

评级：强烈推荐（维持）

农林牧渔

公司半年报点评

## 证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003  
 联系人 赵吉龙 S1080111010046  
 电话： 0755-82481533  
 邮件： zhaojilong@fcsc.cn

预测价格区间(元) 7.4 ~ 7.8

## 交易数据

上一日交易日股价(元)	6.26
总市值(百万元)	4,304
流通股本(百万股)	688
流通股比率(%)	100.00

## 资产负债表摘要 (06/12)

股东权益(百万元)	1,406
每股净资产(元)	2.05
市净率(倍)	3.06
资产负债率(%)	69.76

## 公司与沪深300指数比较



## 相关报告

深度报告：《变革的力量，水产大象会跳舞》  
 (20120702)

## 通威股份(600438): 重归成长路经

**事件：**公司于8月16日晚间公布2012年半年报，其报告期内归属于母公司所有者的净利润为2190.82万元，较上年同期增77.73%；营业收入为54.81亿元，较上年同期增31.07%；基本每股收益为0.0319元，较上年同期增78.21%。

**点评：**通威股份的2012年中报符合市场预期，经历了近几年的徘徊后，公司重归成长路经。7月以来，受业绩改善及大股东现金注入等利好驱动，公司股价有较大涨幅。虽然公司股价随饲料板块出现了调整，但自上而下的变革只是开始，我们期待作为中国民营企业代表的通威股份，能走出企业兴衰周期，让投资者看到民营经济变革的力量。

- **水产饲料销量高速增长47.92%：**通威股份2012年1-6月饲料销售156.67万吨，同比增长28.82%；其中水产饲料销售77.11万吨，同比增长47.92%；畜禽饲料销售77.59万吨，同比增长17.99%；畜禽饲料中的猪饲料销售同比增长45.76%。我们认为，通威股份上半年水产饲料销售重启高增长，饲料销售结构得到优化。何来水产饲料重启高速呢，因为海大集团2012年1-6月水产饲料销售71.16万吨，同比增长53.49%；而与此对比，通威股份的水产饲料销售扭转弱势，重启47.92%的高增长，开始与海大集团并驾齐驱。何来饲料结构合理呢，通威股份高毛利的水产和猪饲料销售增长明显快于禽饲料。
- **饲料毛利率提升受益原料采购：**通威股份2012年1-6月饲料毛利率为8.58%，其2011年1-6月为7.86%。我们认为，公司前期的低价原料采购及储备还将在3季度继续释放，2012年全年饲料毛利率受惠成本优势，继续扩大，同比增加1个百分点至8.57%。
- **逐渐淡出食品加工业务：**通威股份食品加工业务共实现销售收入4.26亿元，同比下降1.59%。公司食品加工业务定位高端，但长久以来目标市场不清晰。我们认为在没有销售渠道创新的情况下，通威股份会继续限制食品加工业务发展，预期未来不会成为公司的业绩包袱。
- **盈利预测：**预测通威股份2012-2014年营业收入分别为151.04亿元、201.26亿元和264.87亿元，增速为30.95%、33.25%和31.61%；归属于母公司净利润分别为1.66亿元、3.09亿元和4.59亿元，增速为97.6%、86.1%和48.5%；对应EPS分别为0.24元、0.45元和0.67元。我们维持通威股份“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 公司经营调整低于预期；2) 水产品价格过低



## 盈利预测

资产负债表							利润表						
会计年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	2148	1609	1859	2334	2962	4009	<b>营业收入</b>	10378	9622	11601	15104	20126	26487
现金	418	265	382	400	400	650	<b>营业成本</b>	9418	8767	10750	13900	18417	24169
应收账款	433	375	304	413	544	707	<b>营业税金及附加</b>	11	6	4	5	7	9
其他应收款	31	28	29	40	55	75	<b>营业费用</b>	239	251	312	430	574	755
预付款项	178	61	81	104	138	181	<b>管理费用</b>	330	322	353	482	642	845
存货	1012	844	949	1227	1626	2133	<b>财务费用</b>	145	95	91	77	51	44
其他流动资产	77	36	115	149	199	262	<b>资产减值损失</b>	39	53	27	30	30	30
<b>非流动资产</b>	3463	2074	2103	1943	1781	1618	<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0	0	0
长期投资	6	12	14	14	14	14	<b>投资净收益</b>	2	72	1	0	0	0
固定资产	2760	1564	1548	1422	1276	1119	<b>营业利润</b>	198	200	65	180	406	635
无形资产	409	344	348	348	348	348	<b>营业外收入</b>	15	20	38	25	30	35
其他非流动资产	287	154	193	159	144	137	<b>营业外支出</b>	7	15	9	8	8	8
<b>资产总计</b>	5611	3683	3962	4277	4743	5627	<b>利润总额</b>	206	205	95	197	428	662
<b>流动负债</b>	2914	1940	1994	1587	1785	2197	<b>所得税</b>	64	61	24	51	110	170
短期借款	1788	890	943	343	270	300	<b>净利润</b>	143	144	70	146	318	492
应付账款	581	467	581	751	995	1306	<b>少数股东损益</b>	-4	-17	-13	-20	9	33
其他流动负债	546	583	470	493	520	590	<b>归属母公司净利润</b>	147	161	84	166	309	459
<b>非流动负债</b>	1078	346	523	483	433	413	<b>EBITDA</b>	616	457	353	418	621	845
长期借款	839	223	381	381	381	381	<b>EPS (元)</b>	0.21	0.23	0.12	0.24	0.45	0.67
其他非流动负债	239	123	142	102	52	32							
<b>负债合计</b>	3992	2286	2517	2070	2218	2610							
少数股东权益	394	37	21	1	9	43							
股本	688	688	688	688	688	688							
资本公积	18	45	45	45	45	45							
留存收益	527	644	728	894	1203	1661							
归属母公司股东权益	1226	1361	1424	1630	1939	2397							
<b>负债和股东权益</b>	5611	3683	3962	3701	4166	5050							
现金流量表							主要财务比率						
会计年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	265	203	306	160	224	314	<b>成长能力</b>						
净利润	143	144	70	146	318	492	<b>营业收入</b>	0.7%	-7.3%	20.6%	30.2%	33.2%	31.6%
折旧摊销	273	162	197	161	164	165	<b>营业利润</b>	-4.9%	0.7%	-67.4%	176.1%	125.3%	56.6%
财务费用	145	95	91	77	51	44	<b>归属母公司净利润</b>	41.3%	9.7%	-47.9%	98.4%	86.1%	48.4%
投资损失	-2	-72	-1	0	0	0	<b>盈利能力</b>						
营运资金变动	-335	-182	-65	-232	-300	-421	<b>毛利率 (%)</b>	9.2%	8.9%	7.3%	8.0%	8.5%	8.8%
其他经营现金流	41	55	14	8	-9	33	<b>净利率 (%)</b>	1.4%	1.7%	0.7%	1.1%	1.5%	1.7%
<b>投资活动现金流</b>	-429	41	-181	0	0	0	<b>ROE(%)</b>	12.0%	11.8%	5.9%	10.2%	15.9%	19.1%
资本支出	416	306	222	0	0	0	<b>ROIC(%)</b>	5.8%	8.0%	4.4%	7.1%	12.2%	16.9%
长期投资	-29	13	-2	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他投资现金流	-42	359	39	0	0	0	<b>资产负债率 (%)</b>	71.1%	62.1%	63.5%	55.9%	53.2%	51.7%
<b>筹资活动现金流</b>	110	-314	-19	-120	-224	-65	<b>净负债比率 (%)</b>	67.56%	63.16%	60.25%	42.21%	31.60%	26.09%
短期借款	177	-898	53	-600	-73	30	<b>流动比率</b>	0.74	0.83	0.93	1.47	1.66	1.83
长期借款	374	-616	158	0	0	0	<b>速动比率</b>	0.38	0.39	0.45	0.69	0.74	0.84
普通股增加	0	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>						
资本公积增加	17	27	0	600	0	0	<b>总资产周转率</b>	1.93	2.07	3.04	3.67	4.46	5.11
其他筹资现金流	-458	1173	-230	-120	-151	-94	<b>应收账款周转率</b>	21	20	28	34	35	34
<b>现金净增加额</b>	-57	-75	104	41	0	250	<b>应付账款周转率</b>	17.94	16.74	20.52	20.87	21.09	21.00
							<b>每股指标(元)</b>						
							<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.21	0.23	0.12	0.24	0.45	0.67
							<b>每股经营现金流(最新摊薄)</b>	0.38	0.29	0.44	0.23	0.33	0.46
							<b>每股净资产(最新摊薄)</b>	1.78	1.98	2.07	2.37	2.82	3.49
							<b>估值比率</b>						
							<b>P/E</b>	29.45	26.85	51.58	26.00	13.97	9.41
							<b>P/B</b>	3.52	3.17	3.03	2.65	2.23	1.80
							<b>EV/EBITDA</b>	9	12	15	13	9	6

数据来源：第一创业研究所、公司公告



## 免责声明：

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层  
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718  
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层  
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777  
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号  
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281  
P.R.China:200135