

“售人以鱼”到“授人以渔”，双主业格局形成

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017年上半年实现营业收入8.7亿元, 同比增加1.9%, 归母净利润1455万元, 同比增加5.4%, 扣非后归母净利润925万元, 同比增加1.64%。公司预计2017年1-9月实现归母净利润4965万元至5896万元, 变动幅度为60%-90%。
- **整体与去年同期持平, 期间费用率提升1.54pp。** 报告期内, 公司业绩与去年同期基本持平, 饲料产能持续释放带动公司营业收入同比增长1.9%。公司期间费用率提升1.54pp, 其中财务费用同比大幅增加171.9%, 主要由于美元贬值所带来的汇兑损失增加导致。报告期内, 公司实现投资净收益474万元, 同比大幅增长332.9%, 系由广西鸿生源经营效益同比增长所致。
- **需求下降拖累公司业绩, 下半年业绩或有所复苏。** 受益于供给侧改革, 我国水产品行业稳中向好, 出口量和出口额分别增长5.8%和2.1%, 其中冻罗非鱼出口量和出口额分别增长7.6%和4.4%。

报告期内, 公司营业收入实现增长1.9%, 主要是由于饲料产能持续释放所致。

1) 饲料基饲料原料制造: 经多年发展, 业务整体产能规模不断扩大, 覆盖市场和业务品种更加丰富, 报告期内实现营业收入4.5亿元, 同比增加6.8%。随着产能进一步释放, 该业务未来仍将保持稳步增长。

2) 食品加工: 报告期内, 公司食品加工业务实现营收3.4亿元, 同比下降12.8%。主要是受到美国罗非鱼消费需求下降导致(上半年我国出口美国的罗非鱼销量下降7.5%)。但新兴市场销量实现较快增长, 或助力食品加工业务企稳。

- **非公开发行高效率过会, “教育+水产品”双主业格局形成。** 公司作价9.74亿元购买火星时代100%股权, 其中股份支付5.6亿元, 现金支付4.14亿元, 并于2017年8月15日顺利完成火星时代过户。整个过会重组过程推进顺利, 仅用5个多月便超预期完成, 体现了公司较强的综合实力及管理层的高效执行能力。

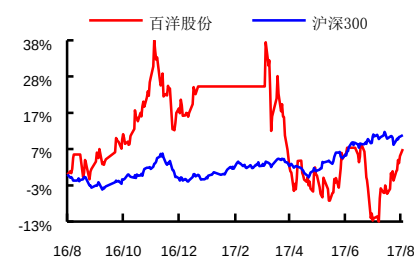
火星时代作为数字艺术设计教育细分龙头, 覆盖8大产品线25个教育产品, 线下拥有391间教室、1.69万个座位, 2016年就业率96.43%, 整体优势显著。 受益网点新增和满座率提升, 我们认为火星时代将大概率实现业绩承诺(2017-2019年分别为8000万、1.08亿和1.458亿元)。此外, 公司全资设立

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517030001
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱
 电话: 010-57631198
 邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.76
流通A股(亿股)	1.04
52周内股价区间(元)	16.81-26.9
总市值(亿元)	36.61
总资产(亿元)	19.02
每股净资产(元)	5.80

相关研究

1. 百洋股份(002696): 非公开顺利过会, 教育布局终落地 (2017-07-02)
2. 百洋股份(002696): 水产龙头转战艺术设计教育 (2017-06-06)

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2068.53	2406.65	3001.16	3263.37
增长率	10.99%	16.35%	24.70%	8.74%
归属母公司净利润(百万元)	59.26	99.78	163.61	206.92
增长率	3.81%	68.39%	63.96%	26.47%
每股收益EPS(元)	0.29	0.49	0.81	1.02
净资产收益率ROE	6.00%	6.37%	9.02%	10.39%
PE	71	42	26	20
PB	3.76	2.38	2.20	2.02

数据来源: Wind, 西南证券

教育业务发展平台——百洋教育，将通过产业并购、股权投资等方式有效整合教育行业资源，为公司发展提供有力支持。

- **审时度势推出员工持股，上下一心助推战略转型。**公司拟向不超过 130 名员工推出股权激励计划，筹集不超过 1700 万元认购信托计划次级份额。信托计划总体规模为 5100 万元，拟通过二级市场购买（包括大宗交易及竞价交易等）方式取得股票。在非公开发行业落地后，公司管理层筹划深远，适时推进员工持股，有望实现公司、员工利益的一致性，有效提升员工凝聚力，有利于公司战略转型的顺利实施。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2017-2019 年实现归母净利润 1.0 亿、1.6 亿和 2.1 亿元，摊薄后 EPS 为 0.49 元、0.81 元和 1.02 元。考虑到短期业绩受下游需求一定影响，加上并表时间的调整，我们对 2017 年业绩进行修正，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，食品安全风险，汇率风险，收购进程或不达预期的风险，业务整合或不及预期的风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

关键假设：

假设 1：饲料及饲料原料制造业务产能进一步释放，2017-2019 年销量增速分别为 10%、8%和 8%，毛利率维持在 13%；

假设 2：下半年加大新兴市场开发力度，公司食品加工业务跌幅有所收窄，2017-2019 年销量增速分别为-5%，8%和 5%，毛利率维持在 8%

假设 3：火星时代 8 月开始纳入合并范围，毛利率维持在 60%左右。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
饲料及饲料原料制造	收入	1029.92	1132.9	1223.5	1321.4
	yoy	10.7%	10.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	13.25%	13.0%	13.0%	13.0%
食品加工	收入	944.12	896.9	968.7	1,017.1
	yoy	10.7%	-5.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	9.19%	8.0%	8.0%	8.0%
其他产品	收入	93.45	149.5	186.9	224.3
	yoy	16.2%	60.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	18.63%	18.0%	18.0%	18.0%
教育	收入	-	226.3	621.0	699.5
	yoy	-	-	14.4%	12.6%
	毛利率	-	60.0%	61.0%	62.0%
合计	收入	2,068.53	2,406.7	3,001.2	3,263.4
	yoy	10.99%	16.3%	24.7%	8.7%
	毛利率	11.68%	15.9%	21.6%	22.3%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2068.53	2406.65	3001.16	3263.37	净利润	67.24	113.23	173.13	216.67
营业成本	1827.01	2024.87	2352.09	2536.09	折旧与摊销	57.95	99.85	99.85	99.85
营业税金及附加	5.30	8.42	10.50	11.42	财务费用	11.73	23.95	24.59	20.79
销售费用	55.01	101.08	207.08	221.91	资产减值损失	11.31	10.00	10.00	10.00
管理费用	94.69	129.96	218.48	234.31	经营营运资本变动	-91.36	-69.51	-135.52	-61.84
财务费用	11.73	23.95	24.59	20.79	其他	21.56	-17.00	-17.00	-17.00
资产减值损失	11.31	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	78.42	160.52	155.04	268.47
投资收益	-0.13	7.00	7.00	7.00	资本支出	-58.51	-869.06	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-102.79	7.00	7.00	7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-161.31	-862.06	7.00	7.00
营业利润	63.34	115.37	185.42	235.84	短期借款	11.42	229.06	-47.24	-178.01
其他非经营损益	14.78	16.17	15.70	15.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	78.11	131.54	201.13	251.70	股权融资	0.00	560.00	0.00	0.00
所得税	10.87	18.31	28.00	35.04	支付股利	-17.60	-18.27	-30.77	-50.45
净利润	67.24	113.23	173.13	216.67	其他	-76.32	-23.95	-24.59	-20.79
少数股东损益	7.98	13.44	9.52	9.75	筹资活动现金流净额	-82.51	746.84	-102.59	-249.25
归属母公司股东净利润	59.26	99.78	163.61	206.92	现金流量净额	-164.91	45.30	59.45	26.22
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	195.37	240.67	300.12	326.34	成长能力				
应收和预付款项	396.72	467.44	577.74	628.90	销售收入增长率	10.99%	16.35%	24.70%	8.74%
存货	308.73	342.16	397.46	428.55	营业利润增长率	20.95%	82.15%	60.72%	27.19%
其他流动资产	24.51	29.79	36.61	40.01	净利润增长率	9.68%	68.39%	52.90%	25.15%
长期股权投资	96.67	96.67	96.67	96.67	EBITDA 增长率	22.89%	79.80%	29.56%	15.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	730.38	640.28	550.18	460.08	毛利率	11.68%	15.86%	21.63%	22.29%
无形资产和开发支出	123.71	983.18	973.59	964.00	三费率	7.80%	10.60%	15.00%	14.62%
其他非流动资产	38.11	37.95	37.79	37.62	净利率	3.25%	4.70%	5.77%	6.64%
资产总计	1914.20	2838.13	2970.16	2982.17	ROE	6.00%	6.37%	9.02%	10.39%
短期借款	566.35	795.41	748.17	570.16	ROA	3.51%	3.99%	5.83%	7.27%
应付和预收款项	197.52	236.24	272.69	295.97	ROIC	4.36%	5.99%	7.27%	8.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.43%	9.94%	10.32%	10.92%
其他负债	28.73	29.92	30.38	30.90	营运能力				
负债合计	792.60	1061.58	1051.25	897.03	总资产周转率	1.09	1.01	1.03	1.10
股本	176.00	202.88	202.88	202.88	固定资产周转率	3.10	3.55	5.10	6.55
资本公积	468.21	1001.32	1001.32	1001.32	应收账款周转率	5.81	6.08	6.23	5.86
留存收益	378.79	460.30	593.14	749.61	存货周转率	6.29	6.22	6.36	6.14
归属母公司股东权益	1023.00	1664.51	1797.35	1953.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.09%	—	—	—
少数股东权益	98.60	112.04	121.57	131.32	资本结构				
股东权益合计	1121.60	1776.55	1918.91	2085.13	资产负债率	41.41%	37.40%	35.39%	30.08%
负债和股东权益合计	1914.20	2838.13	2970.16	2982.17	带息债务/总负债	71.45%	74.93%	71.17%	63.56%
					流动比率	1.21	1.04	1.28	1.63
					速动比率	0.80	0.71	0.89	1.14
					股利支付率	29.70%	18.31%	18.81%	24.38%
					每股指标				
					每股收益	0.29	0.49	0.81	1.02
					每股净资产	5.53	8.76	9.46	10.28
					每股经营现金	0.39	0.79	0.76	1.32
					每股股利	0.09	0.09	0.15	0.25
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	133.02	239.17	309.86	356.49					
PE	71.22	42.29	25.79	20.39					
PB	3.76	2.38	2.20	2.02					
PS	2.04	1.75	1.41	1.29					
EV/EBITDA	30.04	19.81	14.95	12.42					
股息率	0.42%	0.43%	0.73%	1.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn