

豌豆蛋白业务板块爆发

买入 维持

经营数据:

2014年1-3月,公司实现营业收入2.18亿元,同比增长84.17%;实现归属上市公司股东净利润2858.4万元,同比增长296.81%,折合EPS为0.66元,同比增长296.41%;毛利率和净利率分别为25.19%和13.13%,同比提高5.26%和7.04%。

公司预计,2014年1-6月实现归属上市公司股东净利润较上年同期变动幅度为130%-180%。

报告摘要:

➤ **豌豆蛋白销售可观,助力业绩高速增长,并显著提升公司盈利能力。**2013年,公司食用蛋白营收占比达到17.97%,同比增长123%,毛利率53.11%,显著高于其他业务板块,是公司2013年业绩增长的关键力量。2014年一季度业绩高速增长和盈利显著改善的主因是豌豆蛋白销售高增长,我们预计,其中高端豌豆蛋白销售占比已经显著提升。截至目前,公司原有8000吨中低端豌豆蛋白车间已经改造完成投产。所有改造完成后,高端豌豆蛋白产能将达1.5万吨,进一步提高公司营收增速和改善公司盈利能力,这是公司中短期的关键看点。

➤ **长期关键看点:全球豌豆蛋白产能不足、公司全球市场拓展。**目前全球豌豆蛋白的产能不足10万吨,而由于优质的健康属性,豌豆蛋白需求较大,预计未来较长时期内豌豆蛋白供需缺口仍将存在。目前公司的高端豌豆蛋白产品已经打入欧美市场,未来将加大日本、韩国、澳大利亚以及国内等市场的拓展。如全球市场开拓顺利,在全球产能不足而公司产能水平较高的情况下,公司将在豌豆蛋白市场确立领先优势,显著从豌豆蛋白市场的高景气阶段受益。

➤ **风险提示:**豌豆蛋白市场开拓低于预期。

➤ **盈利预测:**我们预计,公司2014-2016年EPS分别为0.488元、0.852元和1.186元,对应PE25.43倍、14.55倍和10.46倍。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	584.34	744.32	1086.71	1336.65	1537.15
增长率(%)	-1.80%	27.38%	46.00%	23.00%	15.00%
归母净利润(百万)	93.49	113.04	210.61	368.11	512.23
增长率(%)	33.06%	20.91%	86.31%	74.78%	39.15%
每股收益	0.216	0.262	0.488	0.852	1.186
市盈率	57.30	47.39	25.43	14.55	10.46

中小市值研究组

分析师:

王凤华(S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

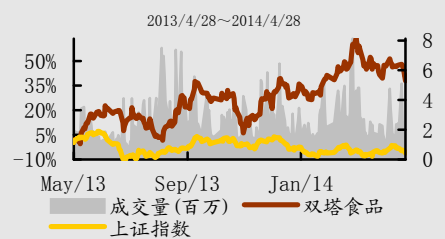
研究助理:

周忠伟

电话: 010-88013569

Email: zhouzhongwei@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《新天科技: 稳步成长,未来可期》
2014/4/28
- 《尚荣医疗: 成长不改, 梦想依旧》
2014/4/28
- 《海虹控股: 转型阵痛, 期待PBM业务发展》
2014/4/28
- 《美盛文化: 收购公司大幅提升营收》
2014/4/27
- 《天马精化: 业绩略降, 医药保健品有成长性》
2014/4/27
- 《首航节能: 二季度业绩好转可期》
2014/4/27
- 《天成控股: 传统业务下滑, 看好转型前景》
2014/4/27

盈利预测表

报表预测							财务分析和估值指标汇总						
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	595.07	584.34	744.32	1086.71	1336.65	1537.15	收益率						
减: 营业成本	472.97	438.59	554.20	706.36	761.89	799.32	毛利率	20.52%	24.94%	25.54%	35.00%	43.00%	48.00%
营业税金及附加	3.04	2.64	1.87	4.40	5.41	6.23	三费/销售收入	6.32%	9.50%	10.59%	11.73%	10.14%	8.34%
营业费用	16.37	20.62	36.89	53.86	66.25	76.18	EBIT/销售收入	13.89%	20.37%	19.84%	26.20%	34.21%	39.22%
管理费用	21.31	20.93	22.04	36.67	45.11	51.87	EBITDA/销售收入	16.11%	23.56%	26.77%	35.09%	41.73%	45.87%
财务费用	-0.05	13.99	19.89	36.91	24.20	0.20	销售净利率	11.81%	16.00%	15.19%	19.38%	27.54%	33.32%
资产减值损失	1.38	0.85	-0.05	0.73	0.73	0.73	资产获利率						
加: 投资收益	0.00	0.00	12.80	0.00	0.00	0.00	ROE	8.76%	10.51%	11.32%	17.79%	24.41%	26.15%
公允价值变动损益	0.00	0.00	-0.43	0.00	0.00	0.00	ROA	7.05%	8.36%	8.48%	13.13%	25.27%	27.30%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	14.12%	9.62%	10.67%	14.73%	20.00%	30.29%
营业利润	80.05	86.72	121.84	247.78	433.07	602.63	增长率						
加: 其他非经营损益	2.23	20.96	6.25	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	60.64%	-1.80%	27.38%	46.00%	23.00%	15.00%
利润总额	82.28	107.68	128.09	247.78	433.07	602.63	EBIT 增长率	23.02%	43.96%	24.09%	92.78%	60.62%	31.83%
减: 所得税	12.01	14.19	15.05	37.17	64.96	90.39	EBITDA 增长率	21.88%	43.60%	44.74%	91.35%	46.28%	26.42%
净利润	70.26	93.49	113.04	210.61	368.11	512.23	净利润增长率	30.75%	33.06%	20.91%	86.31%	74.78%	39.15%
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	37.78%	21.35%	22.35%	24.49%	-16.54%	22.03%
归属母公司股东净利润	70.26	93.49	113.04	210.61	368.11	512.23	股东权益增长率	6.97%	10.91%	12.22%	18.57%	27.38%	29.91%
							经营营运资本增长率	62.62%	-9.92%	66.47%	48.80%	-15.53%	33.38%
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资本结构						
货币资金	202.83	249.93	125.42	163.01	200.50	272.30	资产负债率	31.60%	37.49%	42.66%	45.39%	16.65%	11.27%
应收和预付款项	156.42	178.33	124.89	328.33	190.09	378.03	投资资本/总资产	75.60%	82.21%	94.33%	89.63%	93.51%	86.84%
存货	398.85	250.05	305.85	549.64	373.10	594.97	带息债务/总负债	53.42%	82.96%	77.98%	77.15%	61.02%	0.00%
其他流动资产	12.14	9.66	263.29	263.29	263.29	263.29	流动比率	2.11	1.31	1.13	1.35	3.58	6.44
长期股权投资	0.00	0.00	87.69	87.69	87.69	87.69	速动比率	0.99	0.81	0.34	0.51	1.36	2.78
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	25.62%	6.42%	3.82%	11.95%	11.95%	11.95%
固定资产和在建工程	350.90	684.30	784.43	731.71	656.10	578.48	收益留存率	74.38%	93.58%	96.18%	88.05%	88.05%	88.05%
无形资产和开发支出	51.54	50.53	49.31	43.89	38.48	33.06	资产管理效率						
其他非流动资产	0.14	0.45	0.43	0.21	0.00	0.00	总资产周转率	0.51	0.41	0.43	0.50	0.74	0.70
资产总计	1172.82	1423.24	1741.30	2167.78	1809.25	2207.83	固定资产周转率	3.76	0.90	1.00	1.57	2.10	2.75
短期借款	197.97	442.64	579.28	759.11	183.83	0.00	应收账款周转率	11.42	8.57	10.48	8.99	11.60	9.83
应付和预收款项	165.74	83.23	68.56	208.35	100.98	232.38	存货周转率	1.19	1.75	1.81	1.29	2.04	1.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他负债	6.90	7.68	95.05	16.48	16.48	16.48	EBIT	82.66	119.00	147.67	284.69	457.26	602.82
负债合计	370.62	533.55	742.89	983.93	301.28	248.86	EBITDA	95.87	137.67	199.27	381.30	557.78	705.13
股本	120.00	216.00	432.00	432.00	432.00	432.00	NOPLAT	68.70	85.30	124.81	241.98	388.68	512.40
资本公积	495.14	399.14	183.14	183.14	183.14	183.14	净利润	70.26	93.49	113.04	210.61	368.11	512.23
留存收益	187.06	274.55	383.27	568.71	892.82	1343.83	EPS	0.163	0.216	0.262	0.488	0.852	1.186
归属母公司股东权益	802.20	889.69	998.41	1183.85	1507.96	1958.97	BPS	1.857	2.059	2.311	2.740	3.491	4.535
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	76.24	57.30	47.39	25.43	14.55	10.46
股东权益合计	802.20	889.69	998.41	1183.85	1507.96	1958.97	PEG	1.73	0.99	0.72	-0.13	-0.08	-0.06
负债和股东权益合计	1172.82	1423.24	1741.30	2167.78	1809.25	2207.83	PB	6.68	6.02	5.37	4.52	3.55	2.73
							PS	9.00	9.17	7.20	4.93	4.01	3.48
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	PCF	-249.31	23.41	40.80	143.15	7.64	15.89
经营性现金净流量	-21.49	228.83	131.31	37.42	700.96	337.06	股息率	0.003	0.001	0.001	0.005	0.008	0.011
投资性现金净流量	-271.47	-344.23	-458.06	-117.57	-20.00	-20.00							
筹资性现金净流量	137.26	165.00	200.18	117.74	-643.47	-245.25							
现金流量净额	-155.70	49.61	-126.57	37.59	37.49	71.81							

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 天成控股、世纪鼎利、首航节能、天玑科技、天通股份、天马精化、天音控股、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子、开尔新材等。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
赵越		0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com	
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源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。