币升值影响

中国是全球最大水产品出口国，有些产品比如鲷鱼基本只有中国拥有，因此具有一定的话语权。即便升值，销售价格也会相应提高。海外市场 and 出口产品价格主要受经济危机影响，消费下降会导致价格下跌，与汇率变化关联不大。

D、劳动密集型产业带来劳动力成本上升风险

这个潜在风险对所有劳动密集型产业都存在。对副产品需求的存在使公司不能使用国外的高度机械化设备。人工在生产过程中不可缺少。

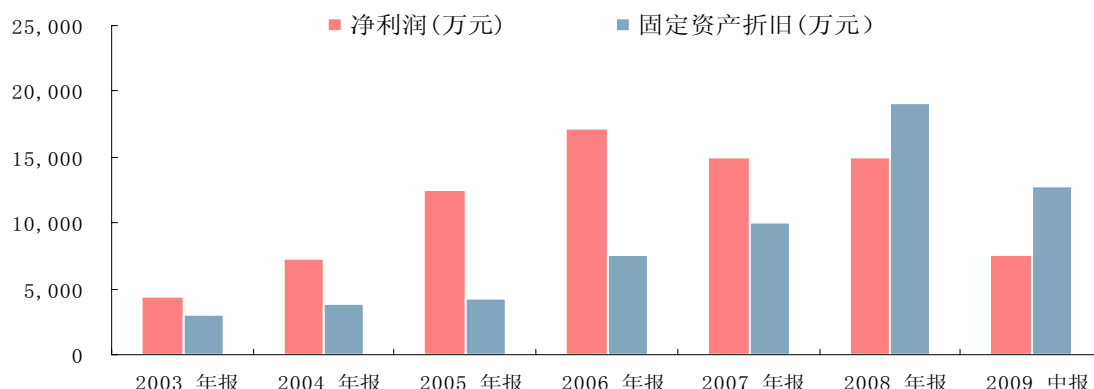
4、水产品加工业务 2009 年亏损，2010 年目标是盈亏平衡。

公司水产品加工厂主要分布在湛江、海南，产品是罗非鱼、对虾和鲷鱼，产品线比较单一。2008 年年底，全球金融危机爆发，导致公司水产品加工业务出现了六七千万的亏损。2010 年，公司加大国内市场的开拓和产品线的完善，但由于初期费用较大，预计此块业务能实现盈亏平衡。仅此块业务就能给公司变相贡献五六千万的利润，有助于公司业绩的提升。

5、剥离新能源业务后，通威资产质量将得到极大改善

A、固定资产数量减少一半，折旧支出下降

图 8：近两年公司固定资产折旧额超过净利润

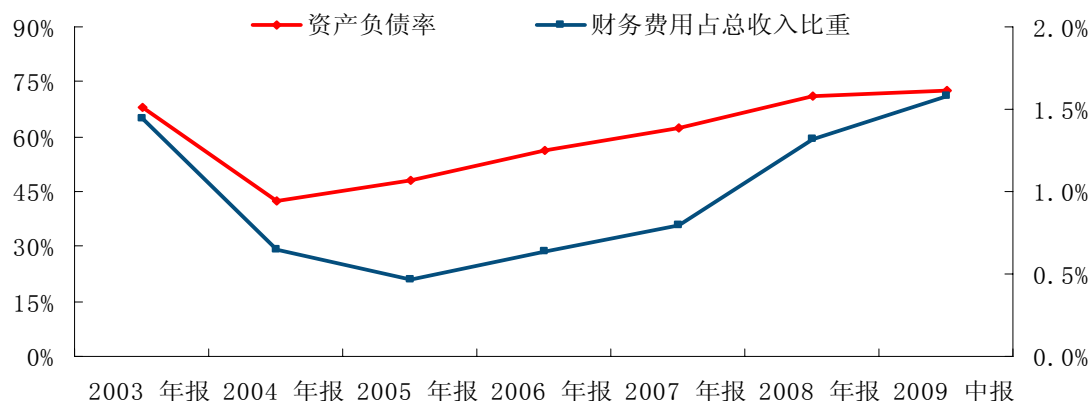


数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

B、税收优惠继续得到体现，税负压力减轻

C、负债率下降约 10%，财务费用/收入比率下降一倍以上

图 9：公司近年负债率和财务费用增加较快



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

六、估值与投资建议

我们判断，公司的新能源业务剥离后，折旧以及资本消耗大幅减少，水产饲料的放量以及水产品加工业务的减亏，其间费用将会大幅下降。公司未来三年的盈收将会出现较大幅度的增长。我们预测公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.38 元和 0.45 元，六个月的目标价位 17.1 元。

综合考量 A 股市场主要的三家饲料公司，通威股份、海大集团和正邦科技，我们认为，通威股份和海大集团在成长性、盈利能力和估值方面都具有较强的优势。海大集团作为行业的后起之秀，具有良好的成长性。而通威，作为行业的龙头，以及对行业的上中下游的掌控能力，考虑到公司近六年来的净利率的变化周期，公司的业绩拥有较大的弹性，未来的随着饲料主业销售收入的快速增长，净利润拥有快速反弹的空间。



表 2：利润表预测 单位：万元

	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	1000000	1150000	1380000
营业成本	903700	1035000	1242000
销售费用	20900	31935	44160
管理费用	29300	36800	43884
财务费用	12500	10350	9660
营业利润	33600	36000	40500
利润总额	22165	34200	38880
归属母公司股东净利润	17875	26125	30715
每股收益	0.26	0.38	0.45

数据来源：中信建投证券研发部

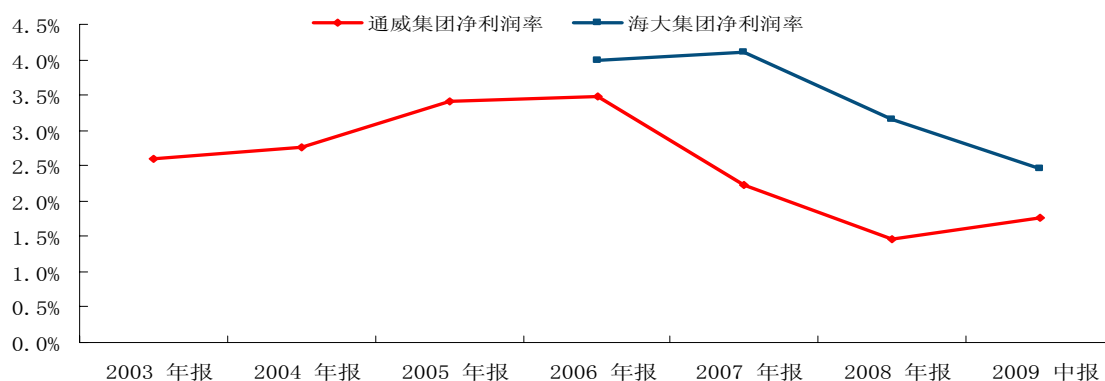
表 3：三家水产品饲料公司业绩预测与动态估值

	E P S			P E		
	2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年
通威股份	0.26	0.35	0.47	47.15	35.00	26.00
正邦科技	0.26	0.36	0.46	54.07	39.05	30.56
海大集团	0.70	1.00	1.40	51.04	35.73	25.52

数据来源：中信建投证券研发部

注：通威 2010 年业绩预测没有考虑增发因素。

图 10：通威集团净利润率下降到低点，业绩更具弹性



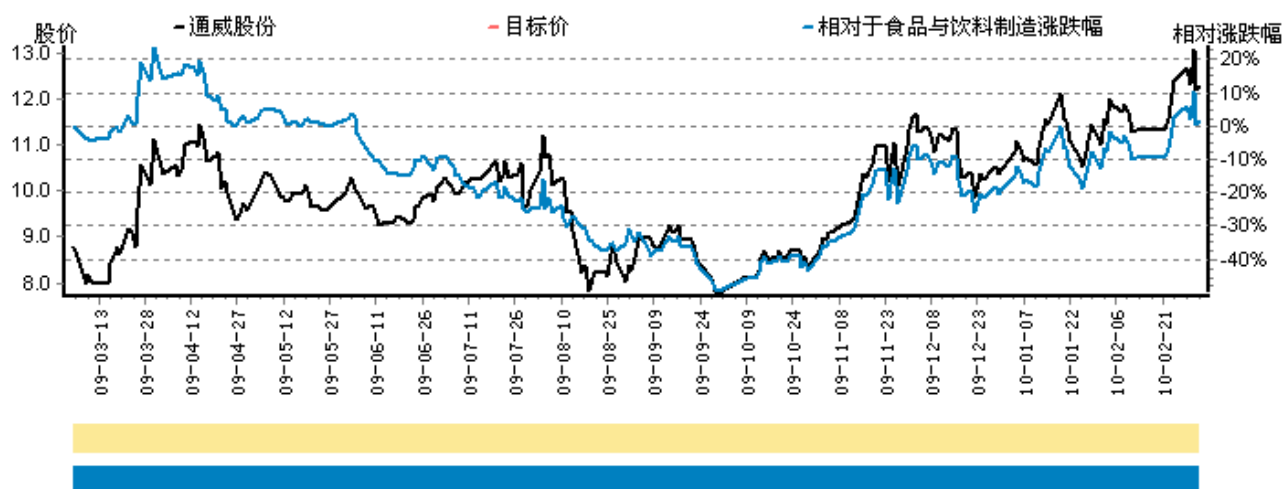
数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

风险分析

- 1、原材料风险：玉米、豆粕和鱼粉价格如果大幅上升，将会大幅增加公司的生产成本。
- 2、气象灾害与疫病风险：如果出现极端天气、以及水产品、畜禽疫病暴发，对饲料的需求将会大幅下降。
- 3、水产品加工及出口风险：公司水产品加工受原料、OEM 工厂及食品安全风险影响。国际市场的需求的变化对公司会产生负面影响。



附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

郑绮：北京大学法学院法学学士、硕士，食品饮料行业首席分析师。从事行业研究 10 年，对食品饮料行业发展历程和上市公司历史较为熟悉。曾获得新财富最佳分析师评选入围，还获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：中央财经大学经济学博士，哥伦比亚大学商学院访问学者，农业、食品饮料行业分析师，2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。从宏观视角进行行业分析，从行业周期进行公司研究。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

基金研究服务

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。