

# 由调整期进入稳步发展期

通威股份（600438）年报点评

## 投资要点：

公司13年年报显示，2013年收入、营业利润、净利润分别为151.9亿元、3.38亿元和3.06亿元，分别同比增长12.59%、295.87%和218.72%，摊薄每股收益0.374元，经营活动现金流净额8.27亿元，同比增长117.45%。其中，四季度是淡季，但是13年四季度首次实现单季盈利，约1525万元，实属难得。

◆ **水产料增长仍偏慢，猪料快速增长。**13年饲料共销售394.53万吨，同比增长6.15%，其中：水产饲料销售222.31万吨，同比增长4.63%。13年全国水产料1900万吨，同比微增0.4%，主要受主销区华南的恶劣天气影响（广东下滑7%），海大鱼料仅持平，核心产品虾料下滑15%。不过，通威产品结构有所优化，水产饲料中虾、特饲料同比增长24.30%。

畜禽饲料销售172.23万吨(+8.19%)，其中，猪料101.69万吨(+40%)，近三年平均增长率为22.88%，猪料市场空间大，也是公司未来重点发展品种。禽料受禽流感影响，约70万吨销量，同比下滑20%。

◆ **食品板块继续减亏，套期保值收益可观。**食品业务共实现营业收入10.71亿元，同比增长26.45%，毛利率5.02%，增加4.27个百分点，大幅减亏。2013年公司豆粕、菜粕的期货保值投资盈利2474万元，加上浮动盈亏3640万元，贡献税前收益6000余万元。

◆ **由战略调整期，进入稳步发展期。**2010年开始，公司进入战略对包括业务结构、营销、采购、激励考核等多方面的调整期，特别营销体系聚势聚焦，细分及下沉渠道，追赶海大的服务营销模式；同时，原材料采购引入竞争机制，13年原料采购大幅优于同行。

2013年，调整效果继续显现，饲料业务毛利率9.94%，同比提1.18PCT，整体毛利率提高1.3个百分点，是利润增速远高于收入增速的主要原因。

◆ **盈利预测及投资建议。**预计2014-2016年，通威收入增速分别为16.1%、15.2%和14.3%，归母公司净利增速29.6%、20.5%和16.4%，EPS分别为0.49元、0.58元和0.68元。今年水产饲料行业有望恢复性增长，公司也进入稳步发展起，给予动态25倍PE，合理价格区间在12-13元，给予“谨慎推荐”评级。尽管去年以来股价逆势稳步上涨较多，目前仍可积极关注。

◆ **风险因素：**天气、套期保值等不可预测的因素。

农林渔牧

谨慎推荐 (维持)

风险评级：一般风险

2014年4月15日

黄黎明

SAC 执业证书编号：  
S0340208070036  
电话：0755-23616029  
邮箱：hlm@dgzq.com.cn

主要数据 2014年4月14日

收盘价(元)	9.290
总市值(亿元)	75.909
总股本(百万股)	817.11
流通股本(百万股)	10.290
ROE(TTM)	13.506
12月最高价(元)	10.290
12月最低价(元)	4.730

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

**表 1：公司利润预测表**

利润表:					现金流量表:				
科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	15,190	17,638	20,322	23,223	净利润	294	389	472	552
营业成本	13,703	15,842	18,241	20,830	折旧与摊销	262	259	287	316
营业税金及附加	5	5	6	7	财务支出	95	90	89	89
销售费用	561	635	711	813	投资损失	-28	0	0	0
管理费用	528	582	671	766	净营运资本变动	238	-206	-97	-103
财务费用	85	71	73	77	经营性现金流	827	532	751	854
资产减值损失	34	41	47	53	资本支出	-638	-449	-466	-472
其他经营收益	63	0	0	0	其它投资	133	0	0	0
营业利润	338	461	574	677	投资性现金流	-504	-449	-466	-472
利润总额	374	492	605	708	股权融资	577	0	0	0
减 所得税	80	103	133	156	债券融资	1,394	-52	0	0
净利润	294	389	472	552	股利分配及其它	-165	-328	-376	-422
减 少数股东损益	-12	-7	-6	-4	筹资性现金流	1,805	-379	-376	-422
归母公司净利润	306	396	478	556	货币资金变动	2,128	-297	-90	-40

资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,017	720	630	590	成长能力 (YOY)				
应收账款	340	406	467	534	营业收入	12.6%	16.1%	15.2%	14.3%
预付账款	139	127	146	167	营业利润	296%	36.7%	24.4%	18.0%
存货	1,042	1,188	1,368	1,562	归母公司净利润	218.7%	29.6%	20.5%	16.4%
其它	227	97	112	128	盈利能力				
流动资产合计	2,765	2,538	2,723	2,980	销售毛利率	9.8%	10.2%	10.2%	10.3%
长期股权投资	26	26	26	26	销售净利率	2.0%	2.2%	2.4%	2.4%
固定资产合计	1,903	2,112	2,303	2,471	ROE	12.6%	15.7%	17.7%	19.1%
长期待摊费用	8	3	1	1	ROIC	6.4%	10.4%	14.8%	17.1%
其它	635	605	594	584	偿债能力				
非流动资产合计	2,572	2,746	2,924	3,081	资产负债率	57.1%	55.0%	54.6%	54.1%
资产总计	5,336	5,284	5,647	6,061	流动比率	1.15	1.10	1.09	1.11
短期借款	915	900	900	900	速动比率	0.72	0.58	0.54	0.53
应付账款	728	681	784	896	营运能力 (次)				
预收款项	371	353	406	464	资产周转率	3.08	3.32	3.72	3.97
其它	385	377	399	424	存货周转率	13.80	14.21	14.27	14.22
流动负债合计	2,399	2,311	2,489	2,684	应收账款周转率	43.57	47.28	46.55	46.37
长期借款	37	0	0	0	每股指标 (元)				
其它	808	648	595	595	每股收益	0.37	0.49	0.58	0.68
非流动负债合计	845	648	595	595	每股经营现金流	1.01	0.65	0.92	1.05
负债合计	3,047	2,905	3,084	3,279	每股净资产	2.77	2.89	3.12	3.40
实收资本	817	817	817	817	每股股利	0.00	0.29	0.35	0.41
资本公积	471	471	471	471	估值指标 (倍)				
留存收益及其他	1,044	1,195	1,380	1,599	PE	24.82	19.15	15.89	13.65

所有者权益合计	2,332	2,483	2,668	2,887	PB	3.35	3.22	2.97	2.74
负债和权益总计	5,379	5,388	5,752	6,166	EV/EBITDA	12.19	9.60	8.15	7.11

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)