

天广中茂 (002509)

证券研究报告

2017 年 09 月 20 日

内生增长超预期，外延方案公布

菌菇内生增长超预期，外延推迟不影响大菌菇战略

价格超预期，业绩超预期。市场预期菌菇行业价格走低，菌菇行业需要通过产量提升平滑收入。但菌菇价格超预期，并未出现明显下行，行业上市公司收入规模均取得两位数增长。公司菌菇业务毛利率，同比上涨。产量大幅增长，产品结构进一步优化。报告期实现收入 1.45 亿元，同比增长 48.94%。净利润 0.56 亿元，同比增长 51.77%。目前投行更换交接完成，交易双方充分沟通，新的交易预案已经公布。并购推迟，将影响 17 年并表收入，但不会改变公司通过直接投资和外延并购的方式做大菌菇业务的战略。

行业红利、资金充裕，园林业务超预期

报告期内，园林业务实现收入 11.2 亿元，同比增长 82.68%；净利润 1.7 亿元，同比增长 101.53%。行业红利期，全行业上市公司营收、业绩同比增长高达 50%。2016 公司在手未完成订单超百亿，公司上半年新签订单较以往增多，考虑到公司园林业务目前不到 20 亿元的收入规模，订单保障倍数高，未来业绩增长有保障。资金充裕，保障业绩落地。订单的快速增加将对应未来收入规模快速增长。

外延进展：交易对价调低，发股价格提高，业绩承诺略有下调

公司发行股票收购神农菇业 100% 资产，每股定价确定为 6.63 元/股，对应停牌前最新收盘价价格，折价率 30%。由于公司停牌前股价上涨，发股价格相应作出调高。交易价格初定为 9 亿元。拟发行股份占增发后总股本 5.16%。

投资建议：PEG 0.58！6 个月目标价 12.5 元不变，35.8% 空间

天广中茂是我们持续推荐的微生物技术龙头公司，公司停牌前上涨近 30%，我们将公司的优势和能力进行了价值再发现，彻底打破了一般意义上对蘑菇和园林的认识误区，而是提升到微生物技术层面。

公司蘑菇业务和园林业务均超预期，说明公司内生利润没问题。有些遗憾的是：并购完成时间推后，这将影响 17 年并表利润。目前投行更换交接已经完成，交易双方进行了充分沟通，修改后的交易预案已经于 9 月 6 日公布。按公司业务特征历史分析，上半年利润占比约为 30%，预计全年业绩 7.4 亿元左右。

预计 17-19 年净利润 7.4、12.3、17.5 亿元；EPS0.30、0.50、0.70 元，对应 17-19 年 PE30.67X、18.4X、13.14X。年复合增长率 53%，PEG 0.58！给予明年 25 倍市盈率，6 个月目标价 12.5 元，35.8% 空间，给予买入评级。

风险提示：食品安全问题，工程款回收风险，并购实施不达预期风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	691.82	2,424.82	4,970.89	7,953.42	10,737.11
增长率(%)	(0.28)	250.50	105.00	60.00	35.00
EBITDA(百万元)	140.04	532.86	1,047.11	1,845.38	2,507.81
净利润(百万元)	105.24	421.07	739.50	1,233.86	1,752.67
增长率(%)	(12.48)	300.10	75.62	66.85	42.05
EPS(元/股)	0.04	0.17	0.30	0.50	0.70
市盈率(P/E)	217.89	54.46	31.01	18.58	13.08
市净率(P/B)	5.59	5.11	3.83	3.30	2.74
市销率(P/S)	33.15	9.46	4.61	2.88	2.14
EV/EBITDA	102.78	38.23	24.34	14.79	10.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.20 元
目标价格	12.5 元
上次目标价	12.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,492.49
流通 A 股股本(百万股)	1,618.62
A 股总市值(百万元)	22,930.93
流通 A 股市值(百万元)	14,891.35
每股净资产(元)	1.88
资产负债率(%)	41.30
一年内最高/最低(元)	14.82/8.39

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《天广中茂-首次覆盖报告:微生物技术光芒闪耀!业绩有望 2 年翻两倍》
2017-03-27

1. 菌菇内生增长超预期，外延推迟不影响大菌菇战略

价格超预期，业绩超预期。市场预期菌菇行业价格走低，菌菇行业需要通过产量提升平滑收入。但菌菇价格超预期，并未出现明显下行，行业上市公司收入规模均取得两位数增长。从细分品类来看，公司金针菇、杏鲍菇毛利率分别提升 9.67、6.21 个百分点。

表 1：菌菇上市公司 17H1 业绩增速

	收入(同比增长率)	净利润(同比增长率)
天广中茂（菌菇业务）	48.94	51.77
众兴菌业	20.54	-16.20
雪榕生物	10.73	212.13

资料来源：wind, 天风证券研究所

表 2：各类菌菇收入、毛利及增速

	营业收入（万元）	营业收入 YOY	毛利率	毛利率比上年同期增减
金针菇	8000	-0.25%	45.46%	增加 9.67 个百分点
真姬菇	5800	485.24%	43.97%	减少 3.27 个百分点
杏鲍菇	675	-7.60%	18.37%	增加 6.21 个百分点

资料来源：wind, 天风证券研究所

产量大幅增长，产品结构进一步优化。真姬菇大幅增长 485.24%，第二单品规模已现，同时推动结构的优化。其中，毛利率在 40%以上的金针菇收入 8000 万，真姬菇收入 5800 万元。毛利率低于 20%的杏鲍菇收入占比从 7.5%，降至 4.6%。报告期实现收入 1.45 亿元，同比增长 48.94%。净利润 0.56 亿元，同比增长 51.77%。

更换投行，并购推迟，影响 17 年并表收入，不影响大菌菇战略。2017 年 3 月，公司通过外延并购方式收购神农菇业、裕灌农业以壮大菌菇板块。其中裕灌农业于 6 月公告已经终止，系交易对手认为证券市场政策环境发生较大变化。另外由于更换投行，神农菇业并购落地时间推迟，将一定程度上影响并表收入。神农菇业立足福建市场，主打海鲜菇等产品。承诺 17-20 年净利润分别为 0.73/0.97/1.36/1.7 亿元。因此调低前期对于 17 年的收入预测。但不影响 18 年盈利预测。

西北，华东市场不断布局开拓，循环经济模式跨越式推动菌菇业务全国扩张。今年 6 月 5 日、8 月 17 日，公司先后与陕西富平县人民政府、浙江舟山群岛新区金塘管理委员会签框架协议，拟在富平县建设西北生产基地、在舟山建立华东生产基地，投资规模均在 60 亿级别规模。公司不断将微生物技术应用为核心的循环经济产业链不断传承和因地制宜的创新。在经济效益和政府合作意愿之间找准了契合点。跨越式推动菌菇业务在区域上进一步走出华南，迈向全国。同时菌菇业务现金流好，业务规模扩大之后，将有更加强大的现金流去支持在手园林订单的落地提速。长远来看，菌菇业务规模提升之后，菌菇和园林业务的共振增长势头将会更加明显。

2. 行业红利、资金充裕，园林业务超预期

行业红利期，订单充足，业绩保障充足。2016 公司在手未完成订单超百亿，当年收入规模 14 亿元。未来收入保障倍数较高。同时，行业红利期，全行业上市公司营收、业绩同比大幅增长高达 50%。公司上半年新签订单较以往增多，考虑到公司园林业务目前不到 20 亿元的收入规模，未来业绩订单保障倍数高。

图 1：园林行业增速

	净利润(同比增长率)	营业总收入(同比增长率)
SW 园林工程III (合计)	50.76%	52.38%
中茂园林	101.53%	82.68%

资料来源：wind,天风证券研究所

资金充裕，保障业绩落地。园林行业工程款前期垫付特征，使得资金实力，健康现金流成为重要竞争力。在手订单的落地速度，和公司支持业务运营的资金能力高度相关。公司 16 年成功发行 12 亿元公司债之后，公司现金依旧充裕，账面现金 4.8 亿元。订单到业绩的兑现的过程将不会受困于现金流问题而打折扣。订单的快速增加对应收入规模快速增长。报告期内，园林业务实现收入 11.2 亿元，同比增长 82.68%；净利润 1.7 亿元，同比增长 101.53%。

3. 外延进展-发行股票收购资产，配套募集资金预案公布

交易价格调低，发股价格提高。本次发行股票收购神农菇业 100%资产，每股定价确定为 6.63 元/股，对应停牌前最新收盘价价格，折价率 30%，对应上次方案（10.15 元/股除权后为 6.33 元/股）价格上调。神农菇业 100%股权预估值为 90,115.67 万元。经交易双方协商一致，本次交易价格初定为 9 亿元，对应上次议案 9.88 亿元交易价格有下调。拟发行股份数量为 135,746,599 股，占增发后总股本 5.16%。

业绩承诺略有下调。神农菇业承诺 2017-20 年贡献净利润 6400 万元、9000 万元、1.2 亿元、1.56 亿元。较原方案 0.73/0.97/1.36/1.7 亿元略有下调。业绩未达预期将于 2020 年承诺期到期时，以承诺业绩和实际业绩差额的 2.5 倍折合股权转让给上市公司。

另外，公司拟采用询价方式向不超过 10 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，配套资金总额不超过 29,771 万元，不超过拟购买资产交易价格的 100%。配套资金在扣除中介机构费用和其他发行费用后，将用于神农菇业“日产 115 吨海鲜菇自动化瓶栽生产线项目”建设。

4. 投资建议

公司蘑菇业务和园林业务均超预期，说明公司内生利润没问题。有些许遗憾的是：并购完成时间推后。因为更换投行问题，导致并表时间推后，17 年并表利润减少。目前投行更换交接已经完成，交易双方进行了充分沟通，修改后的交易预案已经于 9 月 6 日公布。根据公司业务特征历史分析，上半年利润占比约为 30%，17 年下半年利润预计能达到 5 亿元左右，全年业绩 7.4 亿元左右。

1、公司半年报公布，营收 15.44 亿元，YOY+49.16%。归母净利润 2.41 亿元，YOY+54.25%。

2、前 3 季度预计净利润约 3.52-4.3 亿元,同比增长 35%~65%。

公司预计前 3 季度同比预增 35%-65%，主要系园林绿化业务受在手订单及新增订单驱动保持高速增长；食用菌业务受益于产量增加及产品结构优化保持快速增长所致。对应 3 季度单季业绩 1.1-1.9 亿元。去年 3 季度净利润 1 亿元。单季度同比增幅 10%-90%。

微生物技术的应用能力是公司增长的核心。天广中茂是我们持续推荐的微生物技术龙头公司，我们将公司的优势和能力进行了价值再发现，彻底打破了一般意义上对蘑菇和园林的

认识误区，而是提升到微生物技术层面。时至今日，公司今年园林业绩有望【超预期】。未来 2 年在生态修复，食用菌工厂化产业链双头推进下，增长的核心是对【微生物技术的应用能力】。

微生物技术领域的领导者，战略规划正在稳步实施，从园林绿化与生态修复、食用菌两大领域着手，推动公司迎来新一轮成长。借助资本市场和上市公司平台，通过直接投资和外延并购等多方式扩大高增长食用菌业务战果，利用微生物技术，实现业务共振。继续看好公司未来业绩，园林与菌菇业务双轮驱动。预计 17-19 年净利润 7.4、12.3、17.5 亿元；EPS0.30、0.50、0.70 元，对应 17-19 年 PE30.67X、18.4X、13.14X。年复合增长率 53%，PEG 0.58！给予明年 25 倍市盈率，6 个月目标价 12.5 元，35.8%空间，给予买入评级。

5. 风险提示

食品安全问题，工程款回收风险，并购实施不达预期风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	619.12	806.53	397.67	636.27	858.97
应收账款	732.18	1,237.12	3,745.12	4,635.55	6,678.36
预付账款	39.68	31.85	525.47	201.71	616.17
存货	1,222.27	2,141.23	3,695.35	8,039.83	4,935.06
其他	37.57	578.80	448.62	358.46	607.23
流动资产合计	2,650.83	4,795.53	8,812.23	13,871.82	13,695.79
长期股权投资	165.18	173.68	173.68	173.68	173.68
固定资产	549.08	717.73	761.04	802.72	830.42
在建工程	176.93	126.22	111.73	115.04	99.02
无形资产	196.97	184.75	176.53	168.32	160.10
其他	1,368.93	1,390.37	1,354.04	1,366.41	1,366.62
非流动资产合计	2,457.09	2,592.75	2,577.03	2,626.17	2,629.84
资产总计	5,107.91	7,388.28	11,389.26	16,497.99	16,325.63
短期借款	207.00	325.00	2,183.90	3,818.59	3,385.00
应付账款	613.30	1,115.32	2,043.03	4,135.69	3,304.03
其他	153.27	253.74	345.26	350.87	547.96
流动负债合计	973.56	1,694.07	4,572.18	8,305.15	7,236.99
长期借款	12.23	0.00	421.59	705.38	0.00
应付债券	0.00	1,192.29	397.43	529.91	706.54
其他	15.94	13.07	11.18	13.40	12.55
非流动负债合计	28.17	1,205.36	830.21	1,248.68	719.09
负债合计	1,001.73	2,899.42	5,402.39	9,553.83	7,956.08
少数股东权益	7.23	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	708.09	1,557.81	2,492.49	2,492.49	2,492.49
资本公积	2,865.22	2,159.38	2,159.38	2,159.38	2,159.38
留存收益	3,383.10	2,921.30	3,494.38	4,451.66	5,877.05
其他	(2,857.46)	(2,149.63)	(2,159.38)	(2,159.38)	(2,159.38)
股东权益合计	4,106.18	4,488.86	5,986.87	6,944.16	8,369.55
负债和股东权益总	5,107.91	7,388.28	11,389.26	16,497.99	16,325.63

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	104.93	421.04	739.50	1,233.86	1,752.67
折旧摊销	23.03	59.17	39.40	43.23	46.53
财务费用	4.15	23.85	143.77	358.00	408.43
投资损失	(22.80)	(14.02)	(17.53)	(18.11)	(16.55)
营运资金变动	34.37	(1,379.42)	(3,379.49)	(2,735.42)	(232.66)
其它	(73.65)	502.94	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	70.04	(386.43)	(2,474.34)	(1,118.44)	1,958.42
资本支出	1,733.13	171.09	61.89	77.79	50.85
长期投资	15.15	8.49	0.00	0.00	0.00
其他	(1,774.02)	(727.43)	(104.38)	(139.66)	(84.30)
投资活动现金流	(25.73)	(547.84)	(42.49)	(61.87)	(33.45)
债权融资	242.04	1,517.29	3,010.52	5,064.02	4,097.45
股权融资	2,522.18	123.63	781.17	(358.00)	(408.43)
其他	(2,841.45)	(427.99)	(1,683.71)	(3,287.10)	(5,391.29)
筹资活动现金流	(77.23)	1,212.92	2,107.97	1,418.92	(1,702.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(32.93)	278.66	(408.86)	238.60	222.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	691.82	2,424.82	4,970.89	7,953.42	10,737.11
营业成本	467.13	1,733.14	3,519.39	5,527.63	7,408.61
营业税金及附加	7.12	12.79	42.42	63.89	78.18
营业费用	20.75	37.53	117.53	140.02	221.45
管理费用	84.42	117.82	263.46	405.62	547.59
财务费用	(0.64)	22.22	143.77	358.00	408.43
资产减值损失	16.89	58.91	37.90	32.21	36.56
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.80	14.02	17.53	18.11	16.55
其他	(45.60)	(28.04)	(35.05)	(36.23)	(33.11)
营业利润	118.95	456.43	863.95	1,444.15	2,052.85
营业外收入	2.66	15.51	6.74	8.30	10.19
营业外支出	0.20	1.68	0.69	0.86	1.07
利润总额	121.41	470.26	870.00	1,451.60	2,061.97
所得税	16.48	49.22	130.50	217.74	309.29
净利润	104.93	421.04	739.50	1,233.86	1,752.67
少数股东损益	(0.31)	(0.03)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	105.24	421.07	739.50	1,233.86	1,752.67
每股收益（元）	0.04	0.17	0.30	0.50	0.70

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-0.28%	250.50%	105.00%	60.00%	35.00%
营业利润	-13.97%	283.72%	89.28%	67.16%	42.15%
归属于母公司净利润	-12.48%	300.10%	75.62%	66.85%	42.05%
获利能力					
毛利率	32.48%	28.53%	29.20%	30.50%	31.00%
净利率	15.21%	17.37%	14.88%	15.51%	16.32%
ROE	2.57%	9.38%	12.35%	17.77%	20.94%
ROIC	9.35%	11.72%	16.77%	17.93%	18.51%
偿债能力					
资产负债率	19.61%	39.24%	47.43%	57.91%	48.73%
净负债率	-11.53%	3.13%	9.61%	28.72%	46.04%
流动比率	2.72	2.83	1.93	1.67	1.89
速动比率	1.47	1.57	1.12	0.70	1.21
营运能力					
应收账款周转率	1.32	2.46	2.00	1.90	1.90
存货周转率	1.07	1.44	1.70	1.36	1.66
总资产周转率	0.20	0.39	0.53	0.57	0.65
每股指标（元）					
每股收益	0.04	0.17	0.30	0.50	0.70
每股经营现金流	0.03	-0.16	-0.99	-0.45	0.79
每股净资产	1.64	1.80	2.40	2.79	3.36
估值比率					
市盈率	217.89	54.46	31.01	18.58	13.08
市净率	5.59	5.11	3.83	3.30	2.74
EV/EBITDA	102.78	38.23	24.34	14.79	10.41
EV/EBIT	121.65	42.56	25.29	15.14	10.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com