

评级：强烈推荐（维持）

农林牧渔

公司季报点评

## 证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003  
 研究助理 赵吉龙 S1080111010046  
 电话：0755-82481533  
 邮件：zhaojilong@fcsc.cn

预测价格区间(元) 6 ~ 6.1

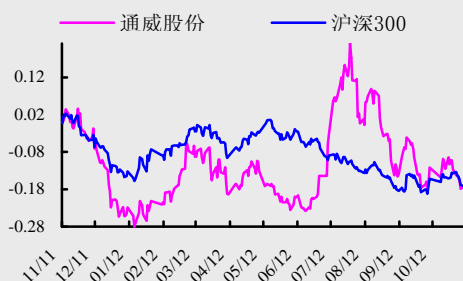
## 交易数据

上一日交易日股价(元) 5.3  
 总市值(百万元) 3,644  
 流通股本(百万股) 688  
 流通股比率(%) 100.00

## 资产负债表摘要(09/12)

股东权益(百万元) 1,529  
 每股净资产(元) 2.22  
 市净率(倍) 2.38  
 资产负债率(%) 65.94

## 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）  
 半年报点评：《重归成长路径》（20120817）

## 通威股份(600438)：被超越后，当需破釜沉舟！

**事件：**公司于 10 月 29 日晚间公布 2012 年 3 季报，其报告期内归属于母公司所有者的净利润为 1.46 亿元，较上年同期增 25.49%；营业收入为 108.13 亿元，较上年同期增 21.27%；基本每股收益为 0.2129 元，较上年同期增 25.46%。

**点评：**半年报里，我们曾为通威股份的复苏而欢欣雀跃，但 3 季度后的情况低于之前预期，目前情况是 2012 年公司很可能将水产饲料行业老大的位置让于海大集团。所以通威股份当需破釜沉舟，继续前行！

- **营业收入 108.13 亿，同比增长 21.27%：**尽管没有披露分项的水产饲料销量数据，但从营业收入分析，大体可以判断海大集团前 3 季度数据（120.27 亿元，同比增长 32.7%）已超越了通威股份。水产饲料销售旺季接近尾声，海大集团将取代通威股份成为业内老大，这是 20 余年来的首次易主。
- **破釜沉舟，继续前行：**之前我们在深度报告中，曾强调公司大刀阔斧的进行营销改革的力度，认为这是通威股份的积极变化。在季报中，我们也看到公司销售费用由 2011 年的 2.44% 上升至 2012 年的 3.24%。公司系列营销举措包括央视的广告投放，华南地区的渔家傲养殖会议。我们希望公司自上而下继续破釜沉舟，在营销战略上以转守为攻。
- **营业成本销售收入占比下降，符合预期：**公司 3 季报营业成本销售收入占比为 91.5%，相较于 2011 年的 92.43%，下降了 0.93 个百分点。海大集团的营业成本销售收入占比为 89.84%，两家公司拉近了距离，未来通威股份的盈利反转也主要是在营业成本控制里面做文章。
- **关于行业景气下滑何时结束** 以草鱼 6 月末起的价格下滑为标志，继罗非鱼受出口影响整整一年后，四大淡水鱼全线告急，销售不畅导致压塘现象严重。出于养殖效益的考虑，水产养殖户纷纷暂停投料。行业何时振作是投资者关心的问题，我们也没有结论，但可以做出的判断是，从供需两端分析，需求端难以支撑；供给端尚可期待，但需要较长的调整过程。
- **盈利预测：**预测通威股份 2012-2014 年营业收入分别为 138.04 亿元、171.26 亿元和 224.87 亿元，增速为 18.99%、24.07% 和 31.30%；归属于母公司净利润分别为 1.05 亿元、2.17 亿元和 3.24 亿元，增速为 25.5%、106.1% 和 49.5%；对应 EPS 分别为 0.15 元、0.31 元和 0.47 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						
单位: 百万元							单位: 百万元						
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	2163	2584	3424	<b>营业收入</b>	10378	9622	11601	13804	17126	22487
现金	418	265	382	400	400	567	营业成本	9418	8767	10750	12654	15717	20569
应收账款	433	375	304	378	463	600	营业税金及附加	11	6	4	5	6	7
其他应收款	31	28	29	37	47	64	营业费用	239	251	312	456	497	652
预付账款	178	61	81	95	118	154	管理费用	330	322	353	456	548	742
存货	1012	844	949	1117	1387	1816	财务费用	145	95	91	77	51	46
其他流动资产	77	36	115	137	169	222	资产减值损失	39	53	27	50	30	30
<b>非流动资产</b>	3463	2074	2103	1943	1781	1618	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
长期投资	6	12	14	14	14	14	投资净收益	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	108	278	440
无形资产	409	344	348	348	348	348	营业外收入	15	20	38	25	30	35
其他非流动资产	287	154	193	159	144	137	营业外支出	7	15	9	8	8	8
<b>资产总计</b>	5611	3683	3962	4106	4366	5042	<b>利润总额</b>	206	205	95	125	300	467
<b>流动负债</b>	2914	1940	1994	1497	1584	1933	所得税	64	61	24	32	77	120
短期借款	1788	890	943	343	267	300	<b>净利润</b>	143	144	70	93	223	347
应付账款	581	467	581	684	849	1112	少数股东损益	-4	-17	-13	-12	6	23
其他流动负债	546	583	470	470	468	521	<b>归属母公司净利润</b>	147	161	84	105	217	324
<b>非流动负债</b>	1078	346	523	483	433	413	EBITDA	616	457	353	346	493	652
长期借款	839	223	381	381	381	381	EPS (元)	0.21	0.23	0.12	0.15	0.31	0.47
其他非流动负债	239	123	142	102	52	32	<b>主要财务比率</b>						
<b>负债合计</b>	3992	2286	2517	1980	2017	2346	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	394	37	21	8	14	37	<b>成长能力</b>						
股本	688	688	688	688	688	688	营业收入	0.7%	-7.3%	20.6%	19.0%	24.1%	31.3%
资本公积	18	45	45	45	45	45	营业利润	-4.9%	0.7%	-67.4%	65.1%	157.8%	58.7%
留存收益	527	644	728	791	1008	1332	归属于母公司净利润	41.3%	9.7%	-47.9%	25.5%	106.1%	49.5%
归属母公司股东权益	1226	1361	1424	1527	1744	2068	<b>获利能力</b>						
<b>负债和股东权益</b>	5611	3683	3962	3516	3775	4451	毛利率(%)	9.2%	8.9%	7.3%	8.3%	8.2%	8.5%
<b>现金流量表</b>							净利率(%)	1.4%	1.7%	0.7%	0.8%	1.3%	1.4%
单位: 百万元							ROE(%)	12.0%	11.8%	5.9%	6.9%	12.4%	15.7%
<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC(%)	5.8%	8.0%	4.4%	5.3%	9.4%	13.1%
<b>经营活动现金流</b>	265	203	306	188	227	230	<b>偿债能力</b>						
净利润	143	144	70	93	223	347	资产负债率(%)	71.1%	62.1%	63.5%	56.3%	53.4%	52.7%
折旧摊销	273	162	197	161	164	165	净负债比率(%)	67.56%	63.16%	60.25%	44.12%	34.59%	29.02%
财务费用	145	95	91	77	51	46	流动比率	0.74	0.83	0.93	1.44	1.63	1.77
投资损失	-2	-72	-1	0	0	0	速动比率	0.38	0.39	0.45	0.69	0.75	0.82
营运资金变动	-335	-182	-65	-141	-188	-353	<b>营运能力</b>						
其他经营现金流	41	55	14	-2	-23	25	总资产周转率	1.93	2.07	3.04	3.42	4.04	4.78
<b>投资活动现金流</b>	-429	41	-181	0	0	0	应收账款周转率	21	20	28	33	34	34
资本支出	416	306	222	0	0	0	应付账款周转率	17.94	16.74	20.52	20.01	20.50	20.98
长期投资	-29	13	-2	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>						
其他投资现金流	-42	359	39	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.21	0.23	0.12	0.15	0.31	0.47
<b>筹资活动现金流</b>	110	-314	-19	-161	-227	-63	每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.29	0.44	0.27	0.33	0.33
短期借款	177	-898	53	-600	-76	33	每股净资产(最新摊薄)	1.78	1.98	2.07	2.22	2.54	3.01
长期借款	374	-616	158	0	0	0	<b>估值比率</b>						
普通股增加	0	0	0	0	0	0	P/E	25.09	22.88	43.94	35.01	16.99	11.36
资本公积增加	17	27	0	600	0	0	P/B	3.00	2.70	2.58	2.41	2.11	1.78
其他筹资现金流	-458	1173	-230	-161	-151	-96	EV/EBITDA	8	11	14	14	10	7
<b>现金净增加额</b>	-57	-75	104	27	0	167							

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。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。

本报告可能在今后的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