

## 通威股份（600438）：饲料销量增长，产品结构调整

审慎推荐（维持）

农业

当前股价：10.04 元

报告日期：2014 年 9 月 1 日

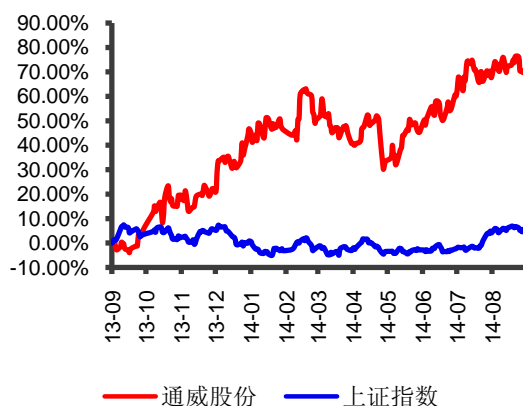
### 主要财务指标（单位：百万元）

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	15190	18228	21509	24950
(+/-)	12.59%	20.00%	18.00%	16.00%
营业利润	338	525	706	857
(+/-)	295.87%	55.65%	34.43%	21.39%
归属母公司净利润	306	454	577	704
(+/-)	218.72%	48.45%	27.04%	22.10%
EPS(元)	0.41	0.56	0.71	0.86
PE(倍)	24	18	14	11

### 公司基本情况（最新）

总股本/流通股(万股)	0 / 0
流通 A 股市值(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00
资产负债率(%)	0.00

### 股价表现（最近一年）



研究员 赵雷  
执业证书编号 S1050511070003  
021-51793721  
[zhaolei@cfsc.com.cn](mailto:zhaolei@cfsc.com.cn)

- **利润快速增长。**2014年1-6月，公司实现营业收入63.72亿元，相比去年同期增长9.39%；实现营业利润9155万元，相比去年同期增长176%；实现归属母公司所有者净利润为8437万元，相比去年同期增长95.07%。实现EPS0.10元。
- **饲料销量增长，虾海水料增速较快。**报告期内，共销售各种饲料162.47万吨，同比增长2.89%，其中实现水产饲料销售85.22万吨，同比增长3.00%，水产饲料中的虾、海水饲料同比增长58.25%，主要由于今年华南地区天气情况（温度和降雨等）好于去年，导致对虾存活率有明显的提升以及养殖户效益改善增加投料量所致。畜禽饲料方面，上半年实现销量75.26万吨，同比增长2.81%，其中猪饲料销量同比增长5.68%，禽饲料销量同比下降1.17%。上半年畜禽养殖行业整体低迷，由于生猪存栏量的下滑，饲料企业普遍业绩不佳，公司近年来加强猪饲料销售方面的投入力度，在上半年实现了逆势增长。
- **期间费用率上升。**公司销售期间费用率上升0.51个百分点至9.13%，其中销售费用率上升0.27个百分点至4.39%，主要由于公司推行产销分离，继续加大销售人员的投入所致。管理费用率上升0.22个百分点至3.85%，主要由于人工成本随着物价的上涨有所提升，并且公司进一步加大研发费的投入所致。财务费用率上升0.02个百分点至0.89%，主要由于根据原料行情公司加大了原材料的储备，导致资金占用利息增加所致。
- **产品结构调，食品加工业务改善。**公司高毛利率的虾料、特种水产料保持较快增速，此外猪料的扩张步伐仍然继续，由此导致公司上半年饲料毛利率同比上升1.47个百分点至11%。报告期内，食品加工业务继续强化经营有效性，经营情况持续好转，食品加工及养殖业务毛利率同比增长0.81个百分点至5.11%。我们认为公司今年业绩增长将延续产品结构调整以及食品加工业务好转的发展模式。
- **饲料销售加速。**下半年畜禽养殖行业进一步好转，预期下游的存栏量有望进一步回升，养殖热情转暖，畜禽饲料销售有望加速，我们看好公司下半年的畜禽饲料业绩表现。
- **投资建议。**给予公司未来三年EPS分别为0.56、0.71和0.86元，维持公司“审慎推荐”投资评级。

图表 1 公司盈利预测（万元）

单位：万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,518,986	1,822,783	2,150,884	2,495,026
增长率 (%)	12.59%	20.00%	18.00%	16.00%
减：营业成本	1,370,288	1,631,391	1,920,740	2,225,563
毛利率 (%)	9.79%	10.50%	10.70%	10.80%
营业税金及附加	479	575	679	787
销售费用	56,075	67,443	77,432	89,821
管理费用	52,769	63,797	70,979	79,841
财务费用	8,473	9,114	12,905	17,465
费用合计	117,318	140,354	161,316	187,127
期间费用率 (%)	7.72%	7.70%	7.50%	7.50%
资产减值损失	3,411	3,000	2,700	2,600
加：公允价值变动收益	3,427	-1,500	1,500	2,000
投资收益	2,837	6,000	3,000	4,000
营业利润	33,754	52,538	70,628	85,736
增长率 (%)	295.87%	55.65%	34.43%	21.39%
营业利润率 (%)	2.22%	2.88%	3.28%	3.44%
加：营业外收入	4,273	5,000	3,000	3,500
减：营业外支出	639	800	600	650
利润总额	37,388	56,738	73,028	88,586
增长率 (%)	215.89%	51.75%	28.71%	21.30%
利润率 (%)	2.46%	3.11%	3.40%	3.55%
减：所得税费用	7,958	13,050	17,527	20,818
所得税率 (%)	21.28%	23.00%	24.00%	23.50%
净利润	29,430	43,688	55,502	67,768
增长率 (%)	250.38%	48.45%	27.04%	22.10%
净利润率 (%)	1.94%	2.40%	2.58%	2.72%
归属于母公司所有者的净利润	30,587	45,405	57,683	70,431
增长率 (%)	218.72%	48.45%	27.04%	22.10%
少数股东损益	-1,157	-1,717	-2,181	-2,663
总股本	81,711	81,711	81,711	81,711
摊薄每股收益 (元)	0.41	0.56	0.71	0.86

数据来源：华鑫证券研发部，公司财报

## 研究员简介

赵 雷：上海财经大学，理学学士，金融学硕士。2009年7月加盟华鑫证券研究部。

主要覆盖行业：农林牧渔。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>