

2014年07月31日

通威股份 (600438)

——水产饲料旺季行情趋势向上，维持“买入”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据:	2014年07月30日
收盘价(元)	10.01
一年内最高/最低(元)	10.6/5.48
上证指数/深证成指	2181/7853
市净率	3.7
息率(分红/股价)	3.01
流通A股市值(百万元)	6848

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年03月31日
每股净资产(元)	2.73
资产负债率%	63.01
总股本/流通A股(百万)	817/688
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《通威股份(600438)战略合作公告点评》 2014/05/15

《通威股份(600438)2014年一季报点评》 2014/04/28

证券分析师

宫衍海 A0230513040003
gongyh@swsresearch.com
 赵金厚 A0230511040007

zhaojh@swsresearch.com

联系人

龚毓幸
 (8621)23297818x7405
gongyx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
 电话：(8621) 23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	15,19	13	306	219	0.37	9.8	13.5	27	13
2014Q1	1,970	2	-32	-	-0.04	9.6	-1.5		
2014E	18,25	20.2	461	50.7	0.56	10.5	16.9	17.5	11.9
2015E	21,37	17.1	582	26.3	0.71	10.5	17.6	13.9	9.5
2016E	26,51	24.1	751	29.1	0.92	10.6	18.5	10.8	7.6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **公司发布2014年半年度业绩预增公告，利润增速符合预期。**经公司财务部门初步测算，预计公司2014年1-6月实现归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长50%—100%，预计净利润为6488-8651万元。
- **2014年水产饲料销售行情好于2013年。**尽管春季气温偏低，导致对虾、淡水鱼投苗较往年晚15-20天，但我们预计，公司上半年水产饲料销量仍有20-25%的销量增长，原因有二：1) 淡水鱼价格同比走高，养殖户投喂积极性上升。华南、华中、西南地区淡水鱼价格同比上涨5-10%，养殖效益提升，农户投苗量及饲料投喂量增加，推动淡水鱼料销量增长，预计公司上半年鱼料销量增速5%（其中二季度单季增长15-20%）；2) 异常天气减少，疫情平稳，对虾存活率上升。14年二季度华南地区暴雨范围和持续时间均不及13年，异常天气对对虾养殖的负面影响减弱。同时，早死病发病率降低，上半年华南地区对虾养殖存活率达到55%，同比提升20个百分点，虾料需求量增长，加上农户养殖效益显著改善，投喂积极性增加，预计公司上半年虾料及特种料销量增速超过40%（其中海外增长80%，国内增长25%）
- **6月后水产饲料产品提价，毛利率有望小幅上升。**6月后，公司先后在华南、华东市场上调水产饲料价格，淡水鱼料、虾料价格上调幅度均在5%左右，加上公司年初在低价位囤积了玉米等饲料原料，控制成本，预计中报及三季度水产饲料业务毛利率稳中有升。
- **台风对水产养殖业影响有限，预计三季度水产饲料行情持续向上。**7月下旬，73年来华南地区最强热带风暴“威马逊”先后在海南文登、广东湛江、广西防城港登陆。时值第二批虾的投苗阶段，台风导致粤西、桂东、海南地区已投苗的对虾出现死亡现象，当地虾苗供应紧张。预计三季度灾区对虾养殖规模下降20-30%，华南地区对虾养殖规模下降15-20%。目前，受灾地区养殖户补投苗积极性较高（但由于虾苗供应偏紧，养殖户补投苗后，养殖密度略低于往年）。此外，台风后，水质提升，或提高对虾存活率，台风实际对水产养殖（主要是对虾养殖）影响较为有限，预计三季度水产饲料行业景气度持续向上。
- **投资建议：维持“买入”评级。**预计公司2014-16年水产饲料销量分别为262/299/341万吨，饲料总销量472/551/643万吨，则公司14-16年可实现收入182.6/213.7/265.1亿元，同比增长20.2%/17.1%/24.1%；实现净利润4.61/5.82/7.51亿元，同比增长50.7%/26.3%/29.1%；实现EPS0.56/0.71/0.92元（同此前预测），市盈率18/14/11倍，维持“买入”评级。

表 1：通威股份利润表预测
单位：百万元，元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	13,491	15,190	18,257	21,371	26,515
二、营业总成本	13,407	14,915	17,697	20,645	25,577
其中：营业成本	12,345	13,703	16,334	19,118	23,701
营业税金及附加	5	5	6	7	8
销售费用	498	561	670	757	933
管理费用	439	528	566	662	822
财务费用	85	85	85	74	66
资产减值损失	34	34	37	28	46
加：公允价值变动收益	0	34	0	0	0
投资收益	1	28	5	5	5
三、营业利润	85	338	565	730	943
加：营业外收入	42	43	40	40	40
减：营业外支出	9	6	10	15	15
四、利润总额	118	374	595	755	968
减：所得税	34	80	147	188	231
五、净利润	84	294	447	568	737
少数股东损益	(12)	(12)	(13)	(14)	(15)
归属于母公司所有者的净利润	96	306	461	582	751
六、基本每股收益	0.14	0.41	0.56	0.71	0.92

资料来源：公司公告、申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。