

朱卫华 0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 黄珺、董广阳 0755-82943241
 huangj@cmschina.com.cn

2009年5月8日

越南水产饲料市场复苏

天邦股份、通威股份、新希望越南投资跟踪

日用消费

农林牧渔

中性(维持)

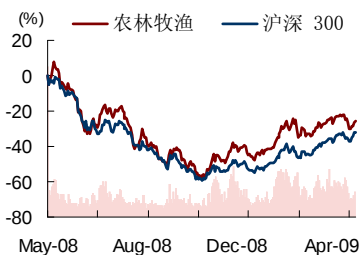
上证指数 2626

行业规模

		占比%
股票家数(只)	48	3.0
总市值(亿元)	1887	1.0
流通市值(亿元)	1321	1.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2.0	68.2	-25.9
相对表现	-8.1	6.9	6.8



相关报告

- 1、《天邦股份(002124) - 合纵连横, 规模有望倍增》2007/9/13
- 2、《通威股份(600438) - 引领中国水产饲料行业走向工业化道路》2007/10/27

事件: 天邦股份5月4日公告, 公司控股子公司越南天邦特驱年设计生产能力为20万吨的饲料生产线项目于日前正式投产; 通威在越南投资的新厂也于今年初开始试生产。

- **拖延一年多, 通威、天邦最终成功落户。** 受全球经济影响, 越南08年经历了冰火两重天, 上半年恶性通胀——原材料价格上涨、罢工现象增加, 下半年金融危机——水产品出口受阻, 于07年开始的通威、天邦两家公司的越南水产饲料项目进度大受影响, 直到09年初才真正落成, 3、4月份正式投产。
- **越南经济触底反弹, 水产品出口恢复迅速。** 越南经济体规模小, 对外依存度高, 受金融危机影响较大, 但政局社会稳定, 国内消费信心足, 银行体系涉及金融衍生品较少, 复苏较快, 4月份整体经济增速明显较一季度转好, 环比复苏明显, 全年增速有望达到5%。其中水产品出口1-4月虽同比仍下滑, 但相比08年四季度, 随着欧盟各国及俄罗斯对越南巴沙鱼进口的解禁, 09年以来逐月环比增长显著。
- **有序竞争, 越南饲料市场虽过暴利时代, 但复苏仍值得期待。** 越南养殖业十分发达, 类似我国的海南省, 一年四季可以养殖且亩产是我国平均的2-3倍, 而本土饲料工业落后, 过去几年只有法国鹤牌、正大、统一等几家国际大型饲料企业进入, 饲料价高, 供不应求, 但过去两年国内新希望、通威等陆续进入越南市场以及其他其他蜂拥扩张后, 饲料产能曾一度高达需求的2倍以上, 导致在金融危机时甚至有许多小饲料厂倒闭。不过随着危机渐去, 水产品出口复苏, 水产饲料行业也随之复苏, 经过金融危机洗礼的行业淘汰了落后产能, 行业发展更加健康有序。
- **投资策略:** 越南饲料市场复苏对三家公司现有饲料业务的影响从大到小分别是天邦股份、通威股份和新希望, 但对未来总体业绩影响均有限, 维持三家公司中性评级。天邦股份在越南第一座20万吨工厂于5月投产, 新增公司饲料产能40%, 有望使公司多元化快速扩张的主业扭亏, 但整体盈利水平仍较弱; 通威在越南第二家厂也于5月前后投产, 为越南最大, 然市场主要关注点为多晶硅业务; 新希望08年已在越南收获丰厚, 09年将再接再厉, 不过公司主要利润来源为民生银行投资收益, 越南业务对业绩影响不大。
- **风险因素:** 目前我们还不能判断越南经济已走出危机, 美国、欧盟等越南水产品主要出口国的后续需求是否持续也不确定。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	PB	评级
天邦股份	10.95	0.70	0.25	0.30	15.3	42.8	4.5	中性-B
通威股份	10.34	0.23	0.22	0.29	45.3	47.4	6.7	中性-A
新希望	9.60	0.45	0.40	0.48	21.3	23.9	2.6	中性-B

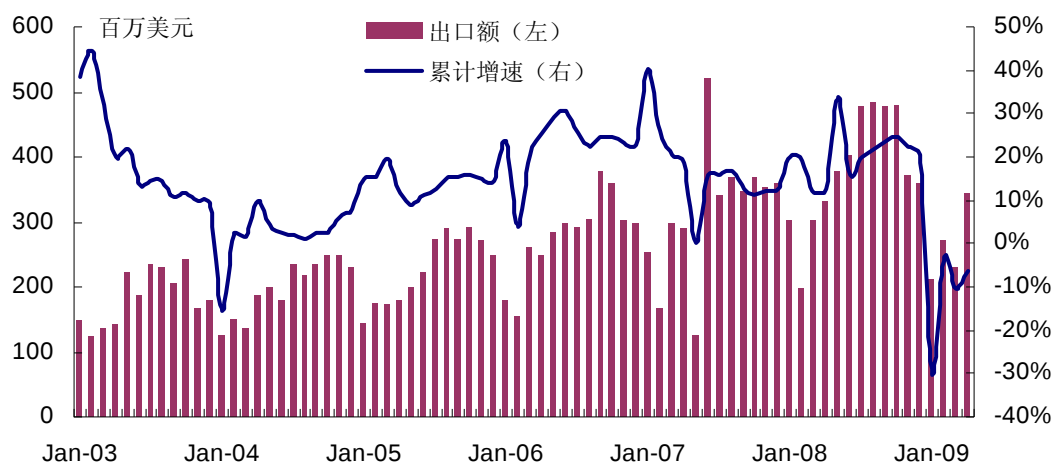
资料来源: 招商证券

越南经济触底反弹，水产品出口环比恢复迅速

越南经济触底反弹。越南经济体规模小，对外依存度高，受金融危机影响较大，但政局社会稳定，国内消费信心足，银行体系涉及金融衍生品较少，复苏较快。一季度，越南工业生产增幅仅为 3.3%，为 20 年来最低增幅，4 月份增幅已上升到 5.4%；一季度经济增速 3.3% 为 10 年最低，越南国家经济-社会信息和预报中心预报称，4 月份已经出现复苏迹象，2 季度越南经济增长将回升，渣打银行预测全年有望达 4.2%，越南总理甚至乐观的估计全年增速为 5%-5.5%。

水产品出口同比减速放缓，09 年 1-4 月环比持续增长。08 年底、09 年初越南市场弥漫悲观的气氛，首先是金融危机以来意大利、埃及、俄罗斯等各国因质量不达标等问题禁止进口越南的巴沙鱼、扎鱼等水产品（欧盟曾一次退回 1 万吨左右鲶鱼成品），再有 08 年 9 月虾养殖遭遇疫病出现大面积死亡现象，接着还有 09 年来的异常暴雨打击养虾业，导致越南水产养殖者积极性受挫，09 年初越南农业与农村发展部水产养殖局调研的结果说 09 年水产养殖面积将减少 3.5 万公顷，减少 3% 以上。然而 4 月份开始情况有所改变，意大利、埃及、俄罗斯又先后打开了国门，产品价格开始复苏（4 月份巴沙鱼价格较 3 月环比上涨 10%），养殖者积极性又开始提高，1-3 月份水产品出口额同比下降 8% 以上，4 月份同比下降幅度仅有 2.46%。

图1、越南渔业出口环比复苏



资料来源：bloomberg，招商证券研发中心

越南饲料市场虽过暴利时代，但复苏值得期待

08 年之前是进入越南饲料业的大好时机，08 年下半年进入低谷。越南养殖业十分发达，类似我国的海南省，一年四季均可养殖且亩产是我国平均的 2-3 倍，而本土饲料工业落后，过去几年只有法国鹤牌、正大、统一等几家国际大型饲料企业进入，饲料价高，供不应求，但过去两年国内新希望、通威等陆续进入越南市场以及其他其他蜂拥扩张后，饲料产能曾一度高达需求的 2 倍以上，导致在金融危机时甚至有许多小饲料厂倒闭。

金融危机淘汰落后小厂，竞争更加有序，利于长期发展。08 年上半年越南出现恶性通胀，政府采用了提高银行利率和信贷收紧等方式控制通胀，许多企业因资金周转出现问

题倒闭或撤离，行业内集中度提高，基本都为泰国正大、台湾大成、台湾统一、美国嘉吉、法国鹤牌等几大跨国企业的天下（台湾统一目前占据了越南虾料 70% 的市场）。而我国进入越南市场的都是饲料的龙头企业，在国内基本战胜了这几家跨国巨头，相信良好的行业格局会让越南饲料行业发展得更加健康规范，对国内企业的发展是长期利好。

恢复良好，盈利水平高于国内。随着水产品出口的复苏，越南饲料企业的盈利水平也开始恢复，虽然水产品价格波动大（草虾曾经跌至 10 年低点），水产饲料价格基本一直较高水平，如鱼粉和豆粕等原料价格低于国内，而饲料价格仍高于国内 20%，整体盈利水平远高于国内。

新希望、通威、天邦越南投资跟踪及投资策略

我们初步估算，越南水产饲料的净利在 200 元/吨以上，畜禽料也有 100 元/吨左右，投产后若满负荷生产，产量约为理论产能的 70-80%，新厂首年销量约为满负荷的一半左右。根据这些参数，我们测算出各公司未来两年越南业务的变化情况：

- 1、**新希望 3 家子公司 08 年在越南市场收益颇丰，09 年又增 10 万吨投产。**新希望早在 1998 年就进入越南，先后在胡志明市、河内市、河内海防设立了 3 家饲料厂，09 年同塔厂也将投产。2008 年新希望成功克服越南恶性通胀带来的经营压力，越南 3 家厂盈利丰厚，海防饲料项目当年建成当年盈利，河内公司（包括海防分公司）取得了历史最好业绩，公司越南地区销售收入达 6.56 亿元，实现净利润 7320 万元，净利率高达 11%。09 年将投产的同塔子公司产能 10 万吨（水产及畜禽料均有），增加公司在越南地区 15% 的产能，预计 09、10 年分别新增利润 600 万和 1200 万。
- 2、**通威股份旧厂 09 年预计扭亏，新建前江新乡厂为越南最大。**通威是国内水产饲料行业第一，通威在越南投资的首家企业是通过收购早年和恒兴等多家企业共同组建的越南越华公司，但该厂位于越南水产养殖相对不发达的中部，效益不佳，经过几年的调整，我们认为今年应该可以盈利。07 年 7 月，通威正式投资越南，1000 万美元独资、30 万吨水产饲料产能，为目前越南最大的饲料单厂。不过现已投产的只有一期 8-10 万吨的生产线，预计 09 年有约 5 万吨产量和 1000 万净利润。
- 3、**天邦股份越南第一家厂落成，主攻虾料、猪料细分领域，新增饲料产能 50%。**天邦特驱于 09 年 3、4 月开始试生产，5 月正式投产，共有猪料生产线 1 条产能 11 万吨，虾料生产线 2 条 10 万吨，目前畜禽料生产线已投入正式生产，预计 09 年进度和通威相当，预计未来两年净利润为 700 万和 1300 万，天邦持有子公司 65% 股权，即贡献 450 万和 850 万净利润。

越南饲料市场复苏对三家公司现有饲料业务的影响从大到小分别是天邦股份、通威股份和新希望，但对未来总体业绩影响均有限，维持三家公司中性评级。越南市场新增产能对新希望、通威和天邦原有饲料产能的影响分别为 3%、6% 和 40%（见表 3），不过我们认为饲料业务均不是这三家市场关注的重点，未来新增业绩对三家公司整体业绩影响有限——**新希望**现有业绩的主要来源于民生银行（08 年净利润 2.2 亿，其中民生银行投资收益 3.5 亿，千喜鹤食品亏损 1.2 亿，饲料整体微利，国内亏损），未来业绩增长重点也在民生银行，预测越南新增利润占 08 年净利润的 3%，维持 09、10 年 EPS0.4、0.48 元的预测及“中性 B”的评级；**通威股份**的水产饲料虽然仍是主要利润来源，但多晶硅业务是市场主要看点，我们对多晶硅持谨慎态度，预测 09、10 年 EPS0.22、0.29 元，那么越南新增利润占未来两年业绩 6% 左右，维持盈利预测及“中性 A”的评级；**天**

邦股份规模不大但涉及诸多业务，类似小型创投公司，目前经营情况不佳，08 年主业亏损，业绩均为厂房搬迁得益，因此越南业务的展开对公司主业的正面影响较大，或将主业扭亏为盈，但总体来说我们对天邦国内快速扩张后的调整仍较担忧，维持 09、10 年 EPS 分别为 0.25、0.3 元及“中性 B”的评级。

表1、新希望、通威股份、天邦股份越南子公司08年经营情况

	销售收入	毛利	净利润	备注
新希望	河内 4.36 亿元 胡志明 2.2 亿元	-	河内 5452.89 万元 胡志明 1866.69 万元	-
通威股份	656 万元	8.78 万元	-	主要为规港业务， 新香厂试销
天邦股份	218 万元	-	-118 万元	试销

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表2、新希望、通威股份、天邦股份在越南新建饲料厂情况

上市公司	越南子公司名称	投产时间	投资金额	产能	地点
新希望	新希望胡志明	1999 年投产	500 万美元	20 万吨（畜禽料）	胡志明市
	新希望河内	2001 年	468 万美元	20 万吨（畜禽料、水产料）	河内市
	新希望河内(海防)	2008 年	700 万美元	20 万吨（畜禽料）	海防（河内）
	同塔新希望(新)	2009 年	501 万美元	10 万吨（水产料、畜禽料）	同塔
通威股份	越南越华	2007 年 4 月	200 万美元	10 万吨（水产料）	广南省规港
	越南通威(新)	2009 年 5 月	1000 万美元	30 万吨（水产料）	前江省新香
天邦股份	天邦特驱(新)	2009 年 5 月	600 万美元	20 万吨（畜禽料、水产料）	隆安省

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表3、新希望、通威股份、天邦股份越南地区饲料产能占自身饲料业务的比重

	越南饲料产能 09E (万吨)	全部饲料产能 09E (万吨)	越南产能 占全部产能百分比	越南新增产能 占全部产能百分比
新希望	70	约 300	23%	3%
通威股份	40	约 500	8%	6%
天邦股份	20	约 50	40%	40%

资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得 2005、2006、2007 年度《新财富》最佳分析师食品饮料行业第一名，2005 年度最佳分析师农林牧渔行业第三名。

黄璐：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。