

## 业绩超市场预期，拐点验证进行中

核心观点：

### 1. 事件

公司公布了2013年中期业绩预增公告，预计公司2013年1-6月实现归属于上市公司股东净利润同比增长50%-100%。该业绩基本符合我们的预期，略超市场预期。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 公司毛利率提升和食品业务减亏促使利润大幅增长

今年上半年由于天气原因，整个水产饲料行业整体销量增速出现了约15%-20%的下滑。公司上半年整体水产饲料销量基本持平，好于行业增速。从区域上看，华东、华中地区分别增长10%左右，华南地区今年雨水多，预计下滑20%左右。受到H7N9影响，鸡、鸭存栏数量急剧减少，禽饲料也受到较大的冲击，公司上半年禽料销量下滑约20%左右；公司猪料基数较小，预计上半年销量增长18%左右。面对恶劣的自然环境，公司采取了“优质优价”的销售战略，在保证产品质量稳定的情况下，适当提高价格，不赔销，使得公司的毛利率得到稳步提升。

今年上半年畜禽价格处于低位，公司食品业务成本端得到缓解。双汇一季报毛利率达到了19.2%，同比提升了2.4%，主要是由于生猪价格的大幅下跌所致，公司畜禽业务毛利率也得到提升。同时公司食品板块今年重新引进了业务团队进行整改，畜禽加工业务在5、6月份已经开始有盈利。我们认为公司食品业务今年将是转折点，经过前期的大量投入后，未来将逐渐减亏。

#### (二) 三季度水产饲料将温和增长

Q3是水产饲料销售最旺的季节，通常占全年销量的60%左右，而8月份是全年最为关键的月份，通常占全年销量的25%-30%。如果Q3天气恢复正常，疫病较少，随着养殖户投料的上升，我们预计公司销量会在三季度出现增长。从7月份的情况看，公司反映饲料的销量较6月份环比有明显的上涨，同比预计持平，天气已经恢复正常，鱼价依然维持在高位。由于去年Q3鱼价回落，导致公司去年Q3基数较低，如果8月份能够维持正常天气和鱼价维持高位，那么全年完成20%的销量增速是大概率事件。

#### (三) 食品业务将继续减亏

公司食品业务经过一系列的整改，缩减了费用和投入，引进了相关人员进行经营，从每个环节上确保利润的释放，减轻了总部的压力。公司食品业务经过多年的布局，质量和口碑都在恢复和提升。今年5月份，畜禽加工业务已经开始盈利，水产加工方面受益于竞争国泰国南美对虾爆发EMS，使得国内的白对虾出口环境得到改善。

通威股份 (600438.SH)

推荐 维持评级

分析师：

吴立

电话：010-83574546

邮箱：wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090001

张婧

电话：010-66568757

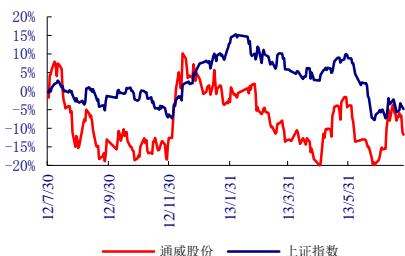
邮箱：zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513070001

市场数据 时间 2013.07.29

A股收盘价(元)	5.65
A股一年内最高价(元)	7.23
A股一年内最低价(元)	4.73
上证指数	1976.31
市净率	3.10
总股本(万股)	81710.96
实际流通A股(万股)	68752.00
限售的流通A股(万股)	12958.96
流通A股市值(亿元)	38.87

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《公司深度报告-通威股份(600438)：2013年业绩反转是大概率事件！》2013.6.21

#### (四) 全年业绩高增长，拐点验证进行中

在今年6月21日发布的深度报告《通威股份：2013年业绩反转是大概率事件》中，我们强烈推荐通威股份，公司在经历2010年多元化阵痛之后，开始回归主业，并加大对主营业务水产饲料的投入。两年过后，我们认为今年将是公司经营质量向上的拐点之年，业绩反转是大概率事件。公司今日发布的半年业绩预增公告，进一步验证了我们推荐的逻辑：1) 公司内部进行销售管理变革：严控质量、优质优价；加大人力投入，销售模式不断创新；组织渠道下沉，管理更为精细化；重用人才，激励机制到位。2) 养殖行业盈利模式的变化——对质量稳定饲料的需求激增。水产养殖未来将朝着集约化、规模化的方向发展，公司收入方面的增长一方面来自水产工业饲料需求的增长，另一方面也来自于公司市场份额的提升。经过草根调研，我们了解公司水产饲料质量是行业内最为稳定，最有保障的饲料之一。昔日的水产饲料龙头企业依然拥有着好的产品、技术和客户基础。公司聚焦主业后，将迎来新的增长期。

#### (五) 进入业绩反转期，重申“推荐”评级

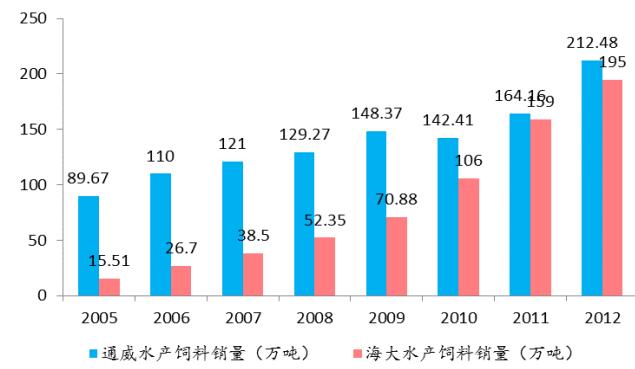
我们认为随着公司的营销变革和投入，公司的经营质量、业绩稳定性、毛利率和现金流均发生的重要向好的变化，未来3-5年将是进一步确认龙头地位的最佳时期。我们预计未来三年的净利润为1.72/2.44/3.31亿，EPS分别为0.21/0.30/0.41元（摊薄后），CAGR为38.7%，对应目前5.65元股价的PE为27x/19x/14x，我们认为公司处于拐点期，随着未来公司业绩的高速增长，PE将不断降低，给予“推荐”评级。

图1：公司2012年水产料增速已超过海大



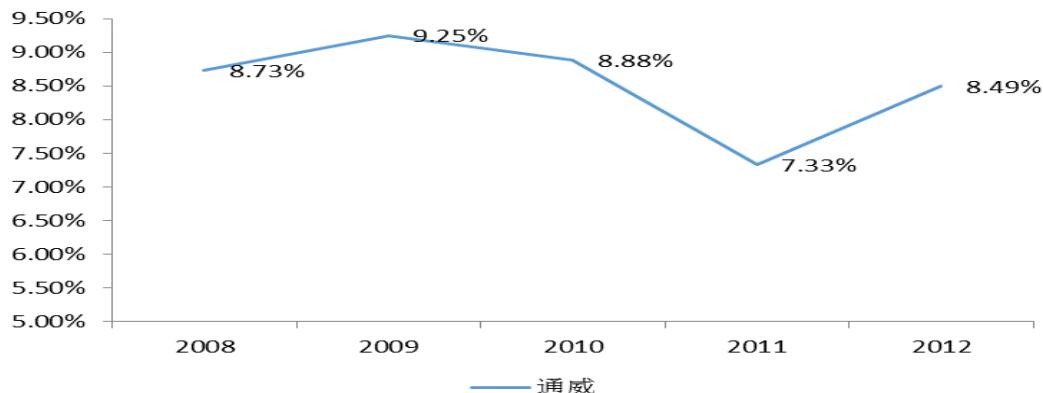
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图2：通威水产饲料销量



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 3: 公司毛利率开始回升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 1：公司主要食品子公司

子公司全称	注册地	业务性质	经营范围	持股比例
通威（成都）水产食品有限公司	成都	食品加工	速冻食品。生产销售；内陆水生动物收购、销售及技术服务；水产食品项目投资与开发；货物进出口、技术进出口。	100%
通威水产有限公司	成都市	养殖业	水产养殖及技术咨询；水产食品项目投资；水产食品技术研究；商品批发与零售；进出口业。	100%
成都通威水产科技有限公司	成都市	养殖业	水产良种繁育、引进名优特水产品、工厂化养鱼及苗种、成鱼的水产、销售、水产、畜禽饲料的生产、销售	100%
成都通威鱼有限公司	成都市	养殖业	水生动物养殖、收购、经营及技术咨询服务；预包装食品销售	100%
通威（海南）水产食品有限公司	海南	食品加工	水产品、农产品、畜产品的收购、加工、销售和贸易	52.98%
海南海壹水产种苗有限公司	海南	养殖业	水产养殖、种苗培育	100%
成都春源食品有限公司	成都市	食品加工	加工销售：肉类制品；进出口：自产品及技术的出口业务；本企业生产所需的原辅材料等的进口业务，经营进料加工和“三来一补业务”；生猪养殖、收购	72.29%
四川省春源生态养殖有限责任公司	成都市	养殖业	畜禽喂养	100%
湛江巨恒海产食品有限公司	湛江市	食品加工	海产品的收购、冷冻、加工、销售，水产养殖项目的筹建。	51%
通威（成都）三文鱼有限公司	成都市	养殖业	三文鱼、冷水鱼研究、开发、养殖，新鱼类展示，科普宣传，渔业观光，营销	52%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2：公司盈利预测表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>水产饲料</b>					
销量	164	212	265	323	388
yoY	18.84%	29.27%	25%	22%	20%
价格	3463	3550	3630	3680	3700
收入	5680	7526	9619.5	11897	14355
yoY	16.16%	32.50%	27.82%	23.68%	20.65%
成本	5083.60	6713.19	8580.59	10612.52	12804.23

毛利率	10.5%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%
<b>猪饲料</b>					
销量	69	85	98	122	147
yoY	35.29%	23.19%	15%	25%	20%
价格	3260.87	3405	3480	3500	3550
收入	2250	2894.25	3402	4277	5205
yoY	39.41%	28.63%	17.53%	25.72%	21.71%
成本	2070.00	2662.71	3129.56	3934.44	4788.77
毛利率	8%	8.00%	8%	8%	8%
<b>禽饲料</b>					
销量	100	71	57	62	69
yoY	14.94%	-29.00%	-20%	10%	10%
价格	2708.00	3027.82	2980	2930	3020
收入	2708	2150	1693	1831	2076
yoY	21.98%	-20.61%	-21.26%	8.15%	13.38%
成本	2679.40	2093.10	1642	1776	2013
毛利率	1.06%	2.64%	3%	3%	3%
<b>饲料合计</b>					
销量	333	368	420	508	603
yoY	20.65%	10.51%	14.01%	21.07%	18.77%
价格	3194.59	3415.76	3507.05	3544.45	3586.08
收入	10638	12570	14714	18005	21635
yoY	21.94%	18.16%	17.06%	22.37%	20.16%
成本	9833	11469	13352.02	16322.70	19606.32
毛利率	7.57%	8.76%	9.26%	9.34%	9.38%
<b>食品加工及养殖</b>					
销售收入	896	847	889	978	1076
yoY	15.46%	-5.47%	5%	10%	10%
销售成本	879	841	880	964	1060
毛利率	1.90%	0.71%	1%	1.50%	1.50%
<b>其他</b>					
销售收入	67	74	81	90	98
yoY	-44.63%	10.45%	10%	10%	10%
销售成本	38	35	45	54	59
毛利率	43.28%	52.70%	45%	40%	40%
<b>总计</b>					
销售收入	11601	13491	15685	19072	22810
yoY	20.58%	16.29%	16.26%	21.60%	19.60%
销售成本	10750	12345	14277.25	17340.03	20725.39
毛利率	7.34%	8.49%	8.97%	9.08%	9.14%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 10: 公司财务报表预测

资产负债表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	利润表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	728	500	500	500	营业收入	13491	15684	19072	22810
应收款项	439	473	575	706	营业成本	12345	14277	17340	20725
存货净额	944	1004	1363	1560	营业税金及附加	5	7	7	9
其他流动资产	84	102	125	147	销售费用	498	565	687	812
流动资产合计	2195	2079	2563	2913	管理费用	439	519	619	702
固定资产	1813	2029	2235	2461	财务费用	85	96	117	156
无形资产及其他	364	347	329	312	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	148	148	148	148	资产减值	(34)	(20)	(27)	(27)
长期股权投资	21	21	21	21	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	4541	4623	5297	5855	营业利润	85	202	277	379
短期	1305	1291	1496	1789	营业外净收支	33	10	10	10
应付款项	469	541	753	825	利润总额	118	212	287	389
其他流动负债	430	395	513	635	所得税费用	34	61	72	97
流动负债合计	2204	2226	2762	3250	少数股东损益	(12)	(21)	(29)	(39)
长期借款及应付债券	723	723	723	723	归属于母公司净利润	96	172	244	331
其他长期负债	122	83	70	46					
长期负债合计	845	806	793	769	现金流量表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
负债合计	3049	3032	3555	4019	净利润	96	172	244	331
少数股东权益	13	(2)	(2)	(4)	资产减值准备	7	(25)	1	1
股东权益	1480	1600	1766	1867	折旧摊销	199	208	234	264
负债和股东权益总计	4541	4631	5319	5882	公允价值变动损失	34	20	27	27
					财务费用	85	96	117	156
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	营运资本变动	11	(138)	(166)	(178)
每股收益	0.14	0.21	0.30	0.41	其它	(2)	10	(1)	(4)
每股红利	0.20	0.08	0.11	0.33	经营活动现金流	345	247	339	441
每股净资产	2.15	2.33	2.57	2.72	资本开支	(356)	(401)	(451)	(501)
ROIC	5%	7%	9%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	11%	14%	18%	投资活动现金流	(364)	(401)	(451)	(501)
毛利率	8%	9%	9%	9%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	2%	2%	2%	2%	负债净变化	(150)	0	0	0
EBITDA Margin	3%	3%	3%	4%	支付股利、利息	(140)	(52)	(78)	(230)
收入增长	16%	16%	22%	20%	其它融资现金流	935	(15)	205	294
净利润增长率	15%	79%	42%	36%	融资活动现金流	364	(66)	127	64
资产负债率	67%	65%	67%	68%	现金净变动	346	(220)	15	4
息率	3.7%	1.4%	2.1%	6.1%	货币资金的期初余额	382	728	500	500
P/E	39.4	27	19	14	货币资金的期末余额	728	507	515	504
P/B	2.6	2.4	2.1	2.0	企业自由现金流	(2)	(106)	(80)	17
EV/EBITDA	17.0	13.0	11.2	9.5	权益自由现金流	783	(200)	38	212

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**吴立、张婧，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**吴立，农林牧渔行业分析师。**2012年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

**2007年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007年-2010年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010至今从事农林牧渔行业研究。**

### 覆盖股票范围：

**A股：**新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

---

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：何婷婷 021-20257811 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)