

菇价显著回升，下半年有望大幅减亏

买入 维持

目标价格：14.80 元

事件：公司发布 2014 年半年报，实现收入 1.35 亿，YoY31.2%，归母净利润-1512 万，同比减亏 3122 万，符合我们的预期。

对此，我们点评如下：

- **上半年销量增长 24.6%，主力产品金针菇和真姬菇价格明显恢复，2Q 单季度收入增长 30%：**公司 1H 销量增长 24.6%至 1.94 万吨，其中金针菇销量增长 6%至 1.2 万吨，杏鲍菇大幅增至 3707 吨。公司 1H 销售均价提升 6.6%，金针菇、真姬菇与白玉菇价格分别上升 13%、30%与 6%，跟我们草根调研结果一致，食用菌价格回升的趋势非常明显。金针菇与真姬菇 1H 收入均提升 19%。2Q 单季度收入增长 30%，环比增幅保持了 1Q 的水平；
- **公司出货价全面回暖，同时单位成本下降，上半年毛利率大幅提升 20pct，2Q 单季度同比减亏 1461 万：**1H 食用菌价格全面回升，同时因单瓶成本基本固定，销量增加及转化率提高使得单位成本显著下降了 14.5%，金针菇、真姬菇与白玉菇毛利率分别大幅提升 25、17 与 30pct，上半年综合毛利率提升 20pct 至 15%。由于收入的增加，2Q 销售与管理费用率分别下降 5 与 10pct。2Q 单季度同比减亏 1461 万；
- **食用菌行业今年有望迎来价格拐点，公司拟进军肉牛养殖屠宰与深加工产业链，形成协同效应，推动业绩提升：**1) 食用菌行业已低价运行三年，随散户与小企业逐步退出，行业竞争格局从无序向改善转变，叠加供给收缩的影响，行业价格拐点已逐渐显现；2) 公司生物转化率逐步提升，且今年产能将增长 30%至 140 吨，产能提升与成本控制推动公司业绩反转；3) 公司拟收购河南牛肉产业龙头洛阳伊众，进军肉牛养殖、屠宰、深加工产业链，牛肉产业链盈利性高，且有望与公司食用菌业务形成协同效应，提升整体盈利水平；
- **盈利预测及投资建议：**预计 14-16 年收入分别为 3.8 亿、5.1 亿和 6.6 亿，YOY 50%、34%和 28%；归母净利润分别为-2400 万、1900 万和 4100 万，YOY 85%、178%和 120%；EPS -0.16 元、0.13 元和 0.28 元，维持“买入”评级与 14.8 元的第一目标价。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	248	255	382	513	659
增长率 (%)	19%	3%	50%	34%	28%
归母净利润(百万)	6	-163	-24	19	41
增长率 (%)	-89%	-2612%	85%	178%	120%
每股收益	0.04	-1.11	-0.16	0.13	0.28
市盈率	182.48	-8.85	-72.12	92.95	42.28

食品饮料行业

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

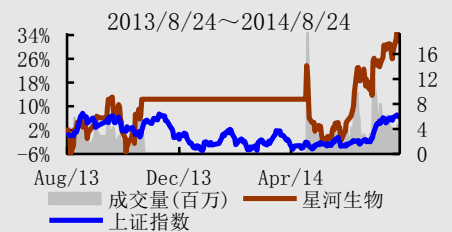
研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《海天味业中报点评：结构升级明显，看好多品类扩张》

2014/08/20

《青青稞酒中报点评：积极调整，下半年有望重回增长》

2014/08/19

《食品饮料行业周报：旺季临近，白酒动销加快》

2014/08/17

《好想你中报点评：专卖店恢复增长，品牌宣传再加码》

2014/08/15

《加加食品中报点评：酱油增速低于预期，关注新品推广》

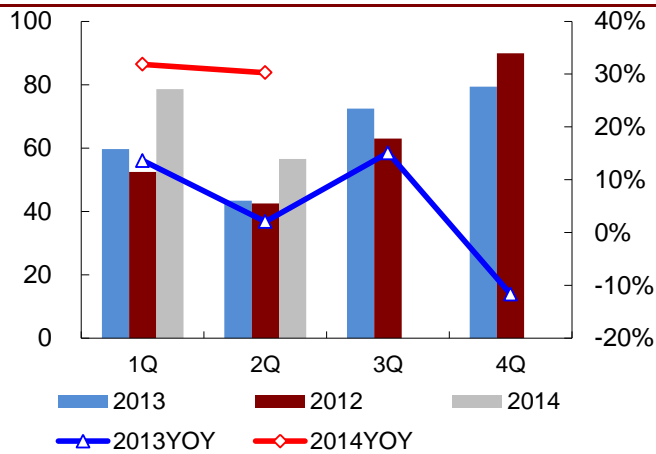
2014/08/15

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	60	43	72	79	79	57	30%	-28%	上半年销量增长 24.6%，食用菌价格提升 7%
-营业成本	88%	127%	82%	83%	70%	107%	-20.8	53%	食用菌价格全面回升，同时由于单瓶成本基本固定，销量增加显著摊薄单位成本
=毛利	12%	-27%	18%	17%	30%	-7%	20.8	-121%	
-营业税金及附加	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0.0	-	
-销售费用	16%	19%	14.2%	16.8%	10.0%	13.8%	-5.0	38%	1H 销售费用减少 11%
-管理费用	18%	30%	18%	23%	12%	20%	-10.1	71%	1H 管理费用减少 13%
-财务费用	3%	6%	4%	4%	4%	7%	1.0	62%	
-资产减值损失	1.4%	-1.7%	0.6%	104.5	0.6%	-0.1%	1.6	-116%	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	-	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	-	
+营业外收支	3.5%	1.1%	3.0%	-1.3%	2.5%	14.0%	12.9	450%	贷款贴息、电费补贴、递延收益大幅增加
=利润总额	-25.6%	-79.5%	-15.8%	-134%	4.7%	-33.2%	46.3	-805%	
-所得税费用	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0	-	
-少数股东损益	-1.3%	-6.1%	1.6%	-2.3%	2.0%	-2.7%	3.4	-236%	
=归属于母公司所有者净利润	-24.3%	-73.4%	-17.4%	-131%	2.7%	-30.5%	42.9	-1219%	毛利率提升+费用率下降+营业外收入大幅增加共同导致减亏

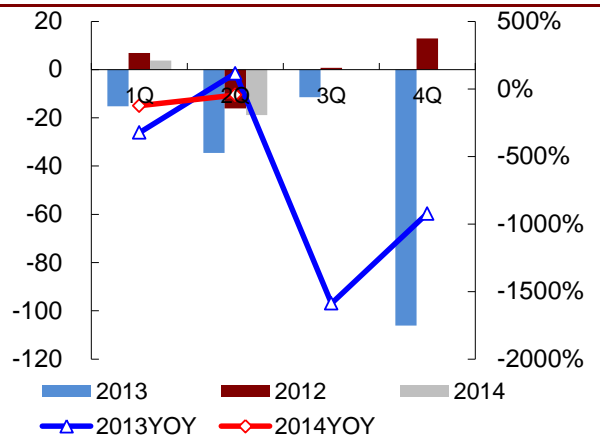
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



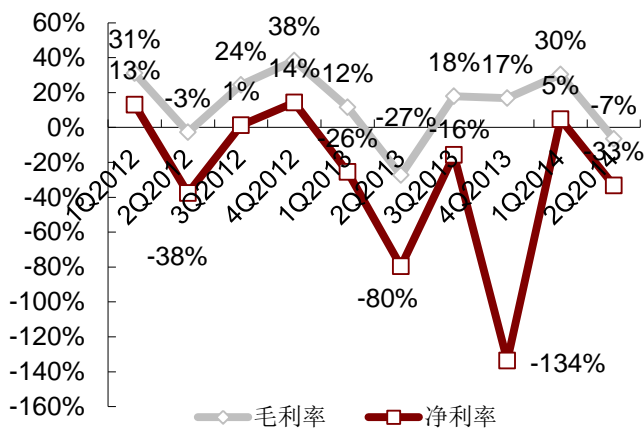
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



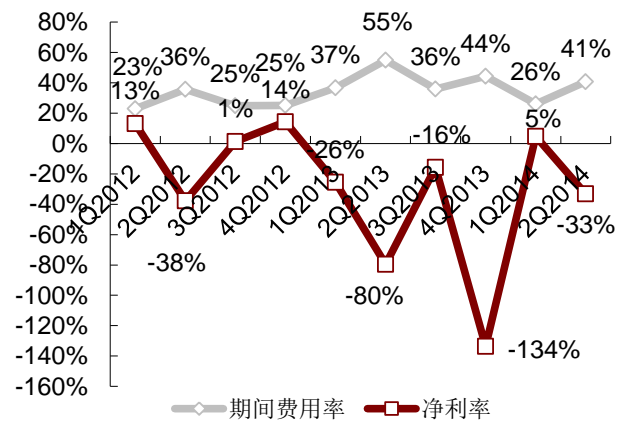
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 4：分季度毛利率与净利率关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 5：分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 6：三张财务报表分析摘要

财务报表预测（单位：百万元）

利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	255	382	513	659	货币资金	34	50	60	70
YOY	3%	50%	34%	28%	应收和预付款项	30	37	48	61
营业成本	234	293	362	457	存货	29	40	50	63
毛利	21	90	151	202	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	8%	23%	29%	31%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	0	0	0	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产和在建工程	852	1012	1132	1212
销售费用	41	48	57	72	无形资产和开发支出	62	59	57	56
% 营业收入	16.2%	12.5%	11.1%	11.0%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	55	56	59	72	资产总计	1034	1092	1116	1096
% 营业收入	21.8%	14.7%	11.4%	11.0%	短期借款	78	295	318	266
财务费用	10	11	19	18	应付和预收款项	120	80	92	108
% 营业收入	4.0%	3.0%	3.7%	2.7%	长期借款	127	127	127	131
资产减值损失	83	0	0	0	其他负债	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	391	503	537	505
投资收益	0	0	0	0	股本	147	147	147	147
营业利润	-169	-26	17	39	资本公积	508	508	508	508
% 营业收入	-66.4%	-6.8%	3.2%	5.9%	留存收益	-56	-109	-120	-109
营业外收支	2	2	2	2	归属母公司股东权益	600	546	535	547
利润总额	-167	-24	19	41	少数股东权益	44	44	44	44
% 营业收入	-65.6%	-6.3%	3.6%	6.2%	股东权益合计	643	590	579	590
所得税费用	0	0	0	0	负债和股东权益合计	1034	1092	1116	1096
净利润	-167	-24	19	41					
归属于母公司所有者的净利润	-163	-24	19	41	财务指标				
少数股东损益	-4	0	0	0	毛利率	8%	23%	29%	31%
					三费/销售收入	42%	30%	26%	25%
					EBIT/销售收入	-30%	-4%	7%	9%
					EBITDA/销售收入	19%	29%	34%	31%
					销售净利率	-66%	-6%	4%	6%
					ROE	-27%	-4%	3%	7%
					ROA	-16%	-2%	2%	4%
					ROIC	-9%	-1%	3%	6%
					销售收入增长率	3%	50%	34%	28%
					EBIT 增长率	37690%	81%	345%	60%
					EBITDA 增长率	-60%	123%	58%	18%
					净利润增长率	-3826%	86%	178%	120%
					总资产增长率	3%	6%	2%	-2%
					股东权益增长率	-21%	-8%	-2%	2%
					经营现金净流增长率	-50%	31%	834%	18%
					流动比率	0.4	0.3	0.4	0.5
					速动比率	0.3	0.2	0.3	0.4
					应收账款周转天数	8.8	14.0	14.0	14.0

资料来源：Wind，宏源证券研究所

作者简介:

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	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
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。