

公司研究/中报点评

2017年08月29日

农林牧渔/饲料 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 42.16
合理价格区间(元): 46.20-52.80

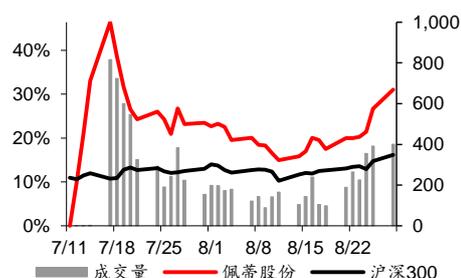
许奇峰 执业证书编号: S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

冯鹤 021-28972251
联系人 fenghe@htsc.com

相关研究

1《佩蒂股份(300673,增持): 行路致远, 宠食新贵展帆起航》2017.08

股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期, 成长势能一触即发

佩蒂股份(300673)

事项

公司公布 2017 年中报, 报告期内, 公司实现营业收入 2.69 亿元, yoy+4.35%, 归母净利润 0.38 亿元, yoy+24.24%, 扣非归母净利润 0.37 亿元, yoy+23.79%; 单季度看, 公司第二季度公司实现营业收入 1.62 亿元, yo+4.44%, 归母净利润 0.24 亿元, yoy+25.54%, 符合我们的预期。

市场端腾挪道劲有力, 成本端改善推波助澜

受益于核心品类(咬胶, 17H1 收入占比超过 95%) 收入端的增长和成本端的改善, 17H1 公司收入和净利润均有建树, 尤其是净利润方面。具体看, 报告期内, 通过加大市场开拓力度, 公司动物咬胶、植物咬胶市场认可度进一步提高, 收入同比分别增长 1.62%、12.81%。此外, 报告期内, 畜皮、淀粉等主要原料价格有所下降, 带动动物咬胶、植物咬胶毛利率分别同比提升 5.82 和 5.61 个百分点, 估算咬胶类产品贡献 95% 左右盈利。

市场拓展叠加品类扩张, 公司进入发展快车道

公司产品以出口为主, 采用 ODM 模式与国外知名品牌商、零售超市、宠物产品专卖店合作, 近几年海外收入贡献均在九成以上。随着欧美发达国家宠物零食市场销售规模增速放缓, 我们认为未来单个宠物零食类企业已经较难通过海外市场的整体性机会获得快速成长, 未来更多是通过市场份额的提升、新兴市场的拓展来实现零食业务的增长。此外, 公司还可以通过品类的横向拓展(丰富零食类产品结构, 尤其是高毛利产品)和纵向延伸(逐步向主粮市场渗透)快速成长。

募投项目: 扩产提效, 完善国内营销服务网络

公司公开发行人股票募集资金 4.5 亿元, 用于“年产 3000 吨畜皮咬胶技改项目”、“年产 2500 吨植物咬胶、500 吨营养肉质零食生产线项目”、“研发中心升级改造项目”、“营销与服务网络建设项目”及“补充流动资金项目”。随着公司产品销售规模的稳步增长以及国际、国内宠物食品市场需求层次的深化, 公司通过本次募投项目可进一步提高生产能力、研发水平。此外, 公司还运用本次募集的资金加强国内营销服务网络的建设, 为进军国内宠物食品市场做好准备。

“市场拓展+品类扩张”双引擎, 继续给予“增持”评级

我们预计公司 2017-19 年净利润 1.06 亿元、1.29 元、1.41 亿元, EPS (摊薄) 分别为 1.32 元、1.62 元、1.77 元。佩蒂主要从事宠物食品的研发、生产与销售, 综合考虑国内宠物行业较大的成长空间、公司“立足海外市场, 培育国内市场”、“立足零食市场, 进军主粮市场”的战略布局以及产业调研的最新情况, 我们上调公司 17 年 PE 水平至 35-40 倍(前值, 30-35), 对应 17 年目标价 46.20-52.80 元, 继续给予“增持”评级。

风险提示: 汇率波动风险, 海外经营风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	80.00
流通 A 股 (百万股)	20.00
52 周内股价区间 (元)	32.17-47.10
总市值 (百万元)	3,373
总资产 (百万元)	572.71
每股净资产 (元)	5.05

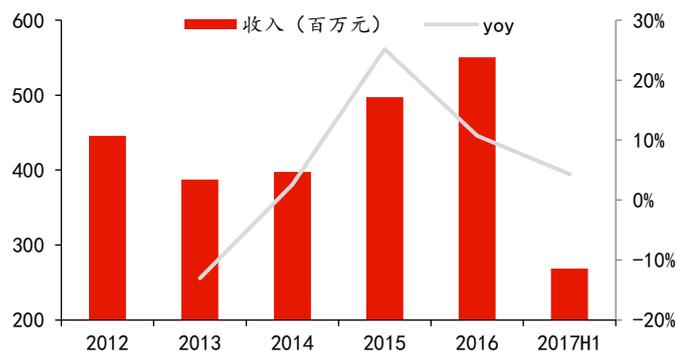
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	497.40	550.57	638.95	799.39	951.44
+/-%	25.15	10.69	16.05	25.11	19.02
归属母公司净利润 (百万元)	58.22	80.37	105.58	129.43	141.27
+/-%	106.79	38.05	31.38	22.58	9.15
EPS (元, 最新摊薄)	0.73	1.00	1.32	1.62	1.77
PE (倍)	54.16	39.23	29.86	24.36	22.32

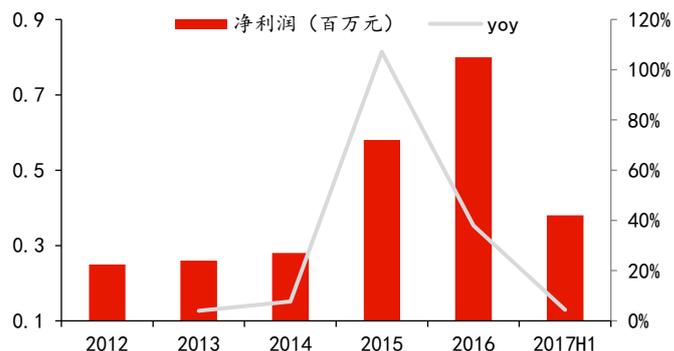
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2012-17H1, 佩蒂股份收入、增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

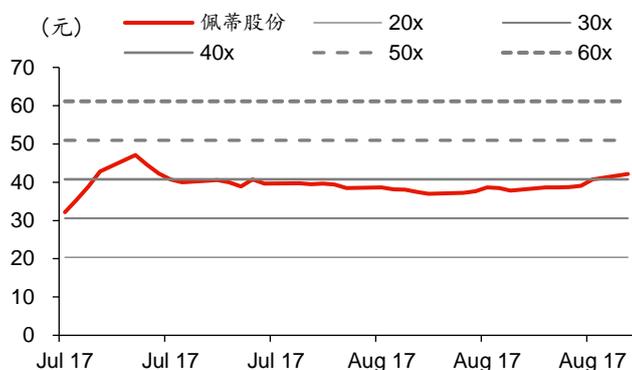
图表2: 2012-17H1, 佩蒂股份净利润、增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

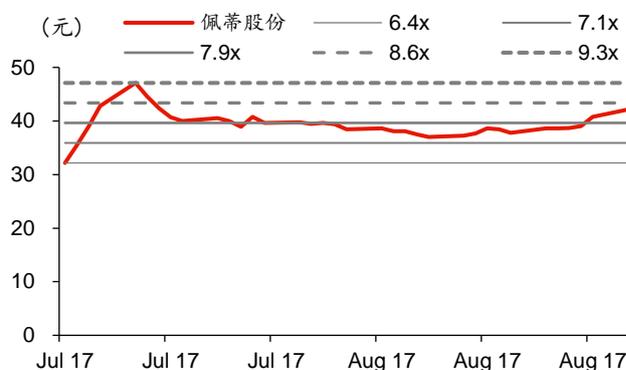
PE/PB - Bands

图表3: 佩蒂股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 佩蒂股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	285.15	372.35	481.52	541.47	584.28
现金	80.42	187.12	267.12	270.00	270.00
应收账款	75.23	115.92	106.94	141.00	175.80
其他应收账款	4.69	5.11	7.91	8.28	10.15
预付账款	9.73	5.84	11.46	12.63	14.07
存货	47.72	55.74	64.01	78.21	94.91
其他流动资产	67.36	2.63	24.08	31.35	19.35
非流动资产	191.18	186.42	617.75	1,002	1,200
长期投资	0.05	0.00	0.02	0.02	0.01
固定投资	136.29	127.74	229.58	442.38	628.78
无形资产	34.44	39.47	40.14	41.02	43.22
其他非流动资产	20.40	19.20	348.02	518.29	528.14
资产总计	476.33	558.76	1,099	1,543	1,784
流动负债	136.19	165.36	154.09	468.97	569.30
短期借款	20.00	20.00	25.16	291.94	358.99
应付账款	97.84	128.40	112.07	159.16	192.70
其他流动负债	18.35	16.96	16.86	17.87	17.62
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	136.19	165.36	154.09	468.97	569.30
少数股东权益	3.21	3.32	2.72	2.33	1.98
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	205.75	205.75	632.55	632.55	632.55
留存公积	71.05	121.41	229.91	359.33	500.60
归属母公司股	336.93	390.08	942.46	1,072	1,213
负债和股东权益	476.33	558.76	1,099	1,543	1,784

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	111.26	77.18	58.90	135.69	170.22
净利润	57.93	80.47	104.98	129.04	140.92
折旧摊销	0.00	0.00	9.16	17.70	28.84
财务费用	(10.81)	(8.82)	(7.72)	0.73	13.13
投资损失	(0.29)	(0.17)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	0.00	0.00	(45.62)	(8.67)	(9.38)
其他经营现金	64.43	5.70	1.10	(0.11)	(0.30)
投资活动现金	(84.65)	54.96	(438.58)	(398.86)	(224.13)
资本支出	6.40	11.91	222.00	250.00	200.00
长期投资	78.76	(63.80)	218.91	150.97	24.94
其他投资现金	0.50	3.07	2.34	2.11	0.81
筹资活动现金	(21.69)	(30.56)	459.67	266.06	53.91
短期借款	(26.34)	0.00	5.16	266.78	67.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2.00	0.00	20.00	0.00	0.00
资本公积增加	24.00	0.00	426.80	0.00	0.00
其他筹资现金	(21.35)	(30.56)	7.72	(0.73)	(13.13)
现金净增加额	9.51	106.70	80.00	2.88	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	497.40	550.57	638.95	799.39	951.44
营业成本	361.26	388.02	448.45	560.65	668.53
营业税金及附加	3.43	4.38	4.47	4.80	5.71
营业费用	15.58	17.60	15.97	19.98	23.79
管理费用	60.58	59.35	63.89	71.94	85.63
财务费用	(10.81)	(8.82)	(7.72)	0.73	13.13
资产减值损失	1.06	2.43	1.00	1.50	1.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.29	0.17	3.00	3.00	3.00
营业利润	66.58	87.78	115.88	142.79	156.01
营业外收入	2.63	3.76	3.12	3.25	3.30
营业外支出	1.31	0.81	1.04	1.06	0.97
利润总额	67.90	90.73	117.96	144.98	158.33
所得税	9.96	10.26	12.98	15.95	17.42
净利润	57.93	80.47	104.98	129.04	140.92
少数股东损益	(0.28)	0.11	(0.60)	(0.39)	(0.35)
归属母公司净利润	58.22	80.37	105.58	129.43	141.27
EBITDA	55.77	78.97	117.32	161.21	197.99
EPS (元)	0.97	1.34	1.32	1.62	1.77

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	25.15	10.69	16.05	25.11	19.02
营业利润	111.38	31.84	32.00	23.22	9.26
归属母公司净利润	106.79	38.05	31.38	22.58	9.15
获利能力 (%)					
毛利率	27.37	29.52	29.81	29.86	29.73
净利率	11.70	14.60	16.52	16.19	14.85
ROE	17.28	20.60	11.20	12.07	11.64
ROIC	18.33	33.81	20.64	18.04	16.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.59	29.59	14.02	30.39	31.90
净负债比率 (%)	14.69	12.09	16.33	62.25	63.06
流动比率	2.09	2.25	3.13	1.15	1.03
速动比率	1.74	1.91	2.71	0.99	0.86
营运能力					
总资产周转率	1.16	1.06	0.77	0.61	0.57
应收账款周转率	7.59	5.76	5.73	6.45	6.01
应付账款周转率	5.07	3.43	3.73	4.13	3.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.00	1.32	1.62	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	0.96	0.74	1.70	2.13
每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.88	11.78	13.40	15.16
估值比率					
PE (倍)	54.16	39.23	29.86	24.36	22.32
PB (倍)	9.36	8.08	3.35	2.94	2.60
EV_EBITDA (倍)	53.27	37.62	25.32	18.43	15.01

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com