

天广中茂 (002509)

中报业绩大增，食用菌+环境修复作为主业带动市值再创新高

投资评级：买入（维持）

2016年8月31日

事件：天广中茂公布16年中报。1H16实现营收10.36亿，同比增187.38%，净利润1.56亿元，同比增长135.1%，每股收益0.10元。2Q16营收7.16亿，同比增286.61%；2Q净利0.92亿，同比增190.41%，每股收益0.06元。

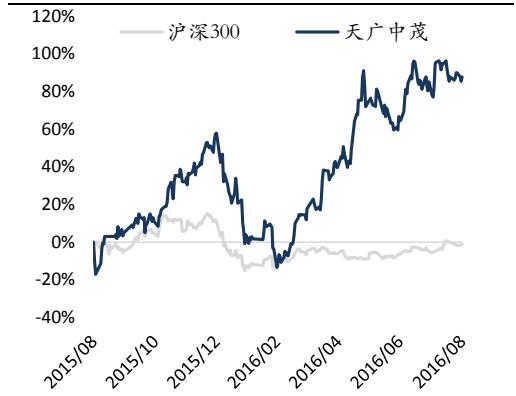
点评：

- 中茂园林及中茂生物的经营业绩开始纳入公司合并报表，大幅提升公司的整体盈利能力。公司2015年末完成收购中茂园林及中茂生物100%股权后，更名天广中茂，经营范围由单一消防主业拓展转型食用菌和园林业务。分业务看：消防业务收入占比26.6%，受宏观经济低迷、固定资产投资增速放缓的影响营业收入同比下降9.89%。园林绿化业务占比63.9%，营收同比增90.41%。食用菌业务受益产能扩张及1Q金针菇价格走高，中茂生物1H16营业收入同比增99%，增速最快。
- **食用菌：**中茂生物在行业盈利能力最强，扩产能+金针菇价格走高，营收同比+99%。1) 16年食用菌行业规模约为2500亿元，前10年CAGR13%，龙头净利率近30%，是种植行业中盈利最强的品类之一，但行业CR6不足1%，公司14年募集资金5亿，15年5千万，目前已全部到位，未来将大力拓展食用菌业务，不排除并购中小企业扩产能。2) 金针菇产销量大幅增加，收入8千万，同比+105.2%；海鲜菇、蟹味菇和白玉菇实现由前期小批量试产转为依市场需求的常态化生产，公司加快食用菌北方生产基地的落地、建设及投产。预计到17年自建+外延，日均产能预计将达600吨/天。3) 中茂产品质量高自主研发的菌种培养技术和育菇技术参数为行业领先，技术优势降低单位生产成本+折旧低于行业，食用菌毛利率高达35.2%，盈利超预期概率大。
- 生态修复+园林板块：受益于在手订单的累积及新签订单的增多，中茂园林1H16营业收入6.6亿，其中工程建设收入6.2亿，同比+60%，生态修复收入3835千万，同比+1910%。1)中茂资金+技术+先发优势壁垒：公司在国内独创主土喷播生物活性土壤绿化技术，08年中茂分离土壤修复技术实现商业化。竞争对手如模仿至少需要5年时间，传统业务稳居华南地区前列，在手订单超过60亿。2) 业务拓展方面，提供建筑工程领域一体化服务进行整合式营销，积极促进消防工程业务与园林绿化工程业务的协同发展。每年国家治沙和矿山修复投资超万亿，预计16年收入2-3亿，净利润1亿，净利率超过40%，同比增长3倍。
- **盈利预测与投资建议：**消防业务16年预计1.2亿净利润；菌类业务预计1.7亿，16-18年菌业利润合计3.7（含可能的并购）/5.6亿；园林+生态修复：预计16-18利润2.7/4.5亿。16年合计净利润7.6亿，众兴菌业16PE40x，雪榕生物16PE34x，综合给予35xPE，目标市值240亿，给予“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险，行业竞争加剧。

首席证券分析师 马浩博
执业资格证书号码：S0850513090003
mahb@research.dwstock.com.cn
联系方式：021-60199762

高级证券分析师 汤玮亮
执业资格证书号码：S0600516070002
tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

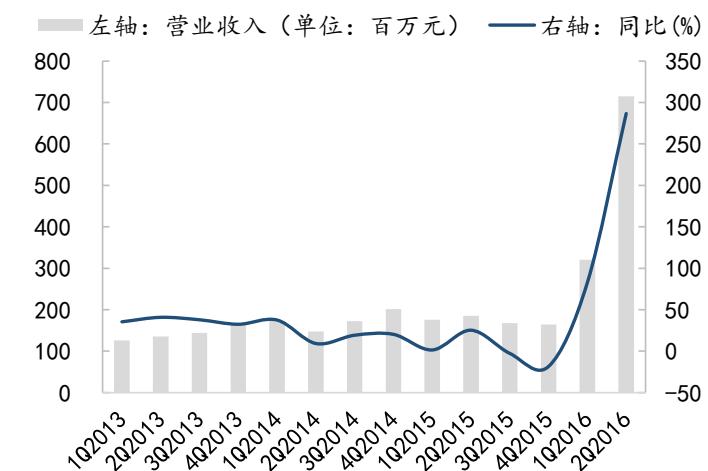
收盘价（元）	11.30
一年最低价/最高价	8.40/20.95
市净率	4.19
流通市值（亿）	71.69

基础数据

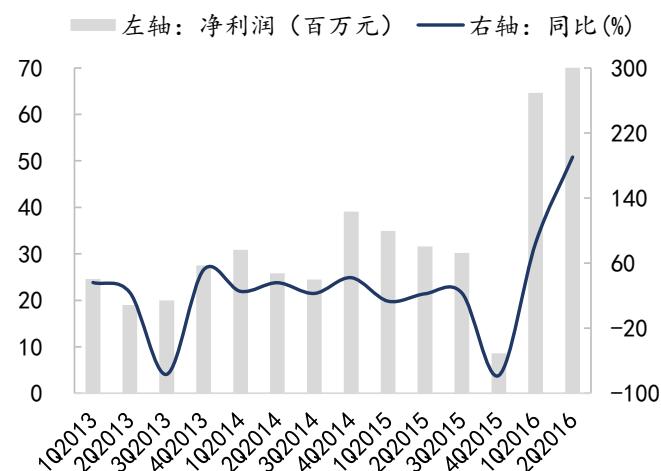
每股净资产	3.44
资产负债率	16.34
总股本（百万股）	1557.81
流通股A股（百万股）	634.45

相关研究

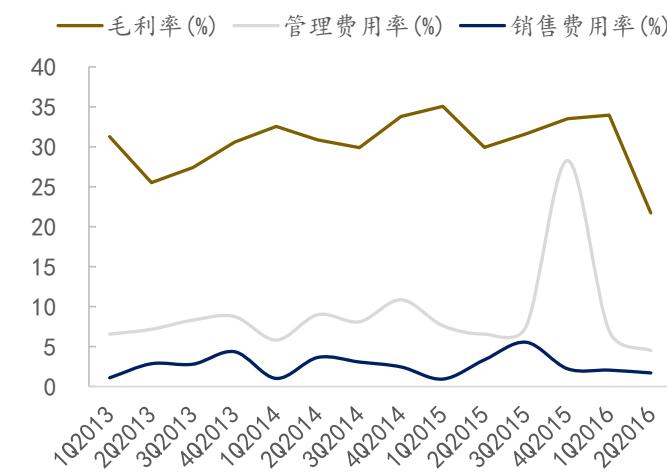
1. **3000亿的朝阳行业，2年市值翻倍的龙头——20160531**

图表 1: 1H16 收入同比增 187.4%, 其中 2Q16 增 286.6%

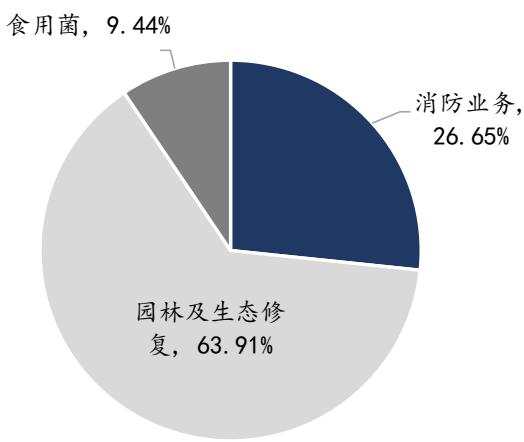
资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

图表 2: 1H16 净利同比增 135.1%, 2Q16 同比增 190.4%

资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

图表 3: 2Q 毛利率同降 8.21pct, 销售费用率降 2.05pct

资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

图表 4: 天广中茂主营业务构成

资料来源：公司半年报，东吴证券研究所

图表 5：天广中茂三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2650.8	3686.6	4871.3	6191.7	营业收入	691.8	3732.6	5203.4	6927.4
现金	619.1	889.0	997.0	1090.0	营业成本	467.1	2792.8	3874.5	5112.8
应收款项	744.8	1718.0	2352.2	3131.6	营业税金及附加	7.1	38.4	53.6	71.4
存货	1222.3	726.9	1008.4	1330.7	营业费用	20.7	97.0	150.9	207.8
其他	64.7	352.7	513.6	639.4	管理费用	84.4	197.8	281.0	374.1
非流动资产	2457.1	2791.2	3207.9	3694.3	财务费用	-0.6	5.6	17.1	26.2
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	55.8	70.9	88.7
无形资产	197.0	187.1	177.3	167.4	营业利润	118.9	679.2	919.7	1246.3
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	6477.8	8079.1	9886.0	利润总额	121.4	681.7	922.2	1248.8
流动负债	973.6	1874.0	2844.3	3800.2	所得税费用	16.5	97.8	132.3	179.2
短期借款	229.8	468.7	754.4	849.4	少数股东损益	-0.3	20.4	27.6	37.4
应付账款	552.5	386.4	668.8	1071.6	归属母公司净利润	105.2	563.4	762.2	1032.2
其他	191.3	1018.9	1421.1	1879.3	EBIT	119.5	644.9	897.0	1232.7
非流动负债	28.2	38.2	48.2	58.2	EBITDA	141.3	703.6	979.8	1344.6
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	0.36	0.49	0.66
负债总计	1001.7	1912.2	2892.4	3858.4	每股净资产(元)	5.79	2.92	3.30	3.82
少数股东权益	7.2	23.0	43.7	71.9	发行在外股份(百万股)	708.1	1558.0	1558.0	1558.0
归属母公司股东权益	4099.0	4542.7	5142.9	5955.8	ROIC(%)	3.4%	11.5%	13.8%	16.4%
负债和股东权益总计	5107.9	6477.8	8079.1	9886.0	ROE(%)	2.6%	12.4%	14.8%	17.3%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	32.5%	25.2%	25.5%	26.2%
经营活动现金流	70.0	518.0	469.7	802.4	EBIT Margin(%)	17.3%	17.3%	17.2%	17.8%
投资活动现金流	-25.7	-367.3	-485.4	-585.0	销售净利率(%)	15.2%	15.1%	14.6%	14.9%
筹资活动现金流	-77.2	119.2	123.7	-124.3	资产负债率(%)	19.6%	29.5%	35.8%	39.0%
现金净增加额	-32.9	269.9	108.0	93.0	收入增长率(%)	-0.3%	439.5%	39.4%	33.1%
折旧和摊销	21.7	58.7	82.8	111.9	净利润增长率(%)	-12.5%	435.4%	35.3%	35.4%
资本开支	-319.8	-288.3	-403.4	-520.0	P/E	70.98	29.17	21.56	15.92
营运资本变动	-2194.8	-102.5	-378.8	-352.5	P/B	1.82	1.64	1.45	1.25
企业自由现金流	-2374.5	220.3	68.9	295.2	EV/EBITDA	59.98	13.33	10.58	8.43

资料来源：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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>

