

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

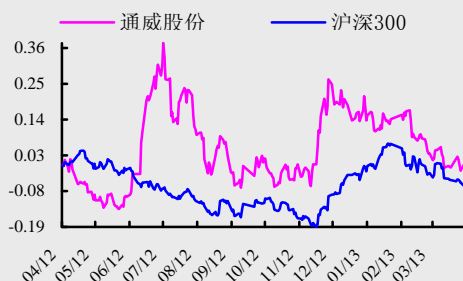
## 交易数据

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

单位:百万元

| 会计年度           | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1609 | 1859 | 2195 | 2129  | 2472  | 3218  |
| 现金             | 265  | 382  | 728  | 400   | 503   | 874   |
| 应收账款           | 375  | 304  | 357  | 436   | 491   | 582   |
| 其他应收款          | 28   | 29   | 32   | 36    | 43    | 53    |
| 预付账款           | 61   | 81   | 84   | 98    | 112   | 134   |
| 存货             | 844  | 949  | 944  | 1101  | 1257  | 1497  |
| 其他流动资产         | 36   | 115  | 50   | 58    | 66    | 79    |
| <b>非流动资产</b>   | 2074 | 2103 | 2346 | 2154  | 1963  | 1770  |
| 长期投资           | 12   | 14   | 21   | 21    | 21    | 21    |
| 固定资产           | 1564 | 1548 | 1741 | 1587  | 1412  | 1226  |
| 无形资产           | 344  | 348  | 364  | 364   | 364   | 364   |
| 其他非流动资产        | 154  | 193  | 220  | 182   | 166   | 159   |
| <b>资产总计</b>    | 3683 | 3962 | 4541 | 4283  | 4435  | 4989  |
| <b>流动负债</b>    | 1940 | 1994 | 2204 | 1513  | 1480  | 1689  |
| 短期借款           | 890  | 943  | 950  | 350   | 250   | 300   |
| 应付账款           | 467  | 581  | 469  | 547   | 624   | 743   |
| 其他流动负债         | 583  | 470  | 785  | 617   | 606   | 646   |
| <b>非流动负债</b>   | 346  | 523  | 845  | 302   | 252   | 232   |
| 长期借款           | 223  | 381  | 231  | 231   | 231   | 231   |
| 其他非流动负债        | 123  | 142  | 614  | 71    | 21    | 1     |
| <b>负债合计</b>    | 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  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3683 | 3962 | 4541 | 3474  | 3626  | 4180  |

### 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2009 | 2010 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 203  | 306  | 380  | 233   | 352   | 409   |
| 净利润            | 144  | 70   | 84   | 127   | 235   | 365   |
| 折旧摊销           | 162  | 197  | 204  | 190   | 193   | 194   |
| 财务费用           | 95   | 91   | 85   | 71    | 50    | 38    |
| 投资损失           | -72  | -1   | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -182 | -65  | -21  | -140  | -94   | -197  |
| 其他经营现金流        | 55   | 14   | 29   | -14   | -32   | 9     |
| <b>投资活动现金流</b> | 41   | -181 | -401 | 4     | 0     | 0     |
| 资本支出           | 306  | 222  | 432  | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 13   | -2   | -10  | -4    | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 359  | 39   | 21   | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -314 | -19  | 357  | -773  | -250  | -38   |
| 短期借款           | -898 | 53   | 7    | -600  | -100  | 50    |
| 长期借款           | -616 | 158  | -150 | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 27   | 0    | 0    | 600   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 1173 | -230 | 500  | -773  | -150  | -88   |
| <b>现金净增加额</b>  | -75  | 104  | 336  | -536  | 103   | 371   |

### 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2009 | 2010  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 9622 | 11601 | 13491 | 15704 | 17926 | 21487 |
| 营业成本            | 8767 | 10750 | 12345 | 14394 | 16436 | 19569 |
| 营业税金及附加         | 6    | 4     | 5     | 6     | 7     | 9     |
| 营业费用            | 251  | 312   | 498   | 503   | 520   | 645   |
| 管理费用            | 322  | 353   | 439   | 518   | 574   | 709   |
| 财务费用            | 95   | 91    | 85    | 71    | 50    | 38    |
| 资产减值损失          | 53   | 27    | 34    | 50    | 30    | 30    |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 72   | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 200  | 65    | 85    | 162   | 310   | 488   |
| 营业外收入           | 20   | 38    | 42    | 25    | 30    | 35    |
| 营业外支出           | 15   | 9     | 9     | 8     | 8     | 8     |
| <b>利润总额</b>     | 205  | 95    | 118   | 179   | 332   | 515   |
| 所得税             | 61   | 24    | 34    | 52    | 96    | 149   |
| <b>净利润</b>      | 144  | 70    | 84    | 127   | 235   | 365   |
| 少数股东损益          | -17  | -13   | -12   | -18   | 7     | 26    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 161  | 84    | 96    | 145   | 229   | 340   |
| EBITDA          | 457  | 353   | 374   | 423   | 552   | 720   |
| EPS (元)         | 0.23 | 0.12  | 0.14  | 0.21  | 0.33  | 0.49  |

### 主要财务比率

| 会计年度           | 2009   | 2010   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 营业收入           | -7.3%  | 20.6%  | 16.3%  | 16.4%  | 14.1%  | 19.9%  |
| 营业利润           | 0.7%   | -67.4% | 30.8%  | 89.8%  | 91.4%  | 57.5%  |
| 归属于母公司净利润      | 9.7%   | -47.9% | 14.6%  | 50.9%  | 58.0%  | 48.4%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 8.9%   | 7.3%   | 8.5%   | 8.3%   | 8.3%   | 8.9%   |
| 净利率(%)         | 1.7%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.9%   | 1.3%   | 1.6%   |
| ROE(%)         | 11.8%  | 5.9%   | 6.5%   | 8.7%   | 12.1%  | 15.2%  |
| ROIC(%)        | 8.0%   | 4.4%   | 4.3%   | 5.9%   | 9.6%   | 14.1%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 62.1%  | 63.5%  | 67.1%  | 52.2%  | 47.8%  | 45.9%  |
| 净负债比率(%)       | 63.16% | 60.25% | 50.40% | 40.28% | 30.67% | 27.66% |
| 流动比率           | 0.83   | 0.93   | 1.00   | 1.41   | 1.67   | 1.91   |
| 速动比率           | 0.39   | 0.45   | 0.57   | 0.68   | 0.82   | 1.02   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 2.07   | 3.04   | 3.17   | 3.56   | 4.11   | 4.56   |
| 应收账款周转率        | 20     | 28     | 32     | 32     | 32     | 33     |
| 应付账款周转率        | 16.74  | 20.52  | 23.52  | 28.35  | 28.08  | 28.63  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.23   | 0.12   | 0.14   | 0.21   | 0.33   | 0.49   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.29   | 0.44   | 0.55   | 0.34   | 0.51   | 0.60   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 1.98   | 2.07   | 2.15   | 2.42   | 2.75   | 3.25   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |        |
| P/E            | 23.77  | 45.66  | 39.83  | 26.40  | 16.71  | 11.26  |
| P/B            | 2.81   | 2.68   | 2.58   | 2.30   | 2.02   | 1.71   |
| EV/EBITDA      | 11     | 14     | 14     | 12     | 9      | 7      |

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