



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2019-06-05

公司点评报告

买入

天马科技 (603668)

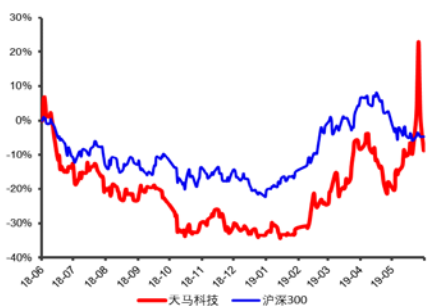
目标价: 15.90

昨收盘: 9.57

农林牧渔

## 天马科技：饲料业务强强联合，借力切入禽畜养殖

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	330.42/216.75
总市值/流通(百万元)	3162.10/2074.32
12 个月最高/最低(元)	14.76/6.54

### 相关研究报告:

《天马科技增特点评：业绩持续高增长，公司上下高期望》——2018/09/07

《天马科技：饲料龙头强强联合，业绩增长锦上添花》——2019/5/25

### 证券分析师：周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

### 事件:

2019年6月4日，公司发布重大资产购买暨关联交易报告，拟以现金支付的方式购买福建省华龙集团饲料有限公司（以下简称“华龙集团”）72%的股权，本次交易拟购买资产的交易价格为17809.98万元。

#### 1、饲料业务实现强强联合。

销售区域的重合使公司在福建省的区域优势加强。华龙集团饲料总产能99万吨，2017与2018年饲料产量分别为51.22万吨、50.92万吨，占福建省饲料生产总量比重分别为5.98%、6.19%；而公司在特种水产料领域深耕多年，鳗鲡料全国绝对龙头，本次交易将使双方强强联合，公司饲料业务在福建地区的优势得以加强。

主营饲料品种的不同将使公司深入禽畜饲料板块。华龙集团专注畜禽饲料行业三十年，营收90%以上来自禽畜饲料，其中40%~50%来自猪料。而公司饲料收入基本来自特种水产料，本次交易将优化公司饲料产品结构、扩充上市公司产品线。

2、本次交易使公司切入下游禽畜养殖业务。华龙集团主要通过参股投资布局下游禽畜养殖业务，截止目前华龙集团共参股3家生猪养殖和肉禽产业链公司，2017、2018年公司投资收益分别为209.89万、537.82万，主要来自参股养殖公司。公司当前构建了“鳗鱼饲料—农场养殖—动保服务—食品终端”于一体的完整产业链，进军下游养殖和销售加工、转型动物蛋白供应商的规划早已有之。本次交易，公司欲通过华龙集团切入畜禽养殖业务板块，一方面通过养殖业务带动饲料业务的成长，另一方面通过产业链纵向深化与整合，进一步增强上市公司的全产业链服务能力。

3、若收购顺利完成，将显著增厚公司利润。2018年公司营收15.06亿，归母净利0.74亿，华龙集团2018年营收达到13.61亿，归母净利0.22亿。若交易顺利完成，则并表后华龙集团将显著增厚公司利润。

### 盈利预测:

基于公司业绩持续高增长，且若本次交易顺利完成，将使公司进入禽畜养殖产业链，并表后利润显著增厚。因此，假设2019年华龙集团即完成并表，我们预计公司2019/2020/2021年归母净利分别为1.38亿/1.75亿/2.19亿。给予公司2020年30倍PE，6个月目标价15.90元。

**风险提示：**

- 1、突发重大疫情风险：水产或禽畜养殖过程中可能会发生大规模疫病，对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响相关行业及企业的盈利能力。
- 2、价格不及预期风险：水产或禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。
- 3、原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。
- 4、重大资产购买进度不及预期，业务和利润增长可能将受影响。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1506.18	3135.03	3877.37	4611.46
(+/-)	32.55%	108.14%	23.68%	18.93%
归母净利(百万元)	73.55	137.74	174.89	219.31
(+/-)	-19.06%	87.27%	26.97%	25.40%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.42	0.53	0.66
市盈率(PE)	29.59	22.96	18.08	14.42

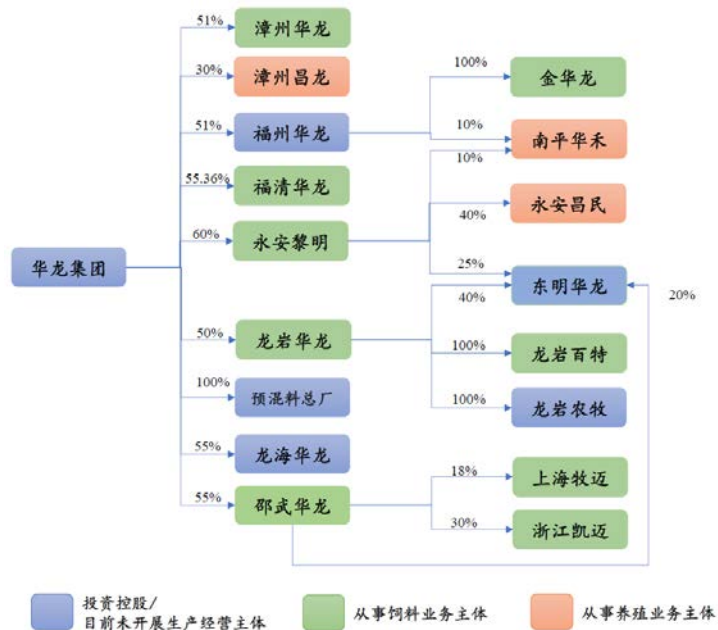
资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 一、华龙集团业务介绍：

### 1、华龙集团禽畜养殖业务介绍

华龙集团的养殖业务目前主要以参股投资为主，截止目前，已经开展业务的有3家养殖参股公司，分别为南平华禾、永安昌民和漳州昌龙，公司持股比例均不超过50%。

图表1 华龙集团下属企业



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

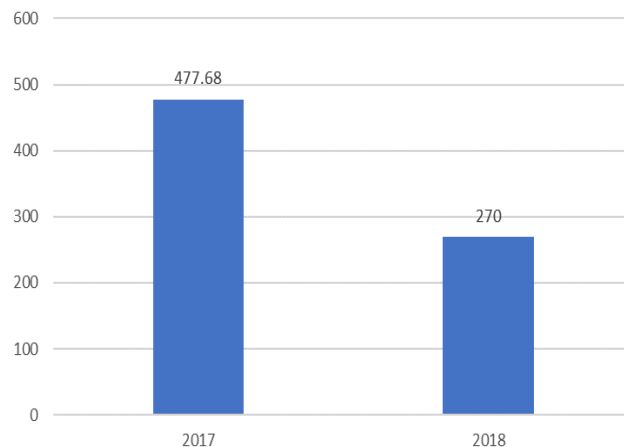
华龙集团的养殖业务主要集中于禽产业链，肉禽和蛋鸡均有涉及，其中漳州昌龙多年深耕肉鸭产业链，其品牌“鑫昌龙”已畅销华南、华东多省。2018~2019年华龙集团开始进军生猪养殖产业，南平华禾2019年7月进猪养殖，龙岩农牧尚未开始经营，但猪场相关的猪舍、养殖设备、生猪等均已准备就绪。

**图表 2 主要养殖公司相关资料**

公司名称	成立时间	持股比例	主营业务	业务发展情况
漳州昌龙	2008-04-08	华龙集团持股30%	家禽养殖、屠宰加工与销售	集种鸭繁育、种蛋孵化、商品鸭养殖、屠宰加工、销售为一体的较为完整的优质肉鸭产业链。拥有年存栏7万羽的种鸭场1个，年可提供优质鸭苗1000万羽；年出栏50万羽的优质肉鸭场1个；合作养殖肉鸭的农户300多户；库容6000吨的冻库和日屠宰能力为4万只的肉鸭自动化屠宰线
南平华禾	2014-12-11	福州华龙持股10%	种猪、商品猪的饲养、销售	2019年7月进猪养殖，存栏数量为4万头
永安昌民	2000-05-30	永安黎明持股40%	畜禽养殖及销售	建成六栋全封闭式产蛋鸡舍并配套全自动化笼养设备，存栏蛋鸡25万只，年产4200吨无公害鲜鸡蛋；育成育雏舍两栋，存栏后备蛋鸡5万只
龙岩农牧	-	龙岩华龙持股100%	禽畜养殖	-

资料来源：公司公告 公司官网，太平洋证券整理

除参股养殖公司外，华龙集团另有少量自建养殖场。2017~2018 年华龙集团合并报表范围内生产性生物资产分别为 478.68 万和 270 万。

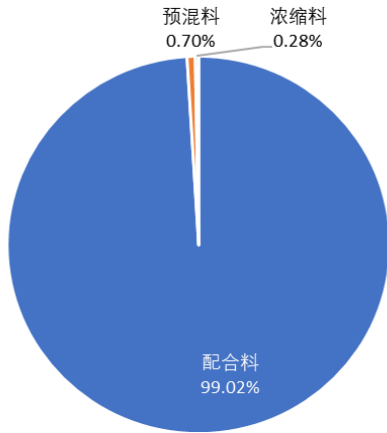
**图表 3 华龙集团合并报表内生产性生物资产（万元）**


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2、华龙集团饲料业务介绍

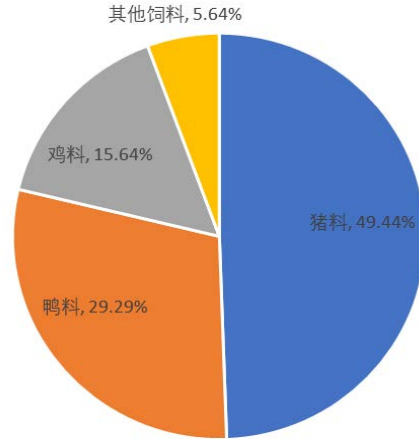
华龙集团专注于禽畜饲料生产和销售，饲料业务营收占总营收的 90%以上。2017 年及 2018 年，华龙集团饲料产品产量为 51.22 万吨、50.92 万吨，占福建省饲料生产总量约为 5.98%及 6.19%，位居省内第一梯队。按照营收划分，华龙集团主要饲料品种为猪料，其次为鸭料和鸡料。

图表 4 华龙集团饲料结构（按营收占比划分）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 5 华龙集团饲料结构（按营收占比划分）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 6 华龙集团饲料产量（万吨）

项目	2019Q1			2018			2017		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
饲料	24.75	13.86	13.78	99	50.92	51.23	99	51.22	51.04

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 二、饲料业务强强联合，切入禽畜养殖产业链

### 1、饲料业务强强联合。

主营饲料品种的不同将使公司深入禽畜饲料板块。华龙集团专注畜禽饲料行业三十年，营收 90% 以上来自禽畜饲料，其中 40%~50% 来自猪料。而公司饲料收入基本来自特种水产料，本次交易将优化公司饲料产品结构、扩充上市公司产品线。

### 2、禽畜养殖业务优势互补

公司作为上市公司，融资方便，资本实力较强，当前构建了“鳗鱼饲料—农场养殖—动保服务—食品终端”于一体的完整产业链，进军下游禽畜养殖和加工的意愿强烈，意欲转型动物蛋白供应商；华龙集团在肉禽产业链已有十多年的经营经验，同时有意愿切入生猪养殖行业。因此，双方的本次合作是优势互补，可实现双赢局面。

## 农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，四年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

## 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
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@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。