

证券研究报告

公司研究——中报点评

亚盛集团（600108.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2014.4.29

康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 63081261

邮箱：kangjingdong@cindasc.com

相关研究

《统一经营继续 项目进度推后》2014.4

《农业资源继续注入》2014.1

《土地流转持续升温 开乳业良性发展先河》2013.10

《滴灌产能大增 苜蓿进展顺利》2013.09

《统一经营 扬帆远航》2013.08

《业绩下滑不改成长预期 继续看好公司前景》

2013.116

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

总体发展进度继续放缓

亚盛集团中报点评

2014 年 8 月 29 日

事件：近日，公司公布 2014 年中期报告。为此我们点评如下：

点评：

- **收入持平利润下降。**2014 年上半年公司实现收入 8.48 亿元，与去年中期持平。实现主营业务利润 2.26 亿元，同比增长 5.06%，实现归属母公司净利润 1.13 亿元，同比下滑 12.76%。上半年公司实现 EPS6 分钱，每股经营活动现金 1 分钱。占公司收入比重 86.1%的农业板块实现收入 7.3 亿元，同比下降 6.67%，毛利率 38.32%，增加 2.98 个百分点；占公司收入比重 11.2%的工业板块收入 0.94 亿元，同比增长 4.94%，毛利率 25.4%，减少 2.61 个百分点；占公司收入比重 2.2%的贸易板块收入下降 22.46%，毛利率 11.63%，减少 8.88 个百分点；占公司收入比重 0.1%的其它业务收入 116 万元，同比增长 43.88%，毛利率 1.6%，增加 27.74 个百分点。上半年农业、工业毛利贡献比重分别为 90.5%、8.6%。
- **期间费用增大。**2014 年上半年公司期间费用率继年报上升后继续攀升，其中管理费用率为 9.7%，较年初提高 3.4 个百分点，其中 2 季度单季管理费用率达 13.3%，而去年第二季度为 9.63%。财务费用和营业费用均处于近年来高点。我们预计期间费用高企的局面将延续至年底。
- **总体发展进度继续放缓。**上半年，公司主要产业分布地区如白银、玉门、敦煌等地，遭遇了持续低温、冻害、沙尘、雨雪等天气，果品、苜蓿及其他一些农作物，开花、出苗等依然受到了不同程度的影响，可能会影响秋收产量；节水滴灌业务面临激烈的市场竞争挑战；在作物结构调整和统一经营方面，推进的速度依然不快；统一经营经营方面受产业和产品结构调整速度不快及其它因素影响，推进难度加大；受区域市场环境和作物结构调整等方面的影响，公司外向型产业基地拓展步伐减缓；20 万亩苜蓿草基地建设项目今年受当地土地流转市场价格的变化，和当地集中连片地的减少等因素的影响，原计划 2014 年实施流转 8 万亩的目标没有实现，实际完成 3 万亩，比计划低 63%。此外受市场环境的变化，公司 12 万吨冷链物流项目建设放缓；30 万亩现代农业节水滴灌项目尚未实施完毕。
- **盈利预测及评级：**受农产品价格依然萎靡，以及公司受外界环境影响发展总体放缓，公司业绩增长明显低于预期。我们判断公司仍然处于夯实发展基础的阶段，统一经营发展模式正面临着市场和时间的多重考验，当前暂时处于回调整理区间。我们预计公司 14~16 年销售收入分别为 24/28/30 亿元，归属母公司净利润分别为 2.9/4.9/5.2 亿元，对应公司 2014~2016 年每股收益为 0.15/0.25/0.27 元，较上篇报告预测 EPS 分别下降 33%/7%/8%。对应 2014 年 8 月 28 日收盘价（6.75 元）对应未来三年的市盈率分别为 46/27/ 25 倍。维持对公司“增持”评级。

➤ **风险因素：**农产品价格持续低迷、公司新建项目以及统一经营面积低于预期、统一经营模式面临风险等。

公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	2,246.06	2,336.84	2,436.05	2,779.54	3,048.87
增长率 YoY	52.77%	4.04%	4.25%	14.10%	9.69%
归属母公司净利润(百万元)	452.81	380.44	288.22	486.59	521.84
增长率 YoY	309.02%	-15.98%	-24.24%	68.82%	7.24%
毛利率%	25.54%	24.15%	24.38%	24.34%	24.35%
净资产收益率 ROE	12.93%	8.48%	5.99%	9.36%	9.15%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.20	0.15	0.25	0.27
市场一致预期 EPS(元)	0.23	0.20	0.23	0.27	0.31
市盈率 P/E(倍)	29	35	46	27	25
市净率 P/B(倍)	3.0	2.8	2.7	2.4	2.2

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2014年8月28日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2,870.93	2,766.88	3,086.34	3,670.18	4,288.33
货币资金	1,297.73	1,136.32	1,403.48	1,777.30	2,231.24
应收票据	2.30	0.64	1.58	1.80	1.98
应收账款	487.23	463.31	505.71	577.02	632.93
预付账款	385.19	301.82	368.97	421.21	461.99
存货	476.44	667.34	609.15	695.40	762.73
其他	222.04	197.45	197.45	197.45	197.45
非流动资产	3,244.10	3,734.25	3,694.66	3,629.83	3,558.87
长期投资	11.09	14.29	14.29	14.29	14.29
固定资产	588.14	818.78	969.60	1,200.06	1,183.20
无形资产	1,956.17	1,949.33	1,882.16	1,815.67	1,753.88
其他	688.70	951.85	828.61	599.80	607.50
资产总计	6,115.03	6,501.13	6,781.01	7,300.01	7,847.20
流动负债	1,267.80	1,626.28	1,617.94	1,650.35	1,675.69
短期借款	445.50	475.50	475.50	475.50	475.50
应付账款	117.85	146.46	141.01	160.98	176.56
其他	704.44	1,004.32	1,001.43	1,013.87	1,023.63
非流动负债	486.17	163.05	163.05	163.05	163.05
长期借款	24.24	71.65	71.65	71.65	71.65
其他	461.93	91.40	91.40	91.40	91.40
负债合计	1,753.97	1,789.33	1,780.98	1,813.39	1,838.74
少数股东权益	48.44	47.16	47.16	47.16	47.16
归属母公司股东权益	4,312.62	4,664.64	4,952.87	5,439.46	5,961.30
负债和股东权益	6115.03	6501.13	6781.01	7300.01	7847.20

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,246.06	2,336.84	2,436.05	2,779.54	3,048.87
同比(%)	52.77%	4.04%	4.25%	14.10%	9.69%
归属母公司净利润	452.81	380.44	288.22	486.59	521.84
同比(%)	309.02%	-15.98%	-24.24%	68.82%	7.24%
毛利率(%)	25.54%	24.15%	24.38%	24.34%	24.35%
ROE(%)	12.93%	8.48%	5.99%	9.36%	9.15%
每股收益(元)	0.23	0.20	0.15	0.25	0.27
P/E	29	35	46	27	25
P/B	3.0	2.8	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	22.46	25.27	29.71	20.45	19.16

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,246.06	2,336.84	2,436.05	2,779.54	3,048.87
营业成本	1,672.50	1,772.52	1,842.13	2,102.95	2,306.58
营业税金及附加	1.05	2.85	1.46	1.67	1.83
营业费用	27.69	32.77	38.98	33.35	36.59
管理费用	130.67	146.83	243.61	166.77	182.93
财务费用	42.10	42.73	32.68	30.05	26.34
资产减值损失	6.44	12.30	12.89	14.79	16.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.54	2.58	0.00	0.00	0.00
营业利润	365.07	329.42	264.32	429.95	478.27
营业外收入	100.34	53.27	56.61	70.07	59.98
营业外支出	4.39	2.86	32.62	13.29	16.25
利润总额	461.02	379.84	288.31	486.74	522.00
所得税	3.10	0.11	0.09	0.15	0.16
净利润	457.92	379.73	288.22	486.59	521.84
少数股东损益	5.10	-0.71	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	452.81	380.44	288.22	486.59	521.84
EBITDA	623.49	557.45	474.26	688.84	735.46
EPS (摊薄)	0.23	0.20	0.15	0.25	0.27

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	397.01	374.18	403.23	499.36	579.53
净利润	457.92	379.73	288.22	486.59	521.84
折旧摊销	105.46	118.81	142.17	158.33	169.68
财务费用	57.01	58.80	43.77	43.77	43.77
投资损失	0.54	-2.58	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-156.58	-167.30	-73.53	-192.40	-155.19
其它	-67.34	-13.27	2.58	3.06	-0.58
投资活动现金流	-1,004.30	-146.37	-92.29	-81.77	-81.82
资本支出	-454.30	-465.74	-92.29	-81.77	-81.82
长期投资	0.00	343.57	0.00	0.00	0.00
其他	-550.00	-24.20	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,042.76	-48.43	-43.77	-43.77	-43.77
吸收投资	1,090.79	0.40	0.00	0.00	0.00
借款	10.40	41.44	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	58.43	104.36	43.77	43.77	43.77
现金净增加额	435.46	179.39	267.17	373.82	453.93

农林牧渔研究小组简介

康敬东，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

农林牧渔行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548
亚盛集团	600108	益生股份	002458	万向德农	600371
好当家	600467	登海种业	002041	南宁糖业	000911
海大集团	002311	荃银高科	300087	大北农	002385

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。