

2014年12月04日

*ST 民和 (002234)

——有机营养液加速拓展助推 15 年业绩增长新动力

报告原因：有新的信息需要补充

增持

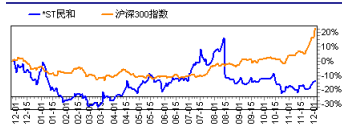
维持

市场数据:	2014年12月03日
收盘价(元)	10.05
一年内最高/最低(元)	10.8/6.48
上证指数/深证成指	2780/9644
市净率	2.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	2077

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	3.92
资产负债率%	43.90
总股本/流通A股(百万)	302/207
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《民和股份(002234)2013 年报及 2014 一季报点评》 2014/04/21

《民和股份(002234)2013 三季报点评》 2013/10/23

证券分析师

赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com
 研究支持
 叶洁 A0230113070001
yejie@swsresearch.com

联系人

龚毓幸
 (8621)23297405
gongyx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
 电话：(8621) 23297818
 上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	996	-16	-245	-	-0.81	-9.7	-21.7	-12	-19
14Q1-Q3	858	17	55	-	0.18	13.6	4.6		
2014E	1,395	40.1	93	-	0.31	8.9	7.6	31.1	33.1
2015E	1,861	33.3	156	68.3	0.52	17.3	11.3	18.5	15.8
2016E	1,968	5.8	214	37.4	0.71	19.7	13.5	13.5	12.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE;

投资要点:

- **14 年业绩扭亏为盈，有望实现摘帽。**14Q1-Q3 公司实现净利润 5503.18 万元，三季报中预计全年实现净利润 6000 万元-1 亿元。10-11 月份，公司凭借沼肥、有机营养液销量增长、收到 CDM 减排收入约 536 万元等，估计截止 11 月份净利润已逾 1 亿元，预计 14 年净利润扭亏为盈、15 年实现摘帽。
- **有机营养液营销网络初建，市场推广试水成功。**据草根调研了解，截止 11 月份公司有机营养液销量 400 余吨，12 月份为海南、山东等大棚种植反季蔬菜的用肥高峰期，预计 14 年销量或达 500 吨。14 年为公司有机营养液营销渠道雏形建立、规模化销售初步实现的首年。目前，民和生物科技有限公司销售人员逾 40 人，已进入并建立分级经销体系的省份约 10 个，其中海南、广西、广东等为龙头市场。作为农资领域新品牌，公司营销网络建立颇具章法：（1）下沉渠道：建立销售人员开拓省代、一二级经销商分级推广、终端面向种植散户的营销体系，以海南为例，目前两级经销商共计 100 余家，一二级经销商采购额分别为 50-100、5-10 万元不等。（2）渠道利润可观、销售激励充分。估计公司有机营养液出厂价 5-6 万元/吨，终端价 11-12 万元/吨，渠道利润达 6-7 万元/吨，并给予指标超额完成、地区回款优良的销售人员提成。（3）严控回款。传统农资农化市场往往以赊销推动渠道铺货，易出现回款率低的问题，公司执行“不赊销”策略，通过分别收取一二级经销商保证金 10/5 余万元，两批货间必须结清上笔款项等严控回款。（4）广告投入打造品牌。14 年公司广告投入约 1000 万元，通过央视与重点市场广东、山东卫视投放广告，提高品牌知名度，形成终端认可、经销商推广积极、产品溢价的良性循环。
- **15 年经销商、大客户拓展两翼并举，净利润加速增长。**公司有机营养液目前一期设备产能约 1 万吨，依据当前肉鸡养殖规模潜在产能约 2 万吨，营销推广是该业务增长之关键。15 年预计公司将从两方面加速营销：（1）扩大传统营销网络，拓增省份，深耕重点市场。15 年公司拟拓增销售团队至 80-200 人，在已有 10 个省份基础上开拓新省份（目前重点市场如海南省配备销售人员约 7-8 人），并对海南、广西、广东重点市场进一步扩增二级经销商；（2）开辟规模化种植集团客户。早在 13 年公司曾面向云南花卉公司、茶科所、烟科所等规模化经济作物种植集团或其科研所进行免费试用与合作试验，经过公司初期市场推广与品牌知名度逐步建立，预计第二步公司将继续开拓集团客户，共同推动 15 年有机营养液销量加速增长。目前，公司有有机营养液毛利率约 80%，主要生产成本为折旧成本约 400 万元/年，费用中 14 年广告投入约 400 万元，销售人员工资约 300-400 万元（人均 7-10 万元，目前销售人员约 40 人），因而 14 年销售收入约 2500 万元、净利润约 500 万元。若 15 年销量增长、而折旧成本与广告成本稳定前提下，毛利率、净利率有望提高，推动净利润加速增长。
- **维持“增持”评级。**14 年业绩扭亏为盈、实现摘帽，15Q2 预计鸡苗价格有望再次上涨，15 年有机营养液销量加速增长成为业绩新增长点，我们认为公司基本面未来半年趋于上行，重申“增持”评级！假设 14-16 年商品代鸡苗价格 2.6/3.2/3.3 元/羽，有机营养液销量 500/1500/2500 吨，则实现营业收入 1.4/1.9/2.0 亿元，对应 EPS0.31/0.52/0.71 元（原盈利预测为 0.22/0.38/0.42，主要因为上调 14 年营业外收入、15-16 年有机营养液销量）。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

表 1：*ST 民和盈利预测

单位：百万元、元

利润表	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	726	1,003	1,345	1,191	996	1,395	1,861	1,968
二、营业总成本	767	957	1,158	1,279	1,264	1,358	1,709	1,756
其中：营业成本	703	879	1,055	1,182	1,093	1,271	1,540	1,580
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	0	0
销售费用	14	18	21	29	31	33	45	47
管理费用	31	37	58	53	70	70	93	98
财务费用	19	22	24	8	22	31	30	30
资产减值损失	0	1	0	6	49	(48)	1	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	(0)	(5)	(3)	0	1
三、营业利润	(41)	47	187	(88)	(273)	35	152	213
加：营业外收入	2	6	2	6	29	60	6	4
减：营业外支出	3	4	1	0	1	2	2	2
四、利润总额	(43)	50	189	(82)	(245)	93	156	215
减：所得税	0	0	0	0	(0)	0	0	0
五、净利润	(43)	49	188	(82)	(245)	93	156	214
少数股东损益	(0)	5	1	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	(42)	44	187	(82)	(245)	93	156	214
六、基本每股收益	(0.39)	0.41	1.68	(0.27)	(0.81)	0.31	0.52	0.71
全面摊薄每股收益	(0.14)	0.15	0.62	(0.27)	(0.81)	0.31	0.52	0.71

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。