

投资评级：推荐（维持）
分析师

王建虎 010-88366060-8787

Email:wangjh@cgws.com

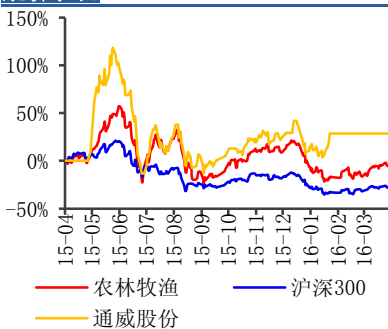
执业证书编号:S1070514050002

市场数据

目前股价	13.81
总市值（亿元）	145.76
流通市值（亿元）	94.95
总股本（万股）	105,543
流通股本（万股）	68,752
12个月最高/最低	23.78/9.18

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	16,588	19,703	24,629
(+/-%)	17.8%	18.8%	25.0%
净利润	521.4	736.4	908.2
(+/-%)	57%	41%	23%
EPS	0.64	0.90	1.11
PE	21.64	15.32	12.42

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<重组方案终获批，“渔光一体”开启>>

2016-02-01

<<重组方案获批，“渔光一体”大幕开启>>

2016-02-01

<<“渔光一体化”战略继续推进>>

2015-12-24

业绩符合预期，2016年“渔光一体化”大幕将拉开

——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2016-2018年EPS分别为0.64、0.9和1.11元，对应PE分别为21.6X、15.3X和12.4X。水产饲料龙头企业切入广发产业，未来“渔光一体化”市场空间巨大，维持“推荐”评级。

投资要点

- 事件：**公司发布年报，2015年实现营业收入140.79亿元，同比降8.63%；实现归属上市公司股东净利润为3.31亿，同比增加0.56%；基本每股收益0.4053元。分配方案为每10股派发现金股利1.2元（含税），同时每10股送红股6股（含税），以资本金向全体股东每10股转增4股。
- 业绩稳健，符合预期：**2015年宏观经济持续下行，水产饲料行业销售整体缓慢，公司实施聚焦转型的调整策略，集中优先发展水产饲料，选择性发展畜饲料，限制性发展禽饲料实现业绩小幅增长。报告期，公司实现饲料销售379.85万吨，其中水产饲料基本持平，但海水、虾、特种水产饲料实现销量35.23万吨，同比增长8.95%。实现饲料业务毛利率13.43%，较2014年提升1.88个百分点。养殖加工业务方面，盈利情况也在不断加强，报告期内公司食品加工及养殖业务毛利率为9.03%，较上年提升3.99个百分点。
- 负债率下降，三大费用率有所增加：**年末公司资产负债率为57.61%，较2014年年末下降3.54个百分点；销售费用率为5.2%，较上年上升0.77个百分点；管理费用率为4.64%，较上年上升1.03个百分点；财务费用率为0.68%，较上季度下降0.02个百分点。
- 营运能力出色，盈利质量有保障：**报告期内，公司存货周转率为12.57（去年12.77），应收账款周转率为35.3（去年42.54），运营效率居于行业前列。现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额为10.17亿元，较上年增加75%，盈利质量有保障。
- 双主业协同发展：**公司目前已完成对多晶硅、光伏发电产业的收购，并在逐步打造、完善光伏产业链上的其他产业。未来公司将以“渔光一体”、农户屋顶分布式电站等商业模式为差异化竞争特点，带动饲料、光伏新能源两大产业的协调发展。
- “渔光一体”业务发展空间巨大，大幕将拉开：**理由：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。2016 年多晶硅业务预计达到满产满销，成本、费用将进一步下降，实现扣除非经常性损益后净利润超过 2.2 亿元；光伏发电业务力争开发 650MW—1000MW 光伏电站，并网规模达到 380MW—580MW。公司“渔光一体化”大幕将拉开。

- **风险提示：**饲料销售不及预期、渔光一体化推广进度不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	15409	14079	16588	19703	24629	成长性					
营业成本	13661	12196	14431	17053	21359	营业收入增长	1.44%	-8.63%	17.82%	18.78%	25.00%
销售费用	682	731	746	887	1108	营业成本增长	-0.30%	-10.73%	18.33%	18.16%	25.25%
管理费用	556	653	657	749	936	营业利润增长	11.09%	2.10%	60.68%	43.93%	24.41%
财务费用	108	95	134	125	118	利润总额增长	12.36%	0.64%	55.07%	41.22%	23.34%
投资净收益	58	8	0	0	0	净利润增长	7.66%	0.56%	57.47%	41.22%	23.34%
营业利润	375	383	615	885	1101	盈利能力					
营业外收支	45	40	40	40	40	毛利率	11.34%	13.38%	13.00%	13.45%	13.28%
利润总额	420	423	656	926	1142	销售净利率	2.14%	2.35%	3.14%	3.74%	3.69%
所得税	83	81	132	186	229	ROE	13.46%	12.62%	16.56%	18.94%	18.92%
少数股东损益	8	10	3	4	5	ROIC	12.81%	11.47%	15.78%	19.55%	22.83%
净利润	329	331	521	736	908	营运效率					
资产负债表 (百万元)						销售费用/营业	4.43%	5.20%	4.50%	4.50%	4.50%
流动资产	3130	2465	4265	5188	6745	管理费用/营业	3.61%	4.64%	3.96%	3.80%	3.80%
货币资金	1433	1062	2528	3132	4171	财务费用/营业	0.70%	0.68%	0.81%	0.64%	0.48%
应收账款	384	414	424	504	630	投资收益/营业	15.41%	2.18%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	26	6	20	24	30	所得税/利润总	19.72%	19.21%	20.07%	20.07%	20.07%
存货	1098	842	1084	1281	1605	应收账款周转	38.63	33.61	35.75	34.76	35.55
非流动资产	3050	3625	3864	4024	3934	存货周转率	14.08	12.66	12.20	11.82	12.10
固定资产	2148	2458	2717	2897	2827	流动资产周	5.51	4.18	3.51	3.30	3.22
资产总计	6179	6090	8129	9212	10679	总资产周转	2.51	1.98	1.91	1.98	2.14
流动负债	3023	2696	4388	4732	5286	偿债能力					
短期借款	1570	1119	2526	2526	2526	资产负债率	0.61	0.58	0.62	0.58	0.55
应付款项	557	406	480	568	711	流动比率	1.04	0.91	0.97	1.10	1.28
非流动负债	756	812	635	635	635	速动比率	0.67	0.60	0.72	0.83	0.97
长期借款	148	214	37	37	37	每股指标 (元)					
负债合计	3779	3508	5023	5366	5921	EPS	0.40	0.41	0.64	0.90	1.11
股东权益	2447	2625	3149	3889	4802	每股净资产	2.99	3.21	3.85	4.76	5.88
股本	817	817	817	817	817	每股经营现金	0.71	1.25	1.00	1.47	1.79
留存收益	1559	1726	2247	2984	3892	每股经营现金	1.76	3.07	1.56	1.64	1.61
少数股东权益	71	82	84	88	93	估值					
负债和权益总计	6226	6133	8172	9255	10722	PE	34.27	34.08	21.64	15.32	12.42
现金流量表 (百万元)						PEG	1.19	0.85	0.68	0.66	-
经营活动现金流	580	1018	815	1205	1461	PB	4.61	4.30	3.58	2.90	2.35
其中营运资本	(21)	414	(66)	24	37	EV/EBITDA	17.05	16.36	12.60	9.68	8.16
投资活动现金流	(489)	(812)	(578)	(601)	(422)	EV/SALES	0.88	0.94	0.87	0.73	0.59
其中资本支出	(466)	(815)	(596)	(601)	(422)	EV/IC	3.65	3.47	3.45	3.28	3.27
融资活动现金流	294	(571)	1230	0	0	ROIC/WACC	1.65	1.48	2.03	2.52	2.94
净现金总变化	386	(361)	1466	604	1039	REP	2.21	2.35	1.70	1.30	1.11

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
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@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, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@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>