

评级：强烈推荐（维持）

农林牧渔

公司年报点评

证券研究报告

分析师 赵吉龙 S1080513010001
 电 话：0755-83026580
 邮 件：zhaojilong@fcsc.cn

预测价格区间(元) 5.7 ~ 6.1

交易数据

上一日交易日股价(元)	5.65
总市值(百万元)	3,884
流通股本(百万股)	688
流通股比率(%)	100.00

资产负债表摘要 (12/12)

股东权益(百万元)	1,480
每股净资产(元)	2.15
市净率(倍)	2.63
资产负债率(%)	67.14

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)
 3季报点评：《被超越后，当需破釜沉舟！》
 (20121030)

通威股份(600438)：总体积极向上，但有瑕疵

事件：公司于4月15日晚间发布2012年年度业绩报告，其报告期内归属于母公司所有者的净利润为9596.87万元，较上年同期增14.64%；营业收入为134.91亿元，较上年同期增16.29%；基本每股收益为0.1396元，较上年同期增14.61%。

点评：2012年的业绩恢复低于预期，但已经酝酿继续向上的种子。

- 积极因素之饲料业务振兴：**2012年公司实现饲料销售371.67万吨，较上年同期增长22.22%，其中水产饲料销售212.48万吨，较上年同期增长29.43%。饲料毛利率为8.76%，较上年同期增长1.19个百分点。

我们很看重公司饲料业务销量和毛利率两指标的双增，认为通威股份业绩大反转的基础渐渐牢固。我们的理由是双寡头行业的竞争双赢。通威股份2012年起的系列变革动作源于海大集团2010年来的持续发力，水产双雄在竞争中共成长。资本市场宠儿的海大集团(002311.sz)的饲料业务2011年毛利率为8.92%(通威8.76%)，2012年水产饲料销量预计为210万吨上下(通威212.48万吨)。所以，通威股份2012年基本压制海大集团的气势，饲料业务2013年惯性增长仍可期待，我们乐于给出25%的增幅。

- 消极因素之食品业务低迷：**2012年公司食品加工业务营业收入8.47亿元，较上年同期减少5.45%，毛利率为0.75%，较上年同期减少1.14个百分点。

如果按照7%的三费测算，公司食品加工业务亏损约6000万左右，我们认为这是通威股份与海大集团盈利能力的重大差异。实践证明延伸下游产业链并不是公司的强项，资本市场乐见公司的瘦身与专注。

- 不可预知因素之销售费用：**2012年公司销售费用占比3.69%，较上年同期增长1个百分点，增加销售费用1.86亿元。

我们认为公司销售费用剧增情有可原，其来自三方面：1)伴随服务营销的业务人员扩充；2)央视等的广告投放；3)通威集团30年庆典。我们希望2012年销售费用高投入能带来公司2013年业绩的惯性增长。

- 盈利预测：**预测通威股份2013-2015年营业收入分别为157.04亿元、179.26亿元和214.87亿元，增速为16.41%、14.15%和19.87%；归属于母公司净利润分别为1.45亿元、2.29亿元和3.4亿元，增速为50.9%、58%和48.4%；对应EPS分别为0.21元、0.33元和0.49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	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2009	2010	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1609	1859	2195	2129	2472	3218	营业收入	9622	11601	13491	15704	17926	21487
现金	265	382	728	400	503	874	营业成本	8767	10750	12345	14394	16436	19569
应收账款	375	304	357	436	491	582	营业税金及附加	6	4	5	6	7	9
其他应收款	28	29	32	36	43	53	营业费用	251	312	498	503	520	645
预付账款	61	81	84	98	112	134	管理费用	322	353	439	518	574	709
存货	844	949	944	1101	1257	1497	财务费用	95	91	85	71	50	38
其他流动资产	36	115	50	58	66	79	资产减值损失	53	27	34	50	30	30
非流动资产	2074	2103	2346	2154	1963	1770	公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
长期投资	12	14	21	21	21	21	投资净收益	72	1	1	0	0	0
固定资产	1564	1548	1741	1587	1412	1226	营业利润	200	65	85	162	310	488
无形资产	344	348	364	364	364	364	营业外收入	20	38	42	25	30	35
其他非流动资产	154	193	220	182	166	159	营业外支出	15	9	9	8	8	8
资产总计	3683	3962	4541	4283	4435	4989	利润总额	205	95	118	179	332	515
流动负债	1940	1994	2204	1513	1480	1689	所得税	61	24	34	52	96	149
短期借款	890	943	950	350	250	300	净利润	144	70	84	127	235	365
应付账款	467	581	469	547	624	743	少数股东损益	-17	-13	-12	-18	7	26
其他流动负债	583	470	785	617	606	646	归属母公司净利润	161	84	96	145	229	340
非流动负债	346	523	845	302	252	232	EBITDA	457	353	374	423	552	720
长期借款	223	381	231	231	231	231	EPS (元)	0.23	0.12	0.14	0.21	0.33	0.49
其他非流动负债	123	142	614	71	21	1							
负债合计	2286	2517	3049	1815	1732	1920							
少数股东权益	37	21	13	-5	2	27							
股本	688	688	688	688	688	688							
资本公积	45	45	45	45	45	45							
留存收益	644	728	782	927	1156	1495							
归属母公司股东权益	1361	1424	1480	1664	1893	2233							
负债和股东权益	3683	3962	4541	3474	3626	4180							
现金流量表							主要财务比率						
会计年度	2009	2010	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2009	2010	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	203	306	380	233	352	409	成长能力						
净利润	144	70	84	127	235	365	营业收入	-7.3%	20.6%	16.3%	16.4%	14.1%	19.9%
折旧摊销	162	197	204	190	193	194	营业利润	0.7%	-67.4%	30.8%	89.8%	91.4%	57.5%
财务费用	95	91	85	71	50	38	归属于母公司净利润	9.7%	-47.9%	14.6%	50.9%	58.0%	48.4%
投资损失	-72	-1	-1	0	0	0	盈利能力						
营运资金变动	-182	-65	-21	-140	-94	-197	毛利率 (%)	8.9%	7.3%	8.5%	8.3%	8.3%	8.9%
其他经营现金流	55	14	29	-14	-32	9	净利率 (%)	1.7%	0.7%	0.7%	0.9%	1.3%	1.6%
投资活动现金流	41	-181	-401	4	0	0	ROE (%)	11.8%	5.9%	6.5%	8.7%	12.1%	15.2%
资本支出	306	222	432	0	0	0	ROIC (%)	8.0%	4.4%	4.3%	5.9%	9.6%	14.1%
长期投资	13	-2	-10	-4	0	0	偿债能力						
其他投资现金流	359	39	21	0	0	0	资产负债率 (%)	62.1%	63.5%	67.1%	52.2%	47.8%	45.9%
筹资活动现金流	-314	-19	357	-773	-250	-38	净负债比率 (%)	63.16%	60.25%	50.40%	40.28%	30.67%	27.66%
短期借款	-898	53	7	-600	-100	50	流动比率	0.83	0.93	1.00	1.41	1.67	1.91
长期借款	-616	158	-150	0	0	0	速动比率	0.39	0.45	0.57	0.68	0.82	1.02
普通股增加	0	0	0	0	0	0	营运能力						
资本公积增加	27	0	0	600	0	0	总资产周转率	2.07	3.04	3.17	3.56	4.11	4.56
其他筹资现金流	1173	-230	500	-773	-150	-88	应收账款周转率	20	28	32	32	32	33
现金净增加额	-75	104	336	-536	103	371	应付账款周转率	16.74	20.52	23.52	28.35	28.08	28.63

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