

增持 (维持)

通威股份 (600438)

年报点评: 饲料业务提供现金流, 加码新能源

2016 年 04 月 11 日

市场数据

报告日期	2016-04-11
收盘价(元)	13.81
总股本(百万股)	1055.43
流通股本(百万股)	687.52
总市值(百万元)	14575.55
流通市值(百万元)	9494.65
净资产(百万元)	2499.99
总资产(百万元)	6089.74
每股净资产	2.37

相关报告

《通威股份(600438)半年报点评: 饲料稳定, 注入光伏业务有保障》2015-08-18

《通威股份(600438): 注入多晶硅业务, 打造“渔光一体”新模式》2015-05-11

《通威股份(600438)一季报点评: 主营平稳, 关注智慧渔业》2015-04-27

分析师:

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

蒋卫华

jiangweihua@xyzq.com.cn

S0190514070003

研究助理:

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

王伟

wangweiyjs@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	14079	14737	15647	17020
同比增长	-8.6%	4.7%	6.2%	8.8%
净利润(百万元)	331	362	446	501
同比增长	0.6%	9.2%	23.2%	12.5%
毛利率	13.4%	12.8%	13.4%	13.3%
净利率	2.4%	2.5%	2.8%	2.9%
净资产收益率(%)	13.2%	12.6%	14.1%	14.2%
每股收益(元)	0.41	0.44	0.55	0.61
每股经营现金流(元)	1.25	0.36	0.98	0.96

投资要点

事件: 2016 年 4 月 11 日晚, 通威股份发布 2015 年报, 报告期公司实现营业收入 141 亿, 同比下滑 8.63%; 实现净利润 3.31 亿元, 同比持平, 符合预期。

- **饲料稳定, 现金奶牛特征显现。**公司作为水产料龙头, 在下游水产养殖低迷, 行业销量小幅下滑的背景下, 公司销量整体稳定; 我们认为在整个消费趋稳的背景下, 公司饲料业务将整体较为稳定, 为公司的多晶硅、光伏电站运营等重资产行业提供现金流支撑。
- **永祥硅业提升产能利用率, 进一步提升效率。**新能源业务已于 2016 年 2 月注入上市公司, 多晶硅与光伏电站运营将成为主要的业务增长点。永祥硅业多晶硅生产成本低至 7.5 万元/吨, 在国内新增光伏电站规模稳步增长的背景下, 公司销量扩大, 产能利用率提升将推动成本的进一步下降, 按照注入承诺, 公司 2015-17 年永祥净利润不低于 9000 万, 2.2 亿与 3.2 亿。
- **“渔光一体”发电站运营。**公司通过“渔光一体”模式在华东、华南等土地资源较为稀缺的地区建立光伏电站; 在饲料客户屋顶推行分布式光伏电站建设; 在西北、东北等光源良好的区域建设连片地面光伏, 推进公司的电站运营业务。光伏运营业务将成为公司主要的利润增长点。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2016-18 年饲料业务净利润为 3.61 亿, 4.45 与 5.01 亿元; 叠加公司注入业务与定增后公司财务费用节省, 公司总净利润将达到 6.03 亿, 7.17 亿与 8.98 亿元, 对应 EPS 为 0.48 元, 0.68 元与 0.82 元, 对应 PE 为 29 倍, 20 倍与 17 倍, 我们维持公司“增持”评级。
- **风险提示:** 光伏补贴政策变化、自然灾害风险。



表、通威股份分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	14-4Q	15-1Q	15-2Q	15-3Q	15-4Q	QOQ	2014-12	2015-12	YOY
营业收入	3346	1995	4404	4694	2986.0	-10.8%	15409	14079	-8.6%
营业成本	2993	1784	3884	3942	2585.5	-13.6%	13661	12196	-10.7%
毛利	354	212	520	751	400.5	13.3%	1748	1884	7.8%
销售费用	200	112	178	255	186.0	-7.1%	682	731	7.2%
管理费用	151	110	143	187	213.5	41.3%	556	653	17.5%
财务费用	26	34	27	16	18.7	-26.9%	108	95	-11.8%
资产减值	-2	15	2	10	-6.9	-	39	20	-47.7%
公允价值	4	2	-7	-1	1.2	-66.6%	-40	-5	-
投资收益	6	3	1	3	1.8	-71.6%	58	8	-85.5%
营业利润	-12	-55	163	283	-8.5	-	375	383	2.1%
利润总额	-2	-47	160	305	4.3	-	420	423	0.6%
净利润	1	-32	125	256	-18.3	-3177.6%	329	331	0.6%
EPS	0.001	-0.030	0.118	0.243	-0.017	-3177.6%	0.312	0.314	0.6%
销售费用率	6.0%	5.6%	4.0%	5.4%	6.2%	0.2%	4.4%	5.2%	0.8%
管理费用率	4.5%	5.5%	3.2%	4.0%	7.2%	2.6%	3.6%	4.6%	1.0%
财务费用率	0.8%	1.7%	0.6%	0.3%	0.6%	-0.1%	0.7%	0.7%	0.0%
所得税率	-252.4%	-26.3%	18.1%	13.6%	540.9%	793.3%	19.7%	19.2%	-0.5%
毛利率	10.6%	10.6%	11.8%	16.0%	13.4%	2.8%	11.3%	13.4%	2.0%
净利润率	0.0%	-1.6%	2.8%	5.5%	-0.6%	-0.6%	2.1%	2.4%	0.2%

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2465	2589	2741	2893
货币资金	1062	1060	1143	1174
交易性金融资产	18	34	24	25
应收账款	414	398	429	473
其他应收款	35	50	48	52
存货	842	966	1015	1077
非流动资产	3625	3468	3551	3611
可供出售金融资产	155	108	139	134
长期股权投资	52	52	52	52
投资性房地产	3	4	4	4
固定资产	2218	2195	2159	2077
在建工程	241	145	110	93
油气资产	0	0	0	0
无形资产	682	776	899	1055
资产总计	6090	6056	6292	6504
流动负债	2696	2296	2180	2035
短期借款	1119	1094	1025	906
应付票据	0	0	0	0
应付账款	406	476	434	413
其他	1171	726	721	716
非流动负债	812	800	865	852
长期借款	214	294	294	294
其他	598	506	571	558
负债合计	3508	3096	3045	2887
股本	817	817	817	817
资本公积	455	455	455	455
未分配利润	1048	1340	1594	1916
少数股东权益	82	84	91	97
股东权益合计	2582	2961	3247	3617
负债及权益合计	6090	6056	6292	6504

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	331	362	446	501
折旧和摊销	273	285	315	344
资产减值准备	20	33	3	6
无形资产摊销	20	17	18	18
公允价值变动损失	5	15	-10	0
财务费用	114	111	109	100
投资损失	-8	-10	-13	-12
少数股东损益	10	2	7	7
营运资金的变动	261	-506	-127	-145
经营活动产生现金流量	1018	292	804	788
投资活动产生现金流量	-812	-238	-387	-400
融资活动产生现金流量	-571	-56	-334	-357
现金净变动	-361	-2	83	31
现金的期初余额	1327	1062	1060	1143
现金的期末余额	966	1060	1143	1174

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	14079	14737	15647	17020
营业成本	12196	12854	13556	14751
营业税金及附加	4	5	4	4
销售费用	731	693	735	800
管理费用	653	663	704	766
财务费用	95	111	109	100
资产减值损失	20	31	30	27
公允价值变动	-5	15	-10	0
投资收益	8	10	13	12
营业利润	383	406	511	583
营业外收入	55	54	58	56
营业外支出	15	5	6	7
利润总额	423	455	563	632
所得税	81	91	111	124
净利润	342	364	452	508
少数股东损益	10	2	7	7
归属母公司净利润	331	362	446	501
EPS (元)	0.41	0.44	0.55	0.61

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	-8.6%	4.7%	6.2%	8.8%
营业利润增长率	2.1%	6.1%	25.9%	14.0%
净利润增长率	0.6%	9.2%	23.2%	12.5%
盈利能力				
毛利率	13.4%	12.8%	13.4%	13.3%
净利率	2.4%	2.5%	2.8%	2.9%
ROE	13.2%	12.6%	14.1%	14.2%

偿债能力

资产负债率	57.6%	51.1%	48.4%	44.4%
流动比率	0.91	1.13	1.26	1.42
速动比率	0.60	0.71	0.79	0.89

营运能力

资产周转率	2.30	2.43	2.53	2.66
应收帐款周转率	27.29	28.63	29.01	29.29

每股资料(元)

每股收益	0.41	0.44	0.55	0.61
每股经营现金	1.25	0.36	0.98	0.96
每股净资产	3.06	3.52	3.86	4.31

估值比率(倍)

PE	17.57	16.08	13.06	11.61
PB	2.33	2.02	1.84	1.65

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyuan@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳烜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。