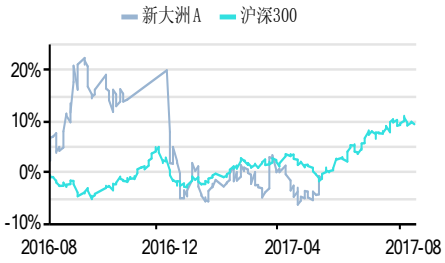
新大洲 A（000571.SZ）

拟收购乌拉圭牛肉资产，资产重组稳步进行

公司评级	谨慎增持
当前价格	7.97 元
报告日期	2017-08-14

相对市场表现



分析师： 安 鹏 S0260512030008
021-60750610
anpeng@gf.com.cn
分析师： 沈 涛 S0260512030003
010-59136693
shentao@gf.com.cn

相关研究：

联系人： 徐哲琪 021-60750610
xuzheqi@gf.com.cn

- **拟收购乌拉圭两家肉牛屠宰公司**

公司于 8 月 14 日发布复牌公告，拟以现金方式收购乌拉圭两家牛肉屠宰与加工公司 LirtixS.A.和 RondatelS.A.100%股权，交易对价 8230 万美元；未来拟收购阿根廷 BlackBambooEnterprisesS.A. 和 ChrysanTawEnterprisesS.A.。如果收购完成，四家公司均跟上市公司构成关联交易。公司承诺，乌拉圭两家肉牛屠宰公司 2017-19 年的扣非净利润不低于 470.2 万美元、815.3 万美元和 1,047.0 万美元。

2016 年 4 月尚衡冠通（实际控制人为恒阳牛业）成为大股东，持股 10.99%，新大洲拟通过非公开发行收购恒阳牛业 100%股权及其关联资产。恒阳牛业主营牛肉屠宰与加工，在国内拥有两个屠宰场，总资产逾 20 亿元，截至 17 年 8 月 14 日，拟收购恒阳牛业股权的事项仍在推进中，由于恒阳牛业目前在国内采购牛源的方式需进一步规范，公司拟先进行海外牛源资产收购，在保证充足原料供应，停止国内采购或由恒阳牛业剥离国内采购牛源业务的相关资产之后，再推进置入恒阳牛业股权的工作。

- **传统业务主要为煤炭，摩托车业务已经剥离**

煤炭业务：预计 17 年生产原煤 281 万吨，同比增 42%；增长源于胜利煤矿 16 年 11 月投产。2016 年亏损 4200 万元，预计 2017 年有望盈利；

物流业务：公司的物流业务由控股子公司新大洲物流经营管理。2016 年新大洲物流贡献公司净利润 1,260 万元；

其他业务：合营的新大洲本田 16 年净利润 7,885 万元，17 年已全面剥离；电动车业务 16 年盈利 145 万元，同比减亏；参股 23%的游艇业务 16 年盈利 4500 万元；航空零部件制造 16 年亏损 113 万元。

- **重组完成后，预计公司 17-19 年 EPS 为 0.13、0.23、0.35 元**

公司目前的业务较多，预计公司未来集中发展牛肉业务和煤炭业务。公司目前正在推进的收购，国内的恒阳牛业（根据 16 年 1 月 25 日公告）和阿根廷的两个屠宰场（根据 17 年 6 月 13 日公告），外延空间较大。公司当前估值偏高，17 年 PE 61 倍，但是我国牛肉市场空间广阔，随着公司资产重组稳步推进，预计公司牛肉食品业务盈利将大幅增长，我们给予“谨慎增持”评级。

风险提示：资产重组进度不及预期，煤价走势低于预期

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	916.97	870.33	1,606.73	2,099.35	2,641.24
增长率(%)	-3.67%	-5.09%	84.61%	30.66%	25.81%
EBITDA(百万元)	89.99	52.50	736.14	841.95	958.37
净利润(百万元)	56.80	32.85	101.85	189.85	286.40
增长率(%)	-25.56%	-42.16%	210.05%	86.40%	50.86%
EPS（元/股）	0.070	0.040	0.125	0.233	0.352
市盈率（P/E）	118.97	188.84	64.82	34.78	23.05
市净率（P/B）	3.07	4.52	4.34	3.12	2.38
EV/EBITDA	86.31	135.54	10.81	9.39	8.14

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

目录索引

公司概况：重组进入牛肉食品业，17 年剥离摩托车业务 4
17 年一季度实现净利 0.22 亿元，同比增 13% 4
传统业务：16 年吨煤亏损 41 元，物流业务盈利大幅增长，电动车业务扭亏为盈 5
资产重组拟进入牛肉食品产业，盈利能力有望大幅提升 6
投资建议：重组完成后，预计公司 17-19 年 EPS 为 0.13、0.23、0.35 元，给予 “谨慎增持”评级 7

图表索引

图 1：目前公司的第一大股东为深圳市尚衡冠通投资企业，持股 10.99%.....4
图 2：16 年公司煤炭采选、物流运输、电动车、游艇销售、食品加工以及其他业务营业收入分别占比 39.25%、21.24%、12.41%、6.33%、5.61%、0.45%.....5

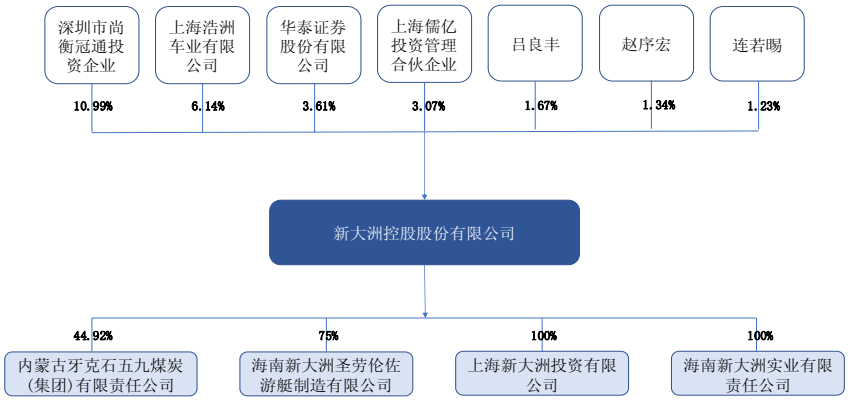
表 1：公司财务数据概览（单位：亿元）.....4
表 2：公司主要经营数据概览.....6

公司概况：重组进入牛肉食品业，17 年剥离摩托车业务

公司主营煤炭采掘、物流运输、电动车的生产经营以及食品等。2006年以前，公司主营业务以摩托车产业为主。2006年12月完成了对五九集团国有股权的收购，进入煤炭采掘业，2007年开始至今，公司主营业务收入以煤炭产业为主，而利润主要来源于煤炭产业和摩托车业务。2016年公司拟进行重组，收购恒阳牛业，并通过搭建海外并购平台和布局国内市场积极拓展牛肉食品的经营，同时2017年公司出售新大洲本田50%股权，剥离摩托车产业。

目前公司的第一大股东为深圳市尚衡冠通投资企业，持股10.99%，第二大股东上海浩洲车业有限公司，持股6.14%。

图1：目前公司的第一大股东为深圳市尚衡冠通投资企业，持股10.99%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

17 年一季度实现净利 0.22 亿元，同比增 13%

公司17年第一季度归属母公司净利润0.22亿元，同比增长12.96%，折合每股收益0.03元。16年公司实现净利润0.33亿元，同比降低42.11%，折合每股收益0.04元。营业收入结构方面，16年公司煤炭采选、物流运输、电动车、游艇销售、食品加工以及其他业务营业收入分别占比39.25%、21.24%、12.41%、6.33%、5.61%、0.45%，目前公司的食品加工行业仅为牛肉贸易，预计随着资产重组深入，预计牛肉食品行业将成为公司主营业务之一。

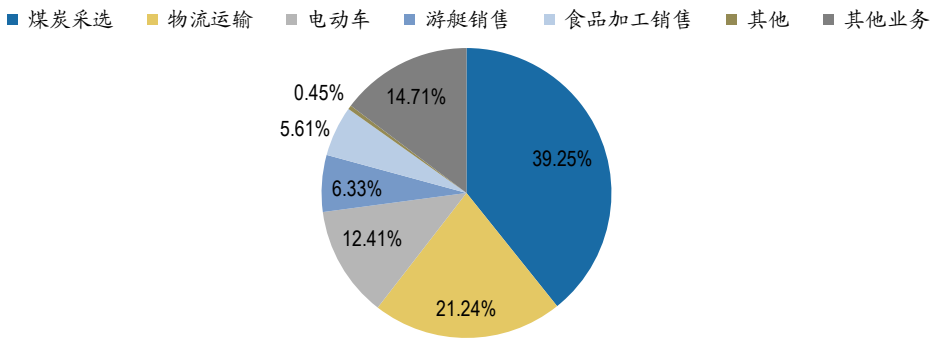
表1：公司财务数据概览（单位：亿元）

	2015A	2016A	2016Q1	2017Q1	16A 同比	17Q1 同比
营业收入	9.2	8.7	1.8	1.3	-5.1%	-29.2%
营业成本	6.3	6.3	1.1	1.3	0.9%	14.9%

毛利率	31.8%	27.5%	39.5%	1.8%	-4.3%	-37.7%
管理费用	1.6	1.8	0.3	0.5	9.6%	50.2%
销售费用	0.8	0.6	0.2	0.1	-22.6%	-28.2%
财务费用	0.2	0.4	0.1	0.2	81.1%	68.7%
期间费用率	29.0%	32.3%	32.3%	60.0%	3.3%	27.7%
营业利润	0.7	0.1	0.3	0.2	-86.1%	-38.0%
净经营现金流	-1.4	1.1	2.5	1.0	-178.1%	-60.1%
销售商品现金/收入	66.4%	92.8%	44.4%	102.8%	26.3%	50.8%
EPS	0.07	0.04	0.02	0.03	-42.2%	13.0%

数据来源：公司公告、wind资讯、广发证券发展研究中心

图2：16年公司煤炭采选、物流运输、电动车、游艇销售、食品加工以及其他业务营业收入分别占比39.25%、21.24%、12.41%、6.33%、5.61%、0.45%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

传统业务：16 年吨煤亏损 41 元，物流业务盈利大幅增长，电动车业务扭亏为盈

煤炭业务：源于销量下滑16年吨煤亏损41元/吨，17年产量预计增42%。公司的煤炭业务由控股子公司五九集团经营管理，旗下煤矿有鑫鑫煤矿、牙星煤业、胜利煤矿，

剩余可采储量1.65亿吨，在产煤种为优质长焰煤，在蒙东地区具有较强的市场竞争力。经营状况方面，2016年五九集团累计生产原煤198.03万吨，同比下滑27.91%，销售原煤195.64万吨，同比下滑26.85%，主要源于牙星煤矿遭遇土煤层、年内关闭老矿井及新建胜利矿井于16年末完成验收导致销量下滑，盈利方面，五九集团16年实现净利润-8,184.14万元，同比下降90.55%，吨煤亏损41.34元/吨，贡献公司利润-4,173.91万元。同时，根据公司公告，五九集团计划17年生产原煤281万吨，同比增41.90%，销售原煤270万吨，同比增38.01%，增长主要源于胜利煤矿16年11月投产。

物流：实现15-20万方运量，贡献净利1260万元。公司的物流业务由控股子公司新大洲物流经营管理。2016年新大洲物流实现净利润1,980.43万元，同比增长35.51%；公司对其持股比例下降为63.64%，贡献公司净利润1,260.34万元。2016年以来新大洲物流积极拓展汽摩、电商供应链仓储配送项目，同时推进陆铁联运城际批量合同物流项目，实现了15-20万方运量。

摩托车：贡献净利7885万元，17年已全面剥离。公司的摩托车业务由控股子公司新大洲本田经营管理。2016年新大洲本田累计生产摩托车65.82万辆，同比下降12.71%；销售摩托车69.62万辆，同比下降4.88%（其中：出口摩托车25.07万辆，同比下降9.40%）。16年新大洲本田实现实现净利润15,769.50万元，同比下降17.43%，贡献公司利润7,884.75万元。17年公司已全面剥离摩托车业务。

其他：16年电动车、游艇业务扭亏为盈。电动车业务：16年公司产销量分别为8.85万辆和8.99万辆，分别同比下降19.92%、19.03%。实现净利润283.68万元，同比减亏150.93%，贡献公司净利润144.67万元。**游艇：**合计亏损影响公司收益248.29万元，同比减亏631.42万元。同时，参股公司SANLORENZO S.P.A.实现净利润4,518.24万元，按权益法确认投资收益383.78万元。**航空零部件制造：**中航新大洲于2016年6月取得了喷丸工艺的NADCAP认证、于2017年2月取得FPI工艺的NADCAP认证。16年该业务实现净利润-250.24万元，贡献公司净利润-112.61万元。

表2：公司主要经营数据概览

（万吨/万辆）	2016 年	2015 年	同比增减
煤炭			
销售量	195.65	267.45	-26.85%
生产量	198.03	274.69	-27.91%
摩托车			
销售量	69.62	73.19	-4.88%
生产量	65.82	75.40	-12.71%
电动车			
销售量	8.99	11.11	-19.03%
生产量	8.85	11.05	-19.92%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

资产重组拟进入牛肉食品产业，盈利能力有望大幅提升

2016年1月新元公司与恒阳牛业签署股份转让及合作之框架协议，恒阳牛业受让新元投资持有的新大洲89,48.17万股，占新大洲总股本的10.99%，

新大洲拟通过非公开发行收购恒阳牛业100%股权及其关联资产。恒阳牛业主营牛肉屠宰与加工，在国内拥有两个屠宰场，总资产逾20亿元。截至17年8月14日，拟收购恒阳牛业股权的事项仍在推进中，由于恒阳牛业目前在国内采购牛源的方式需进一步规范，公司拟先进行海外牛源资产收购，在保证充足原料供应，停止国内采购或由恒阳牛业剥离国内采购牛源业务的相关资产之后，再推进置入恒阳牛业股权的工作。同时，公司于17年7月8日公告完成收购乌拉圭Lorsinal S.A.公司50%股权，对价为1600万美元，Lorsinal S.A.主要业务是为当地市场或国外提供屠杀、屠宰服务以及加工牛肉、牛肉产品等。

公司于8月14日复牌，公告以现金方式收购乌拉圭Lirtix S.A.和Rondatel S.A.公司100%股权，交易对价8230万美元，已通过董事会审议通过，Lirtix S.A.的主要业务为提供冷藏、剔骨、包装、冷冻等牛肉加工业， 16年营业收入、净利润分别为1533、-256万人民币，Rondatel S.A.主要经营牛肉制品及副产品的生产、屠宰、贸易、经销等和进出口业务，16年营业收入、净利润分别为3.92亿元、0.37亿元。同时根据公司6月13日公告，公司拟收购阿根廷Black Bamboo Enterprises S.A.和Chrysan Taw Enterprises S.A，目前尚处于尽职调查阶段。另一方面，公司已收到黑龙江省商务厅颁发的《企业境外投资证书》，准予自领取证书之日起2年内并购Rondatel S.A.、Liritix S.A.、Black Bamboo Enterprises S.A.和Chrysan Taw Enterprises S.A.

长期看，我国牛肉市场规模巨大，目前国内人均牛肉年消费量在5千克左右，仅为世界人均牛肉平均消费水平的一半，源于消费升级，中高档牛肉市场空间广阔。随着公司资产重组推进，加快国内与海外资产设立与并购，加大牛肉产业拓展力度，并逐步剥离部分传统业务回笼资金，公司盈利能力有望大幅提升。

投资建议：重组完成后，预计公司 17-19 年 EPS 为 0.13、0.23、0.35 元，给予 “谨慎增持”评级

公司目前的业务较多，预计公司未来集中发展牛肉业务和煤炭业务。公司目前正在推进的收购，国内的恒阳牛业（根据16年1月25日公告）和阿根廷的两个屠宰场（根据17年6月13日公告），外延空间较大。主要盈利假设如下：

1）公司收购乌拉圭肉牛屠宰公司顺利，交易对价8250万美元，假设货币资金支付2亿元、借款支付3亿元；

2）源于公司增加借款，17-19年财务费用分别为7500万元、9800万元、1.24亿元；

3）重组完成，乌拉圭完成业绩承诺，2017-19年的扣非净利润不低于470.2万美元、815.3万美元和 1,047.0万美元；

4）煤炭业务源于销量增长以及煤价维持较高水平，实现扭亏为盈；

基于以上假设，预计公司重组后17-19年EPS为0.13、0.23、0.35元，公司当前估值偏高，17年PE 61倍，但是我国牛肉市场空间广阔，随着公司资产重组稳步推进，预计公司牛肉食品业务盈利将大幅增长，我们给予“谨慎增持”评级。

风险提示

资产重组进度不及预期，煤价走势低于预期

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1024	985	853	1000	1208
货币资金	352	513	367	423	529
应收及预付	471	294	225	264	306
存货	160	138	221	275	334
其他流动资产	41	39	39	39	39
非流动资产	3860	3177	3756	4205	4651
长期股权投资	1323	590	690	759	835
固定资产	652	1568	1668	2057	2433
在建工程	1328	433	533	533	533
无形资产	321	316	593	582	572
其他长期资产	236	269	271	274	278
资产总计	4884	4162	4609	5206	5859
流动负债	1568	1529	1562	1596	1633
短期借款	790	639	639	639	639
应付及预收	626	661	694	729	765
其他流动负债	152	229	229	229	229
非流动负债	433	565	865	865	865
长期借款	421	559	859	859	859
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	6	6	6	6
负债合计	2001	2094	2427	2462	2498
股本	814	814	814	814	814
资本公积	648	650	650	650	650
留存收益	727	727	799	932	1132
归属母公司股东权	2202	1373	1521	2119	2774
少数股东权益	682	694	660	624	587
负债和股东权益	4884	4162	4609	5206	5859

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	917	870	1607	2099	2641
营业成本	625	631	935	1163	1412
营业税金及附加	47	41	75	98	124
销售费用	82	63	117	152	192
管理费用	162	178	328	428	539
财务费用	22	41	75	98	124
资产减值损失	10	13	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	96	105	0	0	0
营业利润	65	9	76	159	251
营业外收入	3	63	63	66	69
营业外支出	6	74	74	74	74
利润总额	62	-2	65	151	246
所得税	27	-2	-2	-2	-3
净利润	35	0	68	154	249
少数股东损益	-22	-33	-34	-36	-38
归属母公司净利润	57	33	102	190	286
EBITDA	90	53	736	842	958
EPS（元）	0.07	0.04	0.13	0.23	0.35

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-138	108	770	786	870
净利润	35	0	68	154	249
折旧摊销	89	95	585	584	584
营运资金变动	-204	55	19	-57	-64
其它	-59	-42	99	105	102
投资活动现金流	-186	97	-1098	-577	-581
资本支出	-136	-82	-995	-505	-501
投资变动	-50	180	-103	-72	-79
其他	0	-1	0	0	0
筹资活动现金流	262	-266	182	-154	-183
银行借款	925	1229	300	0	0
债券融资	-569	-1172	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-94	-324	-118	-154	-183
现金净增加额	-62	-61	-146	55	107
期初现金余额	399	352	513	367	423
期末现金余额	337	291	367	423	529

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-3.7	-5.1	84.6	30.7	25.8
营业利润增长	-46.1	-86.1	742.8	108.6	57.3
归属母公司净利润增长	-25.6	-42.2	210.0	86.4	50.9
获利能力（%）					
毛利率	31.8	27.5	41.8	44.6	46.5
净利率	3.8	-	4.2	7.3	9.4
ROE	2.6	2.4	6.7	9.0	10.3
ROIC	-	0.3	5.9	8.4	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	41.0	50.3	52.7	47.3	42.6
净负债比率	0.4	0.4	0.6	0.5	0.4
流动比率	0.65	0.64	0.55	0.63	0.74
速动比率	0.51	0.55	0.39	0.44	0.52
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.19	0.37	0.43	0.48
应收账款周转率	4.64	4.41	24.33	24.33	24.33
存货周转率	4.16	4.23	4.23	4.23	4.23
每股指标（元）					
每股收益	0.07	0.04	0.13	0.23	0.35
每股经营现金流	-0.17	0.13	0.95	0.97	1.07
每股净资产	2.70	1.69	1.87	2.60	3.41
估值比率					
P/E	119.0	188.8	64.8	34.8	23.1
P/B	3.1	4.5	4.3	3.1	2.4
EV/EBITDA	86.3	135.5	10.8	9.4	8.1

广发煤炭行业研究小组

沈　涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。

安　鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。

姚　遥：分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2015 年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，金牛第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。