

公司研究/季报点评

2019年10月20日

农林牧渔/饲料 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 13.18
合理价格区间(元): 16.80~20.16

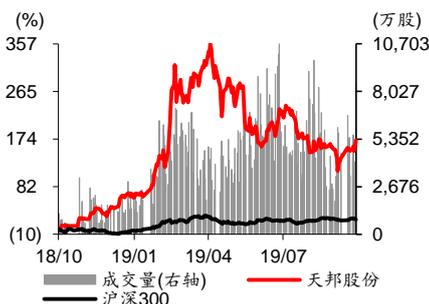
杨天明 执业证书编号: S0570519080004
研究员 yangtianming@htsc.com

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004
研究员 021-28972251
fenghe@htsc.com

相关研究

- 1 《天邦股份(002124 SZ,买入): 业绩符合预期, 养殖成长标的》2019.08
- 2 《天邦股份(002124,买入): 降本增效, 养殖高弹性标的》2019.01
- 3 《天邦股份(002124,买入): 产能扩张仍在途, 周期大概率回升将彰显高弹性》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩符合预期, 养殖弹性标的

天邦股份(002124)

2019Q3 公司归母净利润同比增长 841.90%, 符合预期

公司发布 2019 年三季报, 前三季度, 公司实现营业收入 44.54 亿元, yoy+40.12%; 实现归母净利润 1194.07 万元, yoy-90.12%。单季度来看, 公司三季度实现营收 15.14 亿元, yoy+14.97%; 实现归母净利润 3.79 亿元, yoy+841.90%, 符合预期。我们预计, 2019-21 年公司 EPS 分别为 0.45/3.36/1.56 元, 维持“买入”评级。

受益于猪价快涨, 公司利润快速释放

前三季度, 公司生猪出栏量 202.70 万头, 同比增长 40.91%。分季度来看, 19Q1, 受猪价低迷叠加防疫成本上升影响, 公司生猪养殖业务亏损 2.96 亿元; 19Q2, 全国生猪供给偏紧迹象开始显现, 猪价稳步抬升, 受此影响, 公司生猪养殖业务盈利能力环比改善, 小幅亏损 6600 万元; 19Q3, 随着各地生猪抛售进程进入尾声, 全国性缺猪矛盾凸显, 猪价快速上涨, 公司利润快速释放, 单三季度生猪养殖业务实现净利润约 2 亿元。成本方面, 根据我们测算, 公司前三季度完全成本上升至 16 元/公斤左右 (出栏均重 107 公斤左右), 预计四季度之后成本有望逐步下降。

产能恢复, 养殖再启航

受非洲猪瘟侵袭影响, 公司加大生物安全防控力度, 在较短的时间内及时止损。与此同时, 受生猪养殖高盈利影响, 公司加快产能扩张节奏, 生产性生物资产企稳回升。截至报告期末, 公司生产性生物资产已达 6.19 亿元, 同比增长 17.21%; 较二季度末增长 63.61%; 较年初增长 20.18%。前三季度, 公司凭借着在生物安全防控水平、资金以及种猪资源等方面的优势, 生猪产能逐步恢复。我们预计, 公司生猪养殖利润有望快速释放。

周期上行驱动公司业绩高弹性, 维持“买入”评级

非洲猪瘟加速生猪行业产能去化, 考虑到市场上暂无有效疫苗, 生猪产能恢复进程缓慢, 我们判断, 未来 1 年猪价有望高位运行。基于此, 我们调整 2020 年生猪均价为 25 元/公斤 (前值为 20 元/公斤), 相应的, 2019-21 年, 公司 EPS 调整为 0.45/3.36/1.56 元 (前值为 0.45/1.83/1.45 元)。参照可比公司 2020 年 7 倍 PE 估值, 考虑到公司生猪产能受非洲猪瘟疫情影响相对较大, 给予公司 5-6 倍 PE 估值, 对应目标价为 16.80-20.16 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫苗进程超预期、出栏量不及预期、政策扰动。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,160
流通 A 股 (百万股)	941.05
52 周内股价区间 (元)	4.86-22.20
总市值 (百万元)	15,284
总资产 (百万元)	6,805
每股净资产 (元)	2.06

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,061	4,519	6,944	11,923	11,067
+/-%	29.13	47.63	53.65	71.72	(7.18)
归属母公司净利润 (百万元)	262.14	(571.96)	521.04	3,899	1,805
+/-%	(29.70)	(318.19)	191.10	648.32	(53.70)
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	(0.49)	0.45	3.36	1.56
PE (倍)	58.30	(26.72)	29.33	3.92	8.47

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：2014-19年前三季度，天邦股份营业收入及增速情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2014-19年前三季度，天邦股份净利润及增速情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：盈利预测核心假设调整后对比

调整项目	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
商品肉猪						
生猪价格 (元/公斤)	17	20	17	17	25	17

资料来源：华泰证券研究所

图表4：可比公司盈利预测 (采用 Wind 一致预期，股价截至 2019 年 10 月 18 日收盘价)

证券代码	证券名称	最新股价 (元)	EPS(元)				PE (倍)			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002714.SZ	牧原股份	87.3	0.25	2.27	11.51	11.35	349.20	38.46	7.58	7.69
300498.SZ	温氏股份	36.8	0.74	2.20	4.73	4.06	49.73	16.73	7.78	9.06
002157.SZ	正邦科技	15.01	0.08	0.89	3.08	3.21	187.63	16.87	4.87	4.68
均值									6.75	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,685	2,333	2,668	3,603	4,007
现金	429.52	478.56	360.19	422.76	420.50
应收账款	46.43	56.08	182.48	212.50	206.91
其他应收账款	45.89	161.10	176.64	299.91	317.61
预付账款	77.38	45.66	148.30	154.58	168.38
存货	997.54	1,491	1,687	2,344	2,740
其他流动资产	88.41	100.88	113.52	168.97	153.46
非流动资产	2,758	3,896	8,725	13,108	16,731
长期投资	404.30	95.76	220.45	240.17	185.46
固定投资	1,429	2,056	6,141	10,054	13,538
无形资产	116.12	109.85	115.72	124.81	125.16
其他非流动资产	808.27	1,634	2,248	2,689	2,883
资产总计	4,443	6,229	11,393	16,711	20,738
流动负债	1,377	3,468	8,341	9,815	12,586
短期借款	455.00	1,732	6,872	7,776	10,394
应付账款	307.06	487.03	548.52	749.00	886.75
其他流动负债	615.31	1,249	920.27	1,290	1,305
非流动负债	17.98	363.83	134.97	176.59	229.46
长期借款	9.42	10.80	12.74	15.31	17.28
其他非流动负债	8.57	353.03	122.23	161.28	212.18
负债合计	1,395	3,832	8,476	9,991	12,815
少数股东权益	17.95	16.39	15.53	7.39	8.75
股本	773.09	1,160	1,160	1,160	1,160
资本公积	1,373	986.60	986.60	986.60	986.60
留存公积	897.00	247.73	755.33	4,566	5,768
归属母公司股东权益	3,030	2,381	2,902	6,712	7,914
负债和股东权益	4,443	6,229	11,393	16,711	20,738

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	334.80	189.96	684.34	5,491	4,227
净利润	259.29	(575.16)	520.17	3,891	1,807
折旧摊销	247.02	396.44	615.73	1,234	1,882
财务费用	9.20	65.07	310.69	537.77	668.25
投资损失	9.11	69.79	39.45	54.62	47.03
营运资金变动	(213.04)	(118.72)	(828.42)	(273.71)	(197.78)
其他经营现金	23.21	352.55	26.72	48.04	20.68
投资活动现金	(1,279)	(1,710)	(5,586)	(5,717)	(5,588)
资本支出	986.92	1,709	5,338	5,556	5,517
长期投资	197.27	87.43	125.20	19.53	(54.75)
其他投资现金	(94.96)	86.63	(122.69)	(141.57)	(126.70)
筹资活动现金	1,201	1,533	4,783	288.82	1,359
短期借款	(117.65)	1,277	5,141	903.33	2,619
长期借款	4.42	1.38	1.93	2.58	1.97
普通股增加	136.41	386.54	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,328	(386.54)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(149.70)	255.24	(359.77)	(617.08)	(1,261)
现金净增加额	256.55	14.13	(118.38)	62.57	(2.26)

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,061	4,519	6,944	11,923	11,067
营业成本	2,313	3,991	4,566	5,993	7,245
营业税金及附加	9.88	11.30	6.94	23.85	22.13
营业费用	128.08	160.22	277.74	357.70	276.68
管理费用	257.50	313.44	694.36	655.78	553.37
财务费用	9.20	65.07	310.69	537.77	668.25
资产减值损失	1.65	316.06	503.00	273.57	364.21
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(9.11)	(69.79)	(39.45)	(54.62)	(47.03)
营业利润	256.10	(490.39)	545.71	4,027	1,890
营业外收入	39.65	3.56	20.48	21.23	15.09
营业外支出	18.68	61.68	29.93	36.76	42.79
利润总额	277.07	(548.51)	536.26	4,011	1,863
所得税	17.78	26.65	16.09	120.34	55.88
净利润	259.29	(575.16)	520.17	3,891	1,807
少数股东损益	(2.85)	(3.20)	(0.87)	(8.13)	1.36
归属母公司净利润	262.14	(571.96)	521.04	3,899	1,805
EBITDA	512.32	(28.88)	1,472	5,798	4,441
EPS (元, 基本)	0.34	(0.49)	0.45	3.36	1.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	29.13	47.63	53.65	71.72	(7.18)
营业利润	(31.71)	(291.49)	211.28	637.89	(53.06)
归属母公司净利润	(29.70)	(318.19)	191.10	648.32	(53.70)
获利能力 (%)					
毛利率	24.43	11.69	34.25	49.73	34.53
净利率	8.56	(12.66)	7.50	32.70	16.31
ROE	8.65	(24.03)	17.96	58.09	22.81
ROIC	8.97	(12.28)	8.97	32.01	14.05
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.40	61.52	74.40	59.79	61.80
净负债比率 (%)	33.64	47.40	81.54	78.33	81.60
流动比率	1.22	0.67	0.32	0.37	0.32
速动比率	0.50	0.22	0.11	0.12	0.09
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.85	0.79	0.85	0.59
应收账款周转率	30.99	70.72	48.12	49.95	43.02
应付账款周转率	9.69	10.05	8.82	9.24	8.86
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	(0.49)	0.45	3.36	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.16	0.59	4.74	3.65
每股净资产(最新摊薄)	2.61	2.05	2.50	5.79	6.82
估值比率					
PE (倍)	58.30	(26.72)	29.33	3.92	8.47
PB (倍)	5.04	6.42	5.27	2.28	1.93
EV_EBITDA (倍)	32.02	(567.90)	11.14	2.83	3.69

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com