华泰证券 HUATAI SECURITIES

公司研究/中报点评

2020年08月19日

农林牧渔/饲料 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	20.70
目标价格(元):	25.44

杨天明 研究员 SAC No. S0570519080004 yangtianming@htsc.com

冯鹤 研究员 SAC No. S0570517110004 021-28972251 fenghe@htsc.com

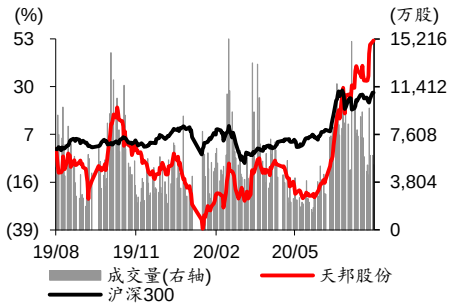
陈莉 研究员 SAC No. S0570520070001 SFC No. BMV473 0755-82766183 chenli2832@htsc.com

冯源 联系人 SAC No. S0570120070176 fengyuan016921@htsc.com

相关研究

1《天邦股份(002124 SZ,买入): 业绩符合预期，养殖弹性标的》2019.10
2《天邦股份(002124 SZ,买入): 业绩符合预期，养殖成长标的》2019.08
3《天邦股份(002124,买入): 降本增效，养殖高弹性标的》2019.01

一年内股价走势图



资料来源：Wind

业绩环比提升，估值进入修复期

天邦股份(002124)

2020H1 归母净利 15.35 亿元，yoy+517.84%

20 年 8 月 18 日，公司公布 2020 年半年度报告，上半年，公司实现营收 46.10 亿元，yoy+56.79%；实现归母净利润 15.35 亿元，yoy+517.84%。单季度看，20Q2 公司实现归母净利润 10.59 亿元，环比增长 122.27%。我们预计 2020-22 年公司 EPS 分别为 3.18/2.12/2.23 元，目标价 25.44 元，维持“买入”评级。

出栏量环比改善，业绩迎来高增长

20H1 公司业绩同比大幅提升，主要受益于生猪养殖业务表现较好。20H1 公司生猪出栏 111.97 万头（其中商品肉猪 42.1 万头，仔猪 55.99 万头，种猪 13.88 万头），出栏量环比 19H2 增加 21%。公司生猪养殖业务实现营收 35.63 亿，yoy+62%，净利润 16.83 亿，同比大幅改善（19H1 亏损 3.63 亿元），我们认为主要受益于 1）20H1 猪价较高，肥猪均价达到 32.54 元/公斤，同比增长 130%+；2）公司采用“养大猪”策略，肥猪出栏均重达到 135 公斤；3）公司加大仔猪及种猪出栏。此外，由于新冠疫情及洪涝灾害等因素影响，公司饲料业务出现下滑，我们预计亏损 1-1.5 亿元。

积极扩张产能，育肥成本进入下降通道

20H1，公司在防控非瘟疫情基础上，稳步扩产能、降成本。产能方面，公司重点发展租养及自建模式，计划于安徽、广西、山东等省份新建 20 多个猪场。公司产能扩张迅速，6 月末生猪存栏达到 93.26 万头，其中能繁母猪存栏 26 万头，公司还预计今年年底能繁母猪达到 40-50 万头。快速增长的能繁母猪存栏量是公司未来实现出栏量高增的有力保障。成本方面，随着一季度以来育肥死淘率下降至 10%左右及农户代养比例下降，成本重回下降通道。随着猪场智能化推广、母猪场及育肥场产能利用率进一步提升，我们预计成本仍有下降空间。

业绩有望继续提升，维持“买入”评级

公司产能扩张迅速，未来出栏量有支撑，预计 H2 业绩有望继续环比提升。今年生猪较为短缺，我们上调公司生猪销售价格至 30 元/公斤（前值 25 元/公斤）。我们维持对明年的生猪价格预测，并预计 22 年生猪价格为 15 元/公斤。今年仔猪供应不足，我们下调今年的出栏量预测至 300 万头（前值 350 万头）。我们预计 2020-22 年公司 EPS 分别为 3.18/2.12/2.23 元（前值 20-21 年分别为 3.36/1.56 元），参考行业可比公司 20 年 7x 的 PE(Wind 一致预期)，考虑到公司高出栏量预期，我们给予公司 20 年 8 倍 PE，上调目标价至 25.44 元（前值 16.80-20.16 元），维持“买入”评级。

风险提示：生猪价格波动，出栏量不达预期，非洲猪瘟疫情出现反复。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,160
流通 A 股 (百万股)	944.34
52 周内股价区间 (元)	8.36-20.70
总市值 (百万元)	24,004
总资产 (百万元)	10,229
每股净资产 (元)	3.81

资料来源：公司公告

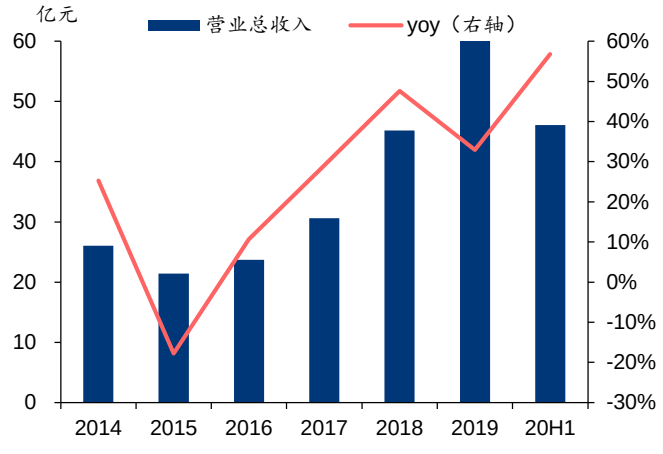
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,519	6,007	10,426	11,031	13,698
+/-%	47.63	32.93	73.57	5.80	24.18
归属母公司净利润 (百万元)	(571.96)	100.40	3,685	2,459	2,585
+/-%	(318.19)	(117.55)	3,570	(33.27)	5.10
EPS (元，最新摊薄)	(0.49)	0.09	3.18	2.12	2.23
PE (倍)	(41.97)	239.08	6.51	9.76	9.29

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

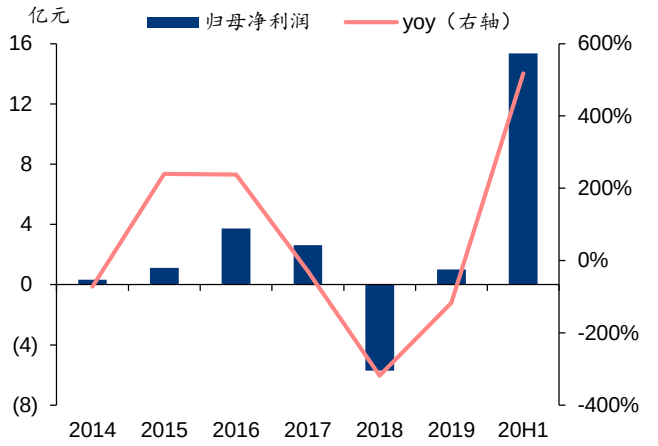
免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

图表1： 公司近年收入及增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 公司近年归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 盈利预测核心假设调整前后对比

调整项目	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
出栏量（万头）	350	450	-	300	500	700
生猪价格（元/公斤）	25	17	-	30	17	15

注：今年仔猪供应不足，我们下调今年的出栏量预测至 300 万头，同时考虑到公司能繁母猪增长迅速，我们上调明年出栏量为 500 万头，并预计 22 年出栏量为 700 万头

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 一致预测，股价截至 2020 年 8 月 18 日收盘价）

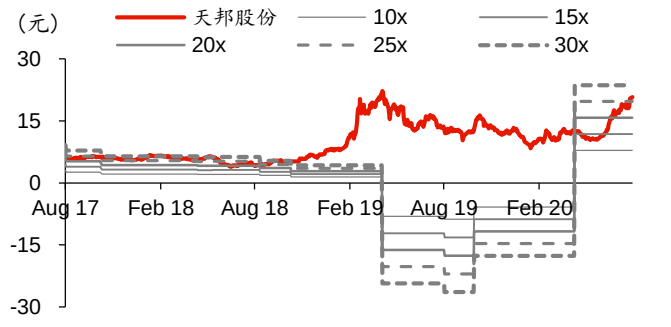
证券代码	证券名称	股票评级	最新股价（元）	最新目标价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002714 CH	牧原股份	买入	91.17	101.66-109.48	2.77	8.92	9.24	7.75	31.39	10.22	9.87	11.77
300498 CH	温氏股份	买入	24.15	30.16-32.48	2.63	4.3	3.76	2.78	12.78	5.61	6.42	8.7
002157 CH	正邦科技	无评级	24	-	0.67	3.66	4.31	3.31	24.15	6.4	5.43	7.06
均值										7.41	7.24	9.18

注：评级与目标价来源为华泰证券预测，盈利预测来源为 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

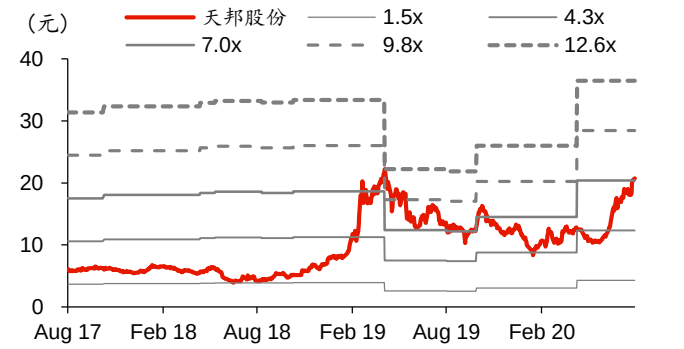
PE/PB - Bands

图表5： 天邦股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 天邦股份历史 PB-Bands



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）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,333	2,195	3,612	7,347	8,944
现金	478.56	869.84	1,296	5,068	5,326
应收账款	56.08	50.52	266.53	26.11	294.29
其他应收账款	161.10	65.91	328.12	88.78	428.91
预付账款	45.66	56.15	120.57	66.41	165.77
存货	1,491	1,054	1,383	2,000	2,506
其他流动资产	100.88	98.78	217.31	98.78	223.47
非流动资产	3,896	5,340	7,503	7,266	8,383
长期投资	95.76	164.19	177.67	180.59	169.41
固定投资	2,572	4,089	6,104	6,012	7,058
无形资产	109.85	115.83	114.26	115.63	118.10
其他非流动资产	1,119	970.43	1,108	958.53	1,037
资产总计	6,229	7,534	11,115	14,614	17,327
流动负债	3,468	4,036	3,936	5,051	5,229
短期借款	1,732	2,046	2,130	2,046	2,046
应付账款	484.52	280.83	583.94	646.98	939.04
其他流动负债	1,252	1,709	1,221	2,358	2,244
非流动负债	363.83	600.52	604.90	601.05	600.68
长期借款	10.80	8.00	12.39	8.54	8.16
其他非流动负债	353.03	592.51	592.51	592.51	592.51
负债合计	3,832	4,636	4,540	5,652	5,830
少数股东权益	16.39	16.36	7.39	0.17	(2.24)
股本	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160
资本公积	986.60	1,387	1,387	1,387	1,387
留存公积	247.73	348.13	3,557	5,750	8,182
归属母公司股东权益	2,381	2,882	6,567	8,961	11,500
负债和股东权益	6,229	7,534	11,115	14,614	17,327

现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	189.96	531.94	3,252	4,338	2,054
净利润	(575.16)	100.01	3,676	2,452	2,582
折旧摊销	396.44	391.99	528.27	667.61	721.09
财务费用	65.07	139.69	112.54	24.94	(31.02)
投资损失	69.79	(212.73)	(37.18)	(42.75)	(55.72)
营运资金变动	(118.72)	18.21	(1,028)	1,236	(1,162)
其他经营现金	352.55	94.77	(0.04)	(0.04)	(0.03)
投资活动现金	(1,710)	(1,023)	(2,655)	(387.84)	(1,782)
资本支出	1,709	1,235	2,679	427.72	1,849
长期投资	(87.43)	229.99	(13.48)	(2.92)	11.18
其他投资现金	(88.24)	441.59	10.26	36.96	78.11
筹资活动现金	1,533	793.81	(254.95)	(94.02)	(13.97)
短期借款	1,277	314.64	0.00	0.00	0.00
长期借款	1.38	(2.80)	4.38	(3.85)	(0.37)
普通股增加	386.54	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(386.54)	400.79	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	255.24	81.18	(259.34)	(90.17)	(13.60)
现金净增加额	14.13	302.60	341.85	3,856	257.94

利润表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,519	6,007	10,426	11,031	13,698
营业成本	3,991	5,186	4,966	6,894	9,183
营业税金及附加	11.30	11.45	25.27	27.74	32.00
营业费用	160.22	135.62	375.51	374.76	438.41
管理费用	313.44	438.25	936.77	946.91	1,089
财务费用	65.07	139.69	112.54	24.94	(31.02)
资产减值损失	(316.06)	(4.05)	(7.02)	(7.43)	(9.23)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(69.79)	212.73	37.18	42.75	55.72
营业利润	(490.39)	228.18	3,958	2,686	2,848
营业外收入	3.56	16.12	19.55	19.76	14.75
营业外支出	61.68	117.76	52.28	62.60	73.58
利润总额	(548.51)	126.55	3,926	2,643	2,789
所得税	26.65	26.54	249.41	190.82	206.99
净利润	(575.16)	100.01	3,676	2,452	2,582
少数股东损益	(3.20)	(0.39)	(8.96)	(7.23)	(2.41)
归属母公司净利润	(571.96)	100.40	3,685	2,459	2,585
EBITDA	(60.78)	616.97	4,548	3,342	3,479
EPS（元，基本）	(0.49)	0.09	3.18	2.12	2.23

主要财务比率

会计年度（%）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	47.63	32.93	73.57	5.80	24.18
营业利润	(291.60)	146.53	1,635	(32.15)	6.05
归属母公司净利润	(318.19)	(117.55)	3,570	(33.27)	5.10
获利能力（%）					
毛利率	11.69	13.67	52.37	37.50	32.96
净利率	(12.66)	1.67	35.35	22.29	18.87
ROE	(24.00)	3.45	55.92	27.36	22.46
ROIC	(12.51)	3.98	49.21	40.14	30.13
偿债能力					
资产负债率（%）	61.52	61.53	40.85	38.68	33.64
净负债比率（%）	70.33	66.33	21.87	(27.02)	(23.30)
流动比率	0.67	0.54	0.92	1.45	1.71
速动比率	0.21	0.24	0.51	1.03	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.87	1.12	0.86	0.86
应收账款周转率	52.88	86.59	46.69	53.11	59.82
应付账款周转率	10.05	12.28	11.16	10.79	11.07
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	(0.49)	0.09	3.18	2.12	2.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.97	2.80	3.74	1.77
每股净资产(最新摊薄)	2.05	2.49	5.66	7.73	9.92
估值比率					
PE（倍）	(41.97)	239.08	6.51	9.76	9.29
PB（倍）	10.08	8.33	3.66	2.68	2.09
EV_EBITDA（倍）	(422.93)	42.05	5.60	6.46	6.13

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，杨天明、冯鹤、陈莉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师杨天明、冯鹤、陈莉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限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
香港：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：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

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

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

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

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话: + 212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司