

投资评级 **买入** 维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	8.80
06 月 01 日收盘价 (元)	6.64
52 周股价波动 (元)	5.87-23.78
总股本/流通 A 股 (百万股)	1055/688
总市值/流通市值 (百万元)	7008/4565

主要估值指标

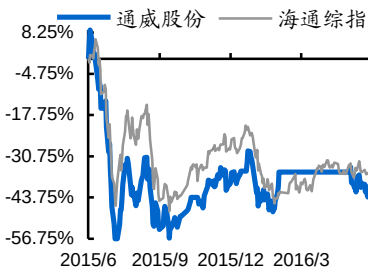
	2015	2016E	2017E
市盈率	167.7	75.0	39.0
市净率	4.4	3.4	2.8
市销率	3.94	3.31	2.41
EV/EBITDA	73.4	41.0	21.9
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《启动合肥通威资产注入，光伏产业链全线贯通》2016.05.04

《主业稳健，“农业+光伏”仍是最大看点》2016.04.12

《重组方案通过审核，多元化发展大幕开启》2015.12.24

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.0	-3.0	-3.0
相对涨幅 (%)	-3.1	-1.1	-10.8

资料来源：海通证券研究所

中报预告业绩翻倍，“渔光一体”推进顺利

投资要点：

- **通威股份发布 2016 年半年度业绩预增公告：** 预计公司 2016 年 1-6 月实现归母净利润 2-2.5 亿元，比上年同期（法定披露数据）增长 115%-165%。考虑永祥股份和通威新能源今年纳入合并报表，由此对财务数据重述后，预计公司 2016 年 1-6 月实现归母净利润比上年同期增长 140%-200%。
- **饲料销量同比增长，光伏业务盈利大增。** 我们预计上半年饲料业务盈利增速 10% 左右，盈利规模超过 1 亿元。永祥股份自 2015 年 4 月技改达产以来，多晶硅产能、产量和品质均大幅提升，生产成本大幅下降，其中生产规模达到 1.5 万吨，位列国内前三，生产成本低于 6 万元/吨，完全成本约为 9 万元/吨，达到行业领先水平，而今年多晶硅价格持续上涨，近期已达到 14.3 万元/吨，公司盈利能力持续增强，在上半年停产检修一个月的情况下，我们预计永祥股份盈利将达到 1.3 亿元左右，此前公司重组方案中承诺 16-17 年业绩分别为 2.2 亿、4 亿，以目前情况估计，今年大概率将超过承诺业绩。
- **“渔光一体”推进顺利，打造“光伏+农业”双轮驱动发展模式。** 公司的第一个“渔光一体”项目落户江苏如东，2015 年 12 月已并网发电，目前运营情况良好，根据测算，平均一亩池塘每年发电收入在 4-5 万元，养殖收入在 1-2 万元，相比传统养殖不足万元的亩均收入，效益大幅提升，未来三年公司电站装机计划分别为 500MW、1GW、2GW。我们认为，未来公司将充分发挥“农户资源”和“光伏行业资源”的协同效应，以“渔光一体”、“农户等屋顶电站”等光伏发电项目为载体，大力推行规模化、集约化、智能化的绿色立体渔业经济，着力打造“光伏产业链+绿色农业”双轮驱动的业务发展模式。
- **启动合肥通威资产注入，光伏产业链全线贯通。** 2016 年 2 月，公司完成了将大股东旗下的永祥股份（多晶硅生产）、通威新能源（光伏电站运营）等资产注入上市公司的工作，初步实现了公司对光伏产业链上、下游的整合。待合肥通威重组完成后，通威股份将进入晶硅电池业务领域，从而进一步完善现有的光伏产业链布局，迅速构建起“上游多晶硅——中游电池片——下游电站”相互协同和支撑的光伏产业格局。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2016-17 年归母净利润分别为 7.40 亿元和 14.24 亿元，以重组完成后股本摊薄（约 40.22 亿股），EPS 分别为 0.18 元和 0.35 元。给予 2017 年 25 倍 PE 估值，则目标市值 352 亿元，目标价 8.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 业务整合速度不达预期，饲料成本大幅上涨，养殖业存栏下降。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万元)	15408.93	14079.25	16800.00	23000.00
(+/-)YoY(%)	1.44%	-8.63%	19.32%	36.90%
净利润(百万元)	329.29	331.14	740.71	1424.14
(+/-)YoY(%)	7.66%	0.56%	123.69%	92.27%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.08	0.18	0.35
毛利率(%)	11.34%	13.38%	16.40%	19.12%
净资产收益率(%)	13.82%	12.98%	13.01%	12.81%

资料来源：公司年报（2014-2015），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分析师：丁频

Tel: (021) 23219405

Email: dingpin@htsec.com

证书: S0850511050001

联系人：陈雪丽

Tel: (021) 23219164

Email: cxl9730@htsec.com

联系人：陈阳

Tel: (010) 50949923

Email: cy10867@htsec.com

事件:

通威股份发布 2016 年半年度业绩预增公告: 经公司财务部门初步测算, 预计公司 2016 年 1-6 月实现归属于上市公司股东的净利润为 2 亿元-2.5 亿元, 比上年同期(法定披露数据)增长 115%-165%(上年同期为 9297 万元)。考虑永祥股份和通威新能源今年纳入合并报表, 由此对财务数据重述后, 预计公司 2016 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 140%-200%(上年同期为 8253 万元)。

点评:

1、饲料销量同比增长, 光伏业务盈利大增

今年上半年, 公司饲料业务继续强化提升市场营销效率和内部管理的有效性, 饲料销量同比增长, 成本费用投入产出效果较好, 我们预计上半年饲料业务盈利增速 10%左右, 盈利规模超过 1 亿元。

上游生产多晶硅的永祥股份今年并表, 公司去年 4 月份完成技术改造, 所以去年上半年有一定亏损, 而自 2015 年 4 月技改达产以来, 永祥股份多晶硅产能、产量和品质均大幅提升, 生产成本大幅下降, 其中生产规模达到 1.5 万吨, 位列国内前三, 生产成本低于 6 万元/吨, 完全成本约为 9 万元/吨, 达到行业领先水平, 而今年多晶硅价格持续上涨, 近期已达到 14.3 万元/吨, 公司盈利能力持续增强, 在上半年停产检修一个月的情况下, 我们预计永祥股份盈利将达到 1.3 亿元, 此前公司重组方案中承诺永祥股份 2016-2017 年业绩分别为 2.2 亿、4 亿, 以目前情况估计, 今年大概率将超过承诺业绩。

2、“渔光一体”推进顺利, 打造“光伏+农业”双轮驱动发展模式

公司的“渔光一体”商业模式具体为: 公司向县、镇、村或养殖户租赁鱼塘, 运用 365 养殖技术、设施/智能渔业标准对其改造, 并根据公司的实践数据和经验, 在水上按适当比例架设光伏电站, 同时在水下进行水产养殖; 光伏电站所发电量按照当地光伏标杆电价上网销售给电网公司, 水产品直接向市场销售。

公司的第一个“渔光一体”项目落户江苏如东, 2015 年 12 月已并网发电, 目前运营情况良好, 根据公司测算, 平均一亩池塘每年发电收入在 4-5 万元, 养殖收入在 1-2 万元, 相比传统养殖不足万元的亩均收入, 效益大幅提升。我们认为, 未来公司将充分发挥“农户资源”和“光伏行业资源”的协同效应, 以“渔光一体”、“农户等屋顶电站”等光伏发电项目为载体, 大力推行规模化、集约化、智能化的绿色立体渔业经济, 着力打造“光伏产业链+绿色农业”双轮驱动的业务发展模式。

3、启动合肥通威资产注入, 光伏产业链全线贯通

2016 年 2 月, 公司完成了将大股东旗下的永祥股份(多晶硅生产)、通威新能源(光伏电站运营)等资产注入上市公司的工作, 初步实现了公司对光伏产业链上、下游的整合。待合肥通威重组完成后, 通威股份将进入晶硅电池业务领域, 从而进一步完善现有的光伏产业链布局, 迅速构建起“上游多晶硅——中游电池片——下游电站”相互协同和支撑的光伏产业格局。

合肥通威主要从事晶硅电池及组件的研发、生产和销售业务, 是全球太阳能电池片项目单体规模最大的企业, 目前拥有超过 2GW 的多晶硅电池产能以及 350MW 组件的生产能力。2015 年, 合肥通威启动了成都双流基地一期 1GW 高效晶硅电池新建项目, 该项目预计将在 2016 年 9 月投产。投产以后, 合肥通威晶硅电池产能将迅速超过 3GW, 成为全球最大的晶硅电池生产企业之一。此外, 在建的合肥二期项目规划产能 2.3GW, 预计 2017 年建成投产, 公司短期总产能将超过 5GW。2015 年合肥通威实现电池片销量 1598MW 和组件销量 21MW, 销售收入达到 32.88 亿元, 净利润 3.76 亿元。今年以来, 公司已签订订单超过 2GW, 产能扩张之下需求仍有充足保障。

4、盈利预测与投资建议

我们预计永祥股份 2016-17 年净利润 3.7 和 4.2 亿元，按照合肥通威承诺业绩，预计 2016-17 年盈利在 4 亿元和 6 亿元（虽然以目前合肥通威经营情况，2016 年盈利将大概率超过承诺业绩），假设饲料主业稳定，永祥股份和合肥通威分别在 2016 年和 2017 年并表，则公司 2016-17 年归母净利润分别为 7.40 亿元和 14.24 亿元，以重组完成后股本摊薄（约 40.22 亿股），我们预计公司 16-17 年 EPS 分别为 0.18 元和 0.35 元。考虑两项业务的协同效应，若二者融合顺利，估值有望进一步提升，给予 2017 年 25 倍 PE 估值，则目标市值 352 亿元，目标价 8.8 元，维持“买入”评级。

5、风险提示

业务整合速度不达预期，饲料成本大幅上涨，养殖业存栏下降。

表 1 可比公司估值

证券代码	证券简称	最新股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE(x)		
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
002385.SZ	大北农	8.29	339.95	0.17	0.25	0.33	48.18	33.13	24.96
002311.SZ	海大集团	16.74	257.89	0.51	0.73	0.95	33.06	23.06	17.70
平均值							40.62	28.10	21.33

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收盘价为 2016 年 6 月 1 日数据，盈利预测来源于 wind 一致预期，EPS 全部以期末股本摊薄。

信息披露

分析师声明

丁频 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 北大荒,新希望,普莱柯,海大集团,中牧股份,牧原股份,登海种业,天康生物,众兴菌业,正邦科技,顺鑫农业,唐人神,金河生物,天邦股份,雏鹰农牧,瑞普生物,通威股份,大北农,禾丰牧业,隆平高科,温氏股份,金宇集团,好当家,雪榕生物,圣农发展,南宁糖业,农发种业

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。