

盈利能力显著增强

通威股份 (600438.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司公布了 2013 年 3 季度业绩报告。公司 2013 年 1-3 季度实现营业收入 118.93 亿元, 同比增 9.99%, 母公司所有者净利润 2.91 亿元, 同比增 98.55%, EPS 为 0.35 元 (摊薄后)。其中 Q3 实现营业收入 60.68 亿元, 同比增 13.8%, 净利润 2.47 亿元, 同比增 98.75%, 基本符合预期。同时公司预计 2013 年全年归属于上市公司股东净利润同比增长 100%-200%。

2. 我们的分析与判断

(一) 毛利率持续改善使公司业绩大幅增长

由于今年 1-3 季度雨水较多, 整个水产饲料行业销量受到较大影响。公司 1-3 季度预计水产饲料增速在 10% 左右, 猪料销量增幅为 15%, 禽料依然下滑, 但此增速远高于行业增速。主要原因在于公司从去年起开始专注于水产饲料行业, 加大了广告投入和人员招聘力度, 今年开始逐现成效。

公司毛利率逐季提升, 1-3 季度综合毛利率为 9.93%, 同比提高了 1.43 个百分点; 其中 Q3 毛利率达到 10.43%, 同比提高了 1.77 个百分点。我们认为毛利率提升主要原因是: 1) 公司今年采取“优质优价”的竞争策略, 在保证质量的前提下, 提升饲料价格, 并且严控赊销, 在行业景气度低时保证资金的回流。2) 食品业务今年重新引进了业务团队进行整改, 畜禽板块已经开始减亏, 成本端得到控制。

(二) Q3 单季度费用率下滑明显, 净利率达 4.08%

公司 1-3 季度期间费用率和去年基本持平, 主要由于毛利率的提升最终使得公司的净利率达到了 2.39%, 较去年同期的 1.36% 提高了 1.03 个百分点。其中 Q3 单季度销售费用、管理费用和财务费用率分别为 2.63%、2.31%、0.26%, 分别较去年 Q3 同期下滑 0.23、0.23、0.09 个百分点。主要是去年部分费用在三季度结算, 今年这部分费用有所减少。最终 Q3 单季度净利率达到了 4.08%, 提高了 1.75 个百分点。

公司今年严控赊销, 采取了赊账收利息的方式来防治坏账发生。2013 年 1-3 季度应收票据+应收账款占收入的比从去年中期的 5.09% 下滑至今年三季报的 3.72%, 应收项目显著减少。

(三) 全年业绩高增长, 明年依然值得期待

由于全年的积温、日照、降雨量等不会有太大的变化, 因此只要市场的客户没有流失、养殖水平在不断提升, 水域面积没有大幅减少, 每年饲料的消耗量不会出现大幅下降。今年天气热的较晚, 到

分析师:

吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

张婧

☎: 010-66568757

✉: zhangjing_yj@chinastock.com.cn

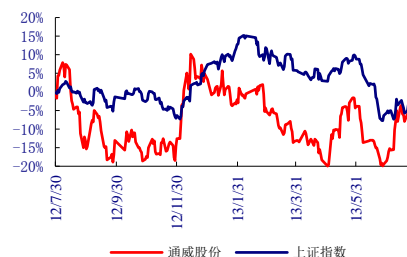
执业证书编号: S0130513070001

市场数据

时间 2013.10.17

A 股收盘价(元)	6.85
A 股一年内最高价(元)	7.35
A 股一年内最低价(元)	4.73
上证指数	2188.54
市净率	3.13
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)	55.65

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

《公司点评报告-通威股份 (600438): 毛利率提升致公司利润大幅增长》2013.8.26

《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

10 月份都是销售旺季，截止到目前，公司 10 月份水产料增速有 10%以上的增长，我们预计公司四季度整体利润能持平或者略亏。

明年来看，公司目前有 1 个多亿的在建工程技改项目，未来或以每年新建 5 个厂的速度扩张水产料，维持在行业的龙头地位。猪料方面，未来将成为公司的第二大业务，将成立专业化的猪料厂，运用单一生产线生产，并且将聘请专业化的营销团队进行销售。食品业务将不断缩减，亏损逐年减少。

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，全年业绩已确定高增长，这些数据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) 业绩高增长确定，维持“推荐”评级

通威水产饲料目前在爬坡中，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的向好的变化，未来 3-5 年将是进一步确认龙头地位的最佳时期。我们上调公司盈利预测，预计未来三年的净利润为 2.73/3.47/4.80 亿，EPS 分别为 0.33/0.42/0.59 元（摊薄后），对应目前 6.85 元股价的 PE 为 21x/16x/12x，我们认为公司处于拐点期，可享受部分估值溢价，维持“推荐”评级。

表 10: 公司财务报表预测

资产负债表 (百万)	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	15245	18537	22170
应收款项	439	459	559	686	营业成本	12345	13743	16721	19953
存货净额	944	967	1314	1501	营业税金及附加	5	7	7	9
其他流动资产	84	100	122	143	销售费用	498	549	667	789
流动资产合计	2195	2027	2494	2830	管理费用	439	504	602	683
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	4571	5228	5772	营业利润	85	326	397	554
短期借款	1305	1291	1496	1789	营业外净收支	33	10	10	10
应付款项	469	521	726	794	利润总额	118	336	407	564
其他流动负债	430	380	495	612	所得税费用	34	98	102	141
流动负债合计	2204	2192	2716	3195	少数股东损益	(12)	(34)	(41)	(57)
长期借款及应付债券	723	723	723	723	归属于母公司净利润	96	273	347	480
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	2999	3509	3964	净利润	96	273	347	480
少数股东权益	13	(9)	(9)	(13)	资产减值准备	7	(25)	1	1
股东权益	1480	1662	1898	2044	折旧摊销	199	208	234	264
负债和股东权益总计	4541	4651	5398	5995	公允价值变动损失	34	20	27	27
					财务费用	85	96	117	156
关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E	营运资本变动	11	(119)	(161)	(173)
每股收益	0.14	0.33	0.42	0.59	其它	(2)	3	(1)	(5)
每股红利	0.20	0.11	0.16	0.48	经营活动现金流	345	347	446	594
每股净资产	2.15	2.42	2.76	2.97	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%	16%	18%	23%	投资活动现金流	(364)	(401)	(451)	(501)
毛利率	8%	10%	10%	10%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	2%	3%	3%	3%	负债净变化	(150)	0	0	0
EBITDA Margin	3%	4%	4%	5%	支付股利、利息	(140)	(78)	(111)	(333)
收入增长	16%	13%	22%	20%	其它融资现金流	935	(15)	205	294
净利润增长率	15%	184%	33%	38%	融资活动现金流	364	(93)	94	(40)
资产负债率	67%	64%	65%	66%	现金净变动	346	(147)	89	53
息率	3.7%	2.1%	2.9%	8.8%	货币资金的期初余额	382	728	500	500
P/E	39.4	14.5	10.9	7.9	货币资金的期末余额	728	581	589	553
P/B	2.6	2.3	2.0	1.8	企业自由现金流	(2)	(106)	(80)	17
EV/EBITDA	17.0	21	16	12	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接受任何形式的补偿。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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区: 高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区: 李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn