

旺季逐渐到来，销量有望提升

通威股份 (600438.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司公布了 2014 年 1 季报。公司 Q1 实现收入 19.7 亿元，同比增 1.83%，归属母公司净利润为 -3222.42 万元，同比增 43.07%，扣非后净利润为 -3859.72 万元，同比增 35.51%，EPS 为 -0.04 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 毛利率提升是公司净利润主要增长因素

由于去年 3 月份天气提前变暖，是投苗高峰期，因此全行业一季度水产饲料产量同比下滑 20%，公司一季度水产饲料销量也略有下滑，因此 14Q1 收入同比仅增 1.83%。但从 4 月份开始，天气逐渐回暖，投苗开始进入高峰期，公司 1-4 月份水产饲料销量已经和去年持平，其中 4 月份公司水产料和猪料均同比增长 10% 以上。

公司 14Q1 毛利率为 9.55%，同比提升 1.58 个百分点，延续了去年的高毛利，主要原因是 1) 原料采购做的较好，控制成本。2) 结构变化，加大了水产料（其中虾特料）和猪料的比重，降低了禽料的比重。3) 公司通过技术改造，生产效率得到提高。

公司加大了对销售人员的激励和扩大了销售人员的规模，销售费用率为 5.38%，同比增长了 0.51 个百分点；管理费用率为 5.57%，同比提高了 0.39 个百分点；公司去年下半年大股东增发 6 亿已经完成，财务费用率相应下滑了 0.11 个百分点。公司出售以公允价值计量的交易性金融资产，确认了 -3129.09 万投资收入，同比公司出售股票投资及交割期货投资，增加投资收入 4239.33 万元。最终公司 14Q1 净利率为 -1.64%，较去年同期 -2.92% 增加了 1.28 个百分点。

(二) 14 年盈利能力有望继续提升

13 年由于受到天气和虾病的影响，行业整体增速不高。我们认为 14 年行业将会出现恢复性的增长。从 4 月份公司水产料增长 10%，1-4 月份已经与去年持平来看，5 月份逐渐进入旺季后，销量增速将会加快。另外公司毛利率也有进一步提升空间，主要原因有：1) 产品结构调整。未来公司将会继续加大膨化料和猪料的比重，禽料逐渐退出。2) 今年销量恢复性增加后，折旧等摊销减少，毛利率提升。3) 海外比例在不断增加，而海外的利润率为国内的两倍，未来公司将会加快在东南亚建产速度。

3. 投资建议

我们上调公司 14-16 年净利润为 4.4/5.28/6.69 亿元，EPS 为 0.54/0.65/0.82 元（摊薄后），对应目前 8.83 元股价 14 年 PE 为 16x，公司经营持续向好，拐点确立，维持“推荐”投资评级。

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

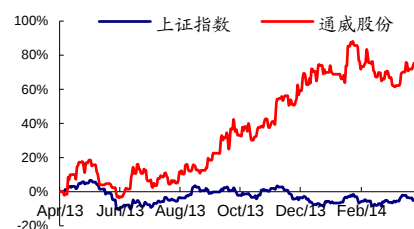
执业证书编号: S0130513070001

市场数据

时间 2014.4.27

A 股收盘价(元)	8.83
A 股一年内最高价(元)	10.29
A 股一年内最低价(元)	4.73
上证指数	2036.52
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)	60.71

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

表 1: 公司分季度业绩增速

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14
一、营业收入	1705.20	3775.59	5332.11	2677.89	1935.15	3890.50	6067.89	3296.32	1970.47
Yoy	31.63%	30.82%	12.62%	-0.25%	13.49%	3.04%	13.80%	23.09%	1.83%
减: 营业成本	1613.87	3409.83	4870.15	2451.25	1780.91	3496.26	5434.92	2990.79	1782.31
毛利率	5.36%	9.69%	8.66%	8.46%	7.97%	10.13%	10.43%	9.27%	9.55%
减: 营业税金及附加	0.44	1.30	1.86	1.82	0.58	1.48	1.61	1.13	0.52
占收入比	0.03%	0.03%	0.03%	0.07%	0.03%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%
减: 销售费用	68.41	129.54	152.49	147.18	94.25	145.68	159.79	161.04	106.04
销售费用率	4.01%	3.43%	2.86%	5.50%	4.87%	3.74%	2.63%	4.89%	5.38%
减: 管理费用	87.77	102.70	135.23	113.64	100.23	111.43	140.37	175.65	109.81
管理费用率	5.15%	2.72%	2.54%	4.24%	5.18%	2.86%	2.31%	5.33%	5.57%
减: 财务费用	22.81	19.40	18.57	24.28	28.54	22.16	15.92	18.11	26.85
财务费用率	1.34%	0.51%	0.35%	0.91%	1.47%	0.57%	0.26%	0.55%	1.36%
经营性利润	(88.09)	112.81	153.82	(60.29)	(69.36)	113.48	315.28	(50.40)	(55.06)
减: 资产减值损失	6.15	7.47	13.56	7.12	6.80	4.94	21.84	0.53	16.37
加: 公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.12	34.39	-31.29
加: 投资净收益	0.50	1.21	0.01	-0.41	0.35	0.40	1.27	26.36	42.39
二、营业利润	(93.74)	106.55	140.26	(67.81)	(75.81)	108.94	294.59	9.82	(60.33)
加: 营业外收入	7.69	5.55	9.67	19.30	8.27	10.73	9.87	13.86	14.22
减: 营业外支出	2.21	1.91	1.69	3.30	0.78	1.20	1.22	3.20	1.16
三、利润总额	(88.26)	110.19	148.25	(51.81)	(68.32)	118.47	303.24	20.48	(47.27)
减: 所得税	-10.71	19.49	22.81	2.78	-0.51	18.89	45.39	15.81	-9.73
四、净利润	(77.55)	90.69	125.44	(54.59)	(67.80)	99.59	257.85	4.67	(37.54)
减: 少数股东损益	-8.27	-0.50	0.98	-4.19	-11.20	-0.27	10.49	-10.58	-5.32
归属于母公司所有者净利润	(69.28)	91.19	124.46	(50.40)	(56.60)	99.86	247.36	15.25	(32.22)
yoy	-18%	28%	19%	-53%	18%	10%	99%	130%	43.07%
净利率	-4.06%	2.42%	2.33%	-1.88%	-2.92%	2.57%	4.08%	0.46%	-1.64%
EPS (完全摊薄)	-0.09	0.11	0.15	-0.07	-0.08	0.12	0.32	0.01	-0.05

资料来源: 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)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1017	1000	1029	1102	营业收入	15190	18987	22405	25766
应收款项	505	572	675	803	营业成本	13703	17051	20097	23086
存货净额	1042	1200	1498	1703	营业税金及附加	5	7	8	9
其他流动资产	139	141	170	208	销售费用	561	684	807	917
流动资产合计	2765	2976	3435	3878	管理费用	528	625	725	792
固定资产	1991	2190	2388	2611	财务费用	85	77	94	115
无形资产及其他	383	365	346	328	投资收益	28	1	10	13
投资性房地产	172	172	172	172	资产减值	0	(20)	(18)	(13)
长期股权投资	26	26	26	26	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5336	5728	6367	7016	营业利润	338	526	666	847
短期借款及交易性金融负债	1061	1250	1156	1106	营业外净收支	36	10	10	10
应付款项	728	646	867	1035	利润总额	374	536	676	857
其他流动负债	610	601	768	907	所得税费用	80	113	169	214
流动负债合计	2399	2497	2791	3047	少数股东损益	(12)	(17)	(21)	(27)
长期借款及应付债券	531	531	531	531	归属于母公司净利润	306	440	528	669
其他长期负债	116	114	104	99					
长期负债合计	648	645	636	630	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	3047	3142	3427	3677	净利润	306	440	528	669
少数股东权益	25	14	9	(3)	资产减值准备	1	(25)	1	1
股东权益	2265	2573	2932	3342	折旧摊销	224	225	252	282
负债和股东权益总计	5336	5728	6367	7016	公允价值变动损失	(0)	20	18	13
					财务费用	85	77	94	115
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	192	(346)	(50)	(70)
每股收益	0.37	0.54	0.65	0.82	其它	(6)	13	(6)	(13)
每股红利	0.20	0.16	0.21	0.32	经营活动现金流	717	328	743	882
每股净资产	2.77	3.15	3.59	4.09	资本开支	(392)	(401)	(451)	(501)
ROIC	9%	13%	14%	17%	其它投资现金流	(62)	0	0	0
ROE	14%	17%	18%	20%	投资活动现金流	(459)	(401)	(451)	(501)
毛利率	10%	10%	10%	10%	权益性融资	577	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	3%	4%	负债净变化	(194)	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	5%	5%	支付股利、利息	(165)	(132)	(169)	(259)
收入增长	13%	25%	18%	15%	其它融资现金流	173	188	(94)	(50)
净利润增长率	219%	44%	20%	27%	融资活动现金流	31	57	(263)	(309)
资产负债率	58%	55%	54%	52%	现金净变动	289	(17)	29	73
息率	2.3%	1.8%	2.3%	3.6%	货币资金的期初余额	728	1017	1000	1029
P/E	23.6	16.4	13.7	10.8	货币资金的期末余额	1017	1000	1029	1102
P/B	3.2	2.8	2.5	2.2	企业自由现金流	334	(31)	327	433
EV/EBITDA	16.6	12.2	10.4	8.8	权益自由现金流	313	97	162	296

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

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