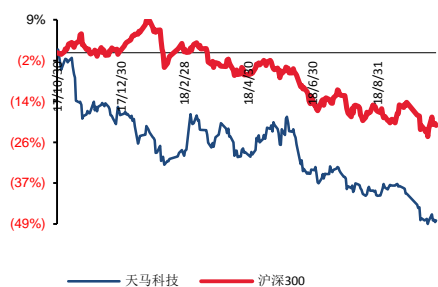


农林牧渔

## 三季报点评: 贸易业务发力, 饲料稳步增长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	300/186
总市值/流通(百万元)	2,206/1,369
12个月最高/最低(元)	14.42/7.22

### 相关研究报告:

天马科技(603668)《年报及季报点评: 产能扩张速度快, 业绩持续增长有保障》—2018/05/05

天马科技(603668)《天马科技中报点评: 销量强劲增长推动业绩快速上升》—2017/07/14

天马科技(603668)《天马科技: 产能增长, 特种水产饲料龙头开启新一轮成长》—2017/06/30

### 证券分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511050002

**事件:** 10月26日晚披露三季报, 前三季度实现营业收入10.17亿元, 同比增长29.66%; 实现归母净利润7119万元, 同比增长1%; 实现扣非后归母净利润6255万元, 同比增长1.23%, EPS为0.24元。其中单3季度, 实现营收3.76亿元, 同比增长9.82%; 实现归母净利润1996万元, 同比减少16.85%; 实现扣非后归母净利润1870万元, 同比减少21.11%。

**收入增长三成, 主要得益于贸易业务发力和饲料稳步增长。**前3季度, 公司饲料销售收入8.07亿元, 较上年同期增长7.94%。与饲料业务相比, 贸易业务收入增长更快, 预计同比增速为50%左右, 成为拉动营收增长的主要贡献因子。饲料销量方面, 预计同比增速约7%, 其中单3季度增速约6%, 较上半年有所下滑(上半年饲料销量为4.67万吨, 同比增速为10.5%)。我们分析主要原因在于受到行业整体需求增速放缓的不利影响。2018年3季度, 沿海地区台风次数较往年同期明显增多, “玛丽亚”和“玉兔”等超级台风频繁来袭压制了特种水产养殖和饲料整体需求的增长。预计4季度行业需求增长将恢复正常, 公司销量增速有望回升, 全年增速有望超过10%。毛利率方面, 饲料毛利率较上年同期增加1.29个百分点, 但由于低毛利率的贸易业务增长更快, 综合毛利率因此而下降。前3季度, 综合毛利率为20.22%, 较上年同期下降了2.32个百分点。

**汇兑损失拉低利润增速。**收入增长3成, 但利润仅增长了1%, 利润增速低于收入的主要原因有两个方面: 1、受汇兑损失的影响, 财务费用大幅上升, 侵蚀了大部分利润增长。前3季度, 公司财务费用为1834.76万元, 较上年同期增长了1159万元; 2、毛利额增速低于收入。前3季度, 毛利额为20581万元, 同比增速为16.32%。

**三期新项目建设稳步推进, 产能继续快速扩张。**2016年, 公司拥有饲料设计产能约13万吨。2017年9月, 上市募投项目10条生产线全部完工投产后, 设计产能增长80%至24万吨。2018年上半年, 公司完成可转债融资并加大力度投建第三期项目, 设计产能为13.11万吨。目前, 第三期项目建设推进顺利, 预计到2019年底竣工投产, 届时产能将在现有基础上增长50%以上。产能持续扩张为未来三年产销量增长打下了坚实的基础, 我们预计2019/2020年饲料销量为14万吨/18万吨, 同比增速为25%/28.6%。

**维持买入评级。**预计18/19/20年, 净利润分别为1.09亿元/1.47亿元/1.98亿元, 摊薄每股收益为0.37元/0.49元/0.67元, 对应当

前股价的 PE 为 20 倍/14 倍/11 倍，维持买入评级，按照 19 年业绩给与 20 倍的 PE 计算，目标价为 9.8 元。

**风险提示：**新项目建设推进受阻，原料价格大幅上升

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1136	1381	1620	2076
(+/-%)	34.6	21.6	17.3	28.1
净利润(百万元)	91	109	147	198
(+/-%)	13%	20%	35%	35%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.37	0.49	0.67
市盈率(PE)	24.04	20.07	14.88	11.02

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	142	497	221	259	332
应收和预付款项	282	301	401	428	606
存货	179	377	238	468	446
其他流动资产	20	24	23	20	35
流动资产合计	624	1199	883	1175	1419
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	207	340	377	428	486
在建工程	89	23	62	81	90
无形资产开发支出	45	68	64	61	56
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	18	28	31	36	43
资产总计	984	1658	1417	1780	2094
短期借款	84	256	50	50	50
应付和预收款项	107	90	158	115	221
长期借款	40	0	0	0	0
其他负债	294	488	489	803	885
负债合计	525	834	697	967	1156
股本	159	297	297	297	297
资本公积	25	178	26	26	26
留存收益	271	345	395	487	612
归母公司股东权益	455	821	718	810	935
少数股东权益	4	3	3	3	3
股东权益合计	459	825	721	813	938
负债和股东权益	984	1658	1418	1780	2094

现金流量表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	32	91	193	76	271
投资性现金流	(39)	(115)	(119)	(105)	(109)
融资性现金流	27	336	(428)	(64)	(86)
现金增加额	20	311	(354)	(93)	76

利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	844	1136	1381	1620	2076
营业成本	657	907	1106	1275	1621
营业税金及附加	2	4	5	6	7
销售费用	27	36	43	51	66
管理费用	56	72	88	104	132
财务费用	18	15	10	10	13
资产减值损失	2	8	10	12	15
投资收益	2	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	84	96	120	163	222
其他非经营损益	93	106	128	173	233
利润总额	93	106	128	173	233
所得税	13	16	19	26	35
净利润	80	91	109	147	198
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
归母股东净利润	80	91	109	147	198

预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	22.1%	20.2%	19.9%	21.3%	21.9%
销售净利率	9.5%	8.0%	7.9%	9.1%	9.6%
销售收入增长率	4.3%	34.7%	21.5%	17.3%	28.1%
EBIT 增长率	15%	9%	14%	32%	35%
净利润增长率	22%	13%	20%	35%	35%
ROE	18.9%	14.1%	14.1%	19.1%	22.6%
ROA	8.7%	6.9%	7.1%	9.2%	10.2%
ROIC	11.0%	9.5%	9.5%	10.9%	14.4%
EPS (X)	0.50	0.31	0.37	0.49	0.67
PE (X)	14.57	24.04	20.07	14.88	11.02
PB (X)	2.57	2.66	3.04	2.70	2.34
PS (X)	1.39	1.92	1.58	1.35	1.05
EV/EBITDA (X)	20.75	18.11	16.72	13.92	10.90

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。