

天广中茂 (002509)

食用菌多品类并购+PPP 订单充裕+ 17 年内生外延均高增长仅 22XPE

2017 年 04 月 10 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码: S0600515090002

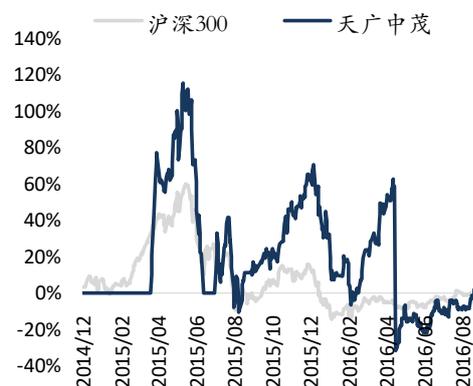
mahb@dwzq.com.cn

投资评级: 买入 (维持)

投资要点:

- 食用菌业务: 内生+外延并购, 金针菇产能扩张, 非金针菇占比大幅提升。**16 年食用菌行业规模约 2500 亿, 近 14 年 CAGR 为 17.46%, 龙头净利率近 30%, 是种植业最盈利品类之一, 目前 CR5 仅 1%, 健康饮食驱动行业还有 2 倍空间。1) 公司 15 年定增收购中茂生物后, 大力发展食用菌业务: 中茂生物主打金针菇, 15 年金针菇收入占比 84%, 售价高于行业 20%, 毛利率 44%、净利率 30% 均高于同业, 盈利能力强, 承诺 16-18 年实现净利润 1.5、1.8、2 亿。尽管金针菇 17 年进入小年短期供过于求, 但公司净利率强于竞品, 龙头之一雪榕生物净利率仅 10%, 若价格跌 10% 将加速中小企业淘汰, 中小企业农残超标, 集中度提升利于行业发展; 完成并购后公司金针菇利润占比仅 10%。2) 拟以 10 亿、16 亿分别收购神农菇业、裕灌农业各 100% 股权, 并购超预期。神农菇业: 立足福建、主打海鲜菇; 裕灌农业: 立足江苏、主打双孢菇。高盈利高集中度的非金针菇公司已悉数被天广收购, 公司成为行业品类最多、盈利能力最强的龙头。非金针菇品类售价高、价格稳定, 利于公司长期发展。公司现金充裕, 未来不排除现金收购国内外优质食用菌和生物技术公司的可能。
- 园林业务: 在手订单多, 现金充足。**中茂园林为华南地区行业龙头, 生态修复技术行业领先, 目前在手园林工程订单充裕, 长期业绩增长确定性高; 且中茂园林承诺 16-18 年净利润分别不低于 1.8、2、2.2 亿元。2016 年 12 月, 公司发债募资 12 亿元, 其中 8.4 亿元将用于园林与生物业务, 我们判断 2 年内公司 PPP 业务有望增长。
- 盈利预测与投资建议: 公司停牌时指数在 3000 点附近, 目前在 3200 点以上, 停牌无补跌压力。**预计 17-18 年食用菌业务净利润 3.6、5.0 亿元; 考虑公司在手 PPP 订单充足且现金充裕, 预计 17-18 年园林业务净利润 5.5、9.0 亿元; 综合考虑, 我们预计公司 17-18 年净利润 10.5、15.4 亿元, 不考虑并购同比 +119%、42%, 考虑并购同比 +145%、46%。蘑菇行业可比公司 17 年平均估值 35x、园林行业可比公司 17 年平均估值 34x, 两项业务目标估值均给予 30x, 对应增发后目标市值 316 亿; 公司现增发后市值 224 亿, 还有 41% 空间, 维持买入评级。
- 风险提示: 食品安全风险, 生态修复回款慢。**

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	12.85
一年最低价/最高价	8.40/20.95
市净率	4.39
流通市值 (亿)	80.45

基础数据

每股净资产	2.78
资产负债率	28.00
总股本 (百万股)	1557.81
流通股 A 股 (百万股)	838.94

相关研究

- 天广消防: 3000 亿的朝阳行业, 2 年市值翻倍的龙头——20160530
- 天广中茂: 转型食用菌+环境修复, 2 年市值翻倍空间——20160726
- 食用菌行业: 2000 亿规模集中度不足 1%, 2H16 抗通胀和厄尔尼诺首选蔬菜品种——20160523

图表 1: 公司业务拆分及利润预测

单位: 亿元		2016E	2017E	2018E	2019E
食用菌利润	原有蘑菇	1.5	1.8	2	2.4
	并购 1: 神农菇业		0.73	0.97	1.36
	并购 2: 裕灌农业		0.99	1.52	2.19
	生态农业		0.1	0.5	1
	蘑菇合计	1.5	3.6	5.0	7.0
PPP 利润	传统园林,	1.3	4	6	7
	生态修复	0.3	1.5	3	4
	园林合计	1.6	5.5	9.0	11.0
消防利润	1.2	1.4	1.4	1.4	
合计利润	内生	4.3	9.4	13.4	16.2
	同比		119%	42%	21%
	包含并购	4.3	10.5	15.4	19.4
	同比		145%	46%	26%
增发后市值	198	224	224	224	
EPS	0.28	0.6	0.8	0.83	
PE	46	21	15	12	
目标 PE		30	25	25	
目标市值		316	385	484	
空间		41%	72%	116%	

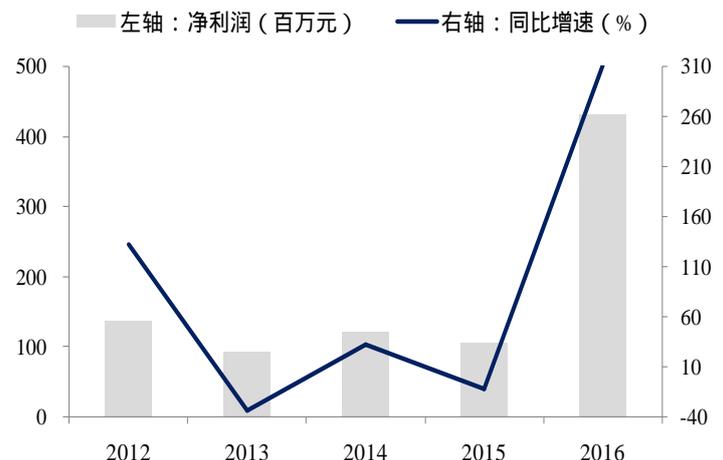
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 公司 16 年收入 24.6 亿元, 同比+255.6%



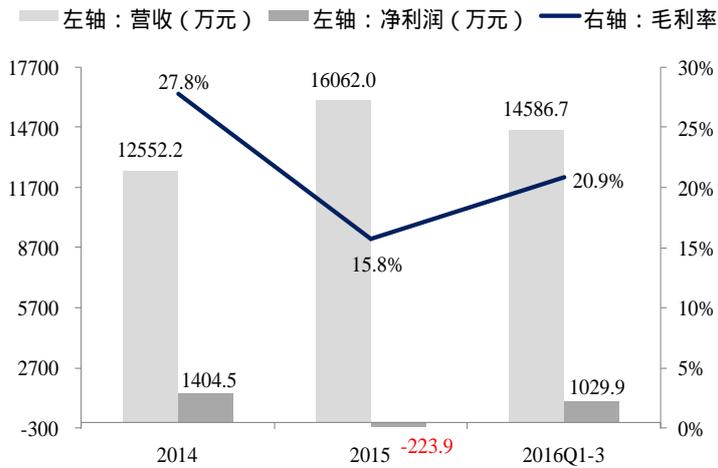
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 公司 16 年净利 4.3 亿元, 同比+309.7%



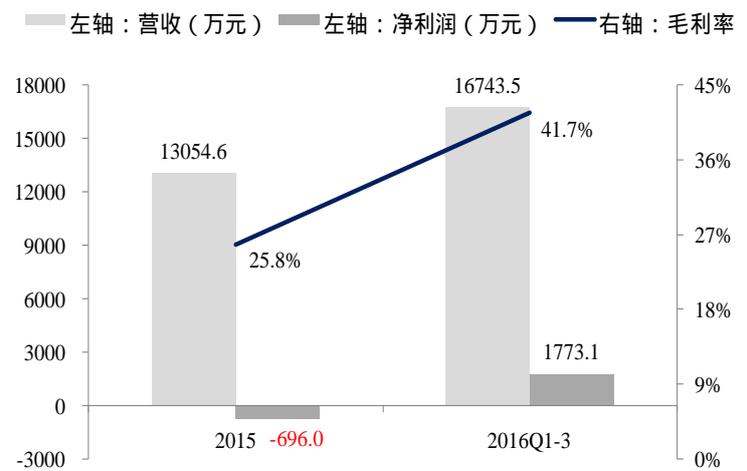
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 神农菇业业绩与毛利率水平



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 裕灌农业业绩与毛利率水平



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 可比公司估值

证券简称	PE	PE	PE
	2016	2017	2018
众兴菌业	46.01	35.08	32.68
雪榕生物	51.07	35.59	28.23
平均	48.54	35.34	30.46
铁汉生态	39.86	26.59	19.40
东方园林	41.90	27.50	19.52
云投生态	82.35	49.15	31.09
平均	54.70	34.41	23.34

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7: 天广中茂三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2650.8	3037.8	6347.7	9400.9	营业收入	691.8	2460.1	7503.8	11542.9
现金	619.1	1205.9	737.0	830.0	营业成本	467.1	1794.9	5678.5	8788.8
应收款项	744.8	1132.3	3392.1	5218.0	营业税金及附加	7.1	25.3	77.3	118.9
存货	1222.3	467.2	1478.0	2287.5	营业费用	20.7	64.0	195.1	300.1
其他	64.7	232.5	740.6	1065.4	管理费用	84.4	125.5	382.7	588.7
非流动资产	2457.1	2791.2	3207.9	3694.3	财务费用	-0.6	1.1	26.9	60.4
长期股权投资	165.2	244.2	326.2	391.2	投资净收益	22.8	22.5	22.5	22.5
固定资产	726.2	991.2	1335.7	1767.0	其他	-16.9	42.7	94.6	136.2
无形资产	197.0	187.1	177.3	167.4	营业利润	118.9	514.5	1260.4	1844.7
其他	1368.7	1368.7	1368.7	1368.7	营业外净收支	2.5	2.5	2.5	2.5
资产总计	5107.9	5829.1	9555.6	13095.3	利润总额	121.4	517.0	1262.9	1847.2
流动负债	973.6	1333.2	4191.8	6466.7	所得税费用	16.5	70.3	171.8	251.2
短期借款	229.8	430.0	1147.1	1431.0	少数股东损益	-0.3	15.6	38.2	55.9
应付账款	552.5	248.3	980.1	1842.0	归属母公司净利润	105.2	431.1	1053.0	1540.2
其他	191.3	654.8	2064.6	3193.6	EBIT	119.5	475.8	1247.5	1865.3
非流动负债	28.2	38.2	48.2	58.2	EBITDA	141.3	534.5	1330.3	1977.2
长期借款	12.2	12.2	12.2	12.2	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	15.9	25.9	35.9	45.9	每股收益(元)	0.15	0.28	0.57	0.83
负债总计	1001.7	1371.3	4240.0	6524.8	每股净资产(元)	5.79	2.85	2.85	3.50
少数股东权益	7.2	19.3	48.0	89.9	发行在外股份(百万股)	708.1	1558.0	1850.0	1850.0
归属母公司股东权益	4099.0	4438.4	5267.6	6480.5	ROIC(%)	3.4%	9.3%	19.6%	21.9%
负债和股东权益总计	5107.9	5829.1	9555.6	13095.3	ROE(%)	2.6%	9.7%	20.0%	23.8%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	32.5%	27.0%	24.3%	23.9%
经营活动现金流	70.0	845.5	-476.8	721.4	EBIT Margin(%)	17.3%	19.3%	16.6%	16.2%
投资活动现金流	-25.7	-367.3	-485.4	-585.0	销售净利率(%)	15.2%	17.5%	14.0%	13.3%
筹资活动现金流	-77.2	108.6	493.4	-43.4	资产负债率(%)	19.6%	23.5%	44.4%	49.8%
现金净增加额	-32.9	586.7	-468.9	93.0	收入增长率(%)	-0.3%	255.6%	205.0%	53.8%
折旧和摊销	21.7	58.7	82.8	111.9	净利润增长率(%)	-12.5%	309.6%	144.3%	46.3%
资本开支	-319.8	-288.3	-403.4	-520.0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资本变动	-2194.8	360.9	-1623.9	-955.3	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
企业自由现金流	-2374.5	542.4	-866.7	248.2	EV/EBITDA	7.09	2.57	3.19	3.30

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

