

菇价回升，并购落地，全年预计扭亏

买入 维持

目标价格：17.2元

事件：公司公布前三季度业绩预告，预计前三季度亏损2700万-3200万，同比增长45.72%-54.20%。

报告摘要：

- **预计公司3Q单季度亏损近1500万，年初至今生物转化率提高+金针菇价格提升助力公司减亏：**公司3Q单季度预计亏损1188万-1688万，与去年同期亏损1262万的水平较为接近，基本符合预期。真姬菇、白玉菇、杏鲍菇今年价格和盈利均维持高位。广东金针菇均价7-9月同比+21%、+9%、-2%，9月价格回调对盈利造成一定影响，另外7、8月份由于菌菇感染率高，增加了部分亏损。公司今年以来生物转化率逐步提升，且整体产能扩大30%至140吨/日，摊薄单瓶成本；10月以来广东金针菇均价恢复上涨+4%，4Q预计盈利将进一步改善；
- **11月洛阳伊众有望并表，金针菇价格同比继续提升，全年业绩将扭亏：**1) 目前洛阳伊众的工商变更已经完成，但部分付款尚未完成，并表进程略微低于预期。预计在10月底前可以满足并表条件，11-12月两月实现并表，预计将贡献净利润近2000万；2) 根据草根调研，目前广东金针菇售价约为180-250元/件(20kg)，随着行业逐步进入上行周期，及4Q金针菇消费旺季到来，金针菇价格有望提升至300元/件以上，食用菌业务继续减亏；3) 今年公司还有望收到政府补贴近千万元，因此我们预计公司全年业绩将实现扭亏；
- **食用菌行业价格见底回升趋势明确，收购肉牛养殖屠宰业务盈利性强，公司明年业绩有望大幅提升：**1) 我国食用菌行业产值2000亿，年均增速15%，目前工厂化率仅7%，与欧美国家80%以上水平相比有巨大的追赶空间；2) 食用菌行业供需关系与竞争格局显著改善，未来2年都将处于上升周期，价格见底回升的趋势明确，业绩弹性巨大；3) 收购肉牛养殖屠宰业务盈利性强，牛肉价格年均上涨10%。公司目前正处在经营与业绩拐点，明年业绩有望大幅提升；
- **盈利预测及投资建议：**预计14-16年收入分别为4.8亿、10亿和12.6亿，YOY 89%、106%和27%；归母净利润150万、1亿和1.5亿，YOY 101%、6646%和51%；EPS 0.01元、0.69元和1.04元，公司已接近我们第一目标价，上调目标价至17.2元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	248	255	482	995	1,261
增长率(%)	19%	3%	89%	106%	27%
归母净利润(百万)	6	-163	1.5	102	154
增长率(%)	-89%	-2612%	101%	6646%	51%
每股收益	0.04	-1.11	0.01	0.69	1.04
市盈率	182	-9	1401	21	14

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

刘洋(S1180514080005)

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

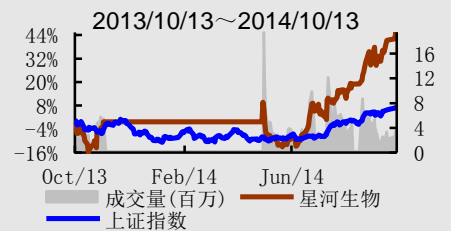
研究助理：

秦聪

电话：010-88085099

Email: qincong@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《食品饮料周报：买入经营拐点出现的潜力公司》
2014/10/12
- 《好想你深度报告：定位成功、执行落地，进入快速成长期》
2014/9/28
- 《食品饮料周报：关注处于经营拐点的食品企业》
2014/9/28
- 《顺鑫农业动态跟踪：3Q 延续高增长，激励改善助力发展》
2014/9/28
- 《食品饮料动态跟踪：五粮液补贴经销商，行业寻底再起波澜》
2014/9/22

图 1：三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	482	995	1,261	货币资金	34	50	60	70
YOY	3%	89%	106%	27%	应收和预付款项	30	46	94	118
营业成本	234	356	725	903	存货	29	49	99	124
毛利	21	127	271	358	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	8%	26%	27%	28%	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	58	75	95	无形资产和开发支出	62	59	57	56
% 营业收入	16.2%	12.0%	7.5%	7.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	55	58	80	101	资产总计	1034	1110	1212	1214
% 营业收入	21.8%	12.1%	8.0%	8.0%	短期借款	78	277	245	88
财务费用	10	11	16	10	应付和预收款项	120	91	152	182
% 营业收入	4.0%	2.2%	1.6%	0.8%	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	495	524	402
投资收益	0	0	0	0	股本	147	147	147	147
营业利润	-169	0	100	152	资本公积	508	508	508	508
% 营业收入	-66.4%	-0.1%	10.0%	12.0%	留存收益	-56	-84	-11	113
营业外收支	2	2	2	2	归属母公司股东权益	600	572	644	769
利润总额	-167	2	102	154	少数股东权益	44	44	44	44
% 营业收入	-65.6%	0.3%	10.2%	12.2%	股东权益合计	643	615	688	812
所得税费用	0	0	0	0	负债和股东权益合计	1034	1110	1212	1214
净利润	-167	2	102	154					
归属于母公司所有者的净利润	-163	2	102	154	财务指标				
少数股东损益	-4	0	0	0	毛利率	8%	26%	27%	28%
					三费/销售收入	42%	26%	17%	16%
					EBIT/销售收入	-30%	2%	12%	13%
					EBITDA/销售收入	19%	28%	25%	24%
					销售净利率	-66%	0%	10%	12%
					ROE	-27%	0%	16%	20%
					ROA	-16%	0%	8%	13%
					ROIC	-9%	1%	11%	16%
					销售收入增长率	3%	89%	106%	27%
					EBIT 增长率	37690%	114%	-1026%	39%
					EBITDA 增长率	-60%	174%	89%	22%
					净利润增长率	-3826%	101%	6646%	51%
					总资产增长率	3%	7%	9%	0%
					股东权益增长率	-21%	-4%	12%	18%
					经营现金净流增长率	-50%	163%	506%	34%
					流动比率	0.4	0.4	0.6	1.2
					速动比率	0.3	0.3	0.4	0.7
					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。

秦聪: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 清华大学五道口金融学院金融学硕士, 2013 年加盟宏源证券研究所。

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
		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
		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	zhouidi@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。