

投资评级：推荐（维持）

分析师

王建虎 010-88366060-8787

Email:wangjh@cgws.com

执业证书编号:S1070514050002

市场数据

目前股价	12.33
总市值（亿元）	100.75
流通市值（亿元）	84.77
总股本（万股）	81,711
流通股本（万股）	68,752
12个月最高/最低	23.78/9.18

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	15,957	18,800	22,331
(+/-%)	3.6%	17.8%	18.8%
净利润	350.9	679.7	946.9
(+/-%)	7%	94%	39%
EPS	0.43	0.64	0.90
PE	28.67	19.26	13.7

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<“渔光一体化”战略继续推进>>

2015-12-24

<<业绩符合预期，维持“推荐”>> 2015-10-28

重组方案获批，“渔光一体”大幕开启

——通威股份（600438）公司动态点评

投资建议

考虑新能源业务和股本增加，预计 2016-2017 年 EPS 分别为 0.64 和 0.9 元，对应 PE 分别为 19.26X 和 13.7X，维持“推荐”评级。

投资要点

- **事件：**2016 年 1 月 29 日，公司收到中国证监会《关于核准通威股份有限公司向通威集团有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》。
- **重组方案终获批复，“渔光一体”大幕开启：**公司是传统水产料行业的龙头，其饲料业务稳增长，可提供持续现金流。大股东深耕光伏行业多年，水产料龙头企业切入光伏产业，“渔光一体”大幕将拉开。
- **设施渔业厚积薄发：**公司历来重视研发，拥有一支高素质、高学历、年轻的技术团队，专门从事鱼类基因工程研究，高端饲料研发，科学养殖模式研究与推广等。经过多年的研发积累，公司有能够实现水产养殖的设施化、智能化。结合物联网软硬件系统，建立智能养殖基地，利用手机远程监控与操作养殖场各种设备，实现养殖智能化，使得养殖的人工成本大幅下降。此外，通过对池塘的优化可以降低死亡率，提高亩产。
- **“渔光一体”已有成功样板：**“渔光一体”是指将渔业和光伏发电结合在一起，水上发电，水下养殖，达到养殖和发电并行的模式。射阳渔光一体化项目，“光”的部分于 2013 年 3 月 11 日动工，当年 6 月 30 日正式并网发电，“光”部分实现发电上网，“渔”部分实现增产增效，是公司“渔光一体”模式的成熟化运作和应用案例之一。江苏如东 10MW“渔光一体”项目于 2015 年 6 月启动，开始进行场内工程的设计发标、接入方案及可研合同签订并于当年 12 月 30 日项目成功并网发电。
- **公司“渔光一体”业务发展空间巨大：**1)“渔光一体”项目可复制性强，除受纬度差异所引起光照角度外，我国各地鱼塘差异不大，因此同一区域的“渔光一体”项目可复制性强；2)公司原有水产做的好，有用户资源（合作关系的养殖户超过 30 万户，涉及水域面积达 1,000 万亩，其中池塘水域面积 400 万亩左右，可支撑 120-150GW 的光伏电站规模）和用户信任；3)设施渔业技术领先，使得公司不仅能够做好水上发电，更能实现水产养殖的增效；4)“互联网+”助力，通心粉社区用户数量大，而且有粘性，能够作为公司渔光一体业务推广平台使用。
- **风险提示：**饲料销售不及预期、未来业务重组的不确定性。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	15189.9	15408.9	15956.7	18855.4	22392.3	成长性					
营业成本	13702.9	13661.2	14287.0	16405.6	19364.4	营业收入增长	12.59%	1.44%	3.55%	17.82%	18.78%
销售费用	560.8	682.2	628.0	773.1	930.3	营业成本增长	11.00%	-0.30%	4.58%	14.95%	17.68%
管理费用	527.7	556.0	549.9	656.2	806.1	营业利润增长	295.87%	11.09%	20.57%	93.68%	39.32%
财务费用	84.7	108.2	80.3	70.2	55.1	利润总额增长	215.89%	12.36%	7.62%	93.68%	39.32%
投资净收益	28.4	57.8	0.0	0.0	0.0	净利润增长	218.72%	7.66%	6.57%	93.68%	39.32%
营业利润	337.5	375.0	406.0	943.9	1228.7	盈利能力					
营业外收支	36.3	45.1	0.0	0.0	0.0	毛利率	9.79%	11.34%	10.46%	12.64%	13.45%
利润总额	373.9	420.1	406.0	943.9	1228.7	销售净利率	2.01%	2.14%	2.20%	3.62%	4.24%
所得税	79.6	82.8	83.2	193.5	251.9	ROE	13.40%	13.46%	12.50%	12.22%	14.50%
少数股东损益	-11.6	8.0	7.6	17.7	23.1	ROIC	8.53%	9.92%	8.72%	14.45%	17.82%
净利润	305.9	329.3	315.2	732.7	953.8	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业	3.69%	4.43%	3.80%	4.10%	4.11%
						管理费用/营业	3.47%	3.61%	3.30%	3.48%	3.60%
流动资产	2764.6	3129.5	3222.9	6011.2	7176.4	财务费用/营业	0.56%	0.70%	0.50%	0.37%	0.25%
货币资金	1016.9	1432.9	1483.8	3996.7	4794.0	投资收益/营业	8.40%	15.41%	0.00%	0.00%	0.00%
应收账款	340.4	384.1	392.5	463.8	550.8	所得税/利润总	21.28%	19.72%	20.50%	20.50%	20.50%
应收票据	23.1	25.9	36.6	43.2	51.3	应收账款周转	41.93	39.68	37.33	37.17	38.72
存货	1041.9	1098.3	1109.2	1273.7	1503.4	存货周转率	12.81	12.38	11.98	11.83	12.17
非流动资产	2571.8	3049.8	3221.0	3403.9	3531.6	流动资产周	5.15	4.85	3.46	2.86	2.90
固定资产	1991.4	2148.1	2337.0	2537.6	2683.0	总资产周转	2.64	2.44	2.01	1.87	1.99
资产总计	5336.4	6179.3	6443.9	9415.1	10708.0	偿债能力					
流动负债	2399.5	3022.8	2896.3	3063.1	3384.3	资产负债率	0.57	0.61	0.57	0.41	0.39
短期借款	915.2	1570.2	1307.2	1307.2	1307.2	流动比率	1.15	1.04	1.13	1.96	2.12
应付款项	728.4	556.6	582.1	668.4	788.9	速动比率	0.72	0.67	0.74	1.54	1.67
非流动负债	647.5	755.9	824.2	819.1	814.0	每股指标 (元)					
长期借款	36.7	148.4	216.7	211.6	206.5	EPS	0.37	0.40	0.43	0.64	0.90
负债合计	3047.0	3778.7	3720.5	3882.2	4198.2	每股净资产	2.79	2.99	3.43	5.27	6.19
股东权益	2283.0	2447.0	2769.8	5579.3	6556.1	每股经营现金	1.01	0.71	0.80	0.96	1.26
股本	817.1	817.1	817.1	1055.4	1055.4	每股经营现金	2.70	1.76	1.85	1.49	1.40
留存收益	1441.3	1558.6	1873.8	4427.2	5381.0	估值					
少数股东权益	24.7	71.2	78.9	96.6	119.7	PE	37.05	34.42	28.67	19.26	13.7
负债和权益总计	5330.0	6225.7	6490.2	9461.5	10754.4	PEG	1.14	0.82	0.50	0.55	-
现金流量表						PB	4.96	4.63	4.04	2.63	2.24
						EV/EBITDA	19.59	17.12	16.36	12.97	9.97
经营活动现金流	826.5	579.7	614.3	1064.8	1335.9	EV/SALES	0.85	0.89	0.85	0.89	0.75
其中营运资本	12.4	-21.5	-2.4	-33.5	-46.7	EV/IC	3.10	2.89	2.72	3.08	2.82
投资活动现金流	-504.1	-489.4	-443.8	-530.8	-533.5	ROIC/WACC	1.15	1.33	1.17	1.94	2.39
其中资本支出	-423.0	-466.2	-465.2	-530.8	-533.5	REP	2.71	2.16	2.33	1.59	1.18
融资活动现金流	-71.3	294.2	-194.7	2054.0	-5.1						
净现金总变化	249.7	385.7	-24.2	2588.0	797.3						

研究员介绍及承诺

王建虎: 金融学硕士, 2011年7月进入长城证券研究所。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证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他人作出邀请。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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>