

产品结构改善使毛利率提升

核心观点:

1. 事件

公司公布了2014年中报。上半年实现收入63.72亿元，同比增9.39%，归母净利润为8437.91万元，同比增95.07%，扣非后净利润为7153.57，同比增102.96%，EPS为0.10元。其中Q2实现收入4401.93万元，同比增13.15%，净利润为1.17亿元，同比增16.77%，EPS为0.14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

公司上半年销售饲料162.47万吨，同比增2.89%，其中水产料销售85.22万吨，同比增3%；水产饲料中毛利较高的虾、海水饲料同比增58.25%；畜禽饲料销售75.26万吨，同比增2.81%，其中猪料增5.68%，禽料下滑1.17%。

公司14H1饲料毛利率为11%，同比提升1.47个百分点，延续了去年的高毛利，主要原因是1)上半年饲料原料价格下滑加之公司原料采购做的较好，控制成本。2)结构变化，加大了水产料（其中虾特料）和猪料的比例，降低了禽料的比例。3)公司通过技术改造，生产效率得到提高。另外公司食品加工及养殖业务毛利率为5.11%，较去年同比增加了0.81个百分点，食品业务继续减亏。

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4.39%，同比增长了0.27个百分点；管理费用率和财务费用率基本与去年同期持平。公司出售以公允价值计量的交易性金融资产，确认了-3272万投资收入，同比公司出售股票投资及交割期货投资，增加投资收入4221万元。最终公司14H1净利率为1.32%，较去年同期0.74%增加了0.58个百分点。

(二) 14年公司继续高增长

从销量方面看，7月份由于台风的影响，预计水产饲料销量单季度出现下滑，但8月份已经开始有所恢复，我们预计全年公司水产饲料销量增速为10%左右；畜禽料随着下游畜禽养殖景气度不断提升，未来增速也将不断提高。随着公司产业结构升级和海外扩张加速，公司高毛利产品比例将逐渐提升，未来公司毛利率有继续提升的空间。另外，公司通过不断技术改造和新建厂房，公司规模也将维持每年10%左右的速度扩张。

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），对应目前股价PE为18x/15x/12x，给予“推荐”投资评级。

通威股份（600438.SH）

推荐 维持评级

分析师:

吴立

■: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

张婧

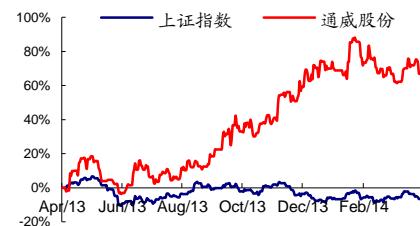
■: 010-66568757

✉: zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513070001

市场数据	时间 2014.8.31
A股收盘价(元)	10.03
A股一年内最高价(元)	10.78
A股一年内最低价(元)	5.75
上证指数	2217.20
市净率	3.87
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)	68.34

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 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：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
公司网址： www.chinastock.com.cn	