天邦股份（002124.SZ）

买入

2021年报及2022一季报点评：养猪迈向专业化，周期底部稳步扩张

核心观点

猪价低迷叠加粮价上涨，公司短期业绩承压明显。公司2021年营业收入达105.07亿元，同比-2.39%，归母净利亏损44.62亿元，同比-237.5%。公司2021年业绩承压主要系猪价同比大幅下滑导致生猪养殖亏损。分业务来看，生猪收入达63.50亿元，同比-20.88%，占总收入60.44%；2021年商品猪出栏量为428.01万头，同比+39.06%，销售均价18.38元/公斤，同比-64.27%。屠宰规模大幅扩张，2021年生猪屠宰量为133.13万头，总毛利为4376.97万元，头均毛利为33.05元，分别同比+307%、+52%、-63%。2022年春节后猪价大幅下滑让公司2022Q1业绩进一步承压，2022Q1实现收入16.40亿元，归母净利润-6.74亿元，分别同比-51.89%、-444.78%，2022Q1生猪出栏100.43万头，销售均价为12.2元/公斤，分别同比变动-8.85%、-59.84%。

生猪养殖主业进一步聚焦，养殖产能稳步上量。公司在年报中提出力争2022年全年生猪出栏超过500万头，生猪出栏量有望继续保持增长。截至2021年底，公司已建成母猪场产能达69.56万头，较2020年底增加10.76万头；能繁加后备母猪数量总计达47.53万头，其中，能繁母猪存栏达32.85万头，后备母猪存栏达14.68万头。此外，为了更加聚焦于以生鲜猪肉及肉制品为主体的产业链的搭建和完善，公司于2021年出售了疫苗和水产饲料子公司全部股权及猪料子公司部分股权，截止2022年1月底公司已收到相关股权转让款17.2亿元，进一步夯实了公司在周期底部的资金实力。

积极开拓食品业务，完善猪肉产业链布局。公司致力于打造和完善从养殖到深加工食品的生鲜肉及肉制品产业链，持续加码食品业务发展。2021年底公司在阜阳的“年屠宰500万头屠宰及肉品深加工项目”一期工程基本完成建设，并于2022年1月试投产运营，该项目引进了世界一流技术水平的屠宰与深加工先进工艺，是亚洲单体最大的现代化屠宰加工厂，先进的自有屠宰产能为公司发展食品业务奠定了良好基础。此外，公司食品团队亦积极扩张，食品事业部人员由2020年底的500人增加到2021 年底约1300人。品牌及渠道方面，公司自有猪肉品牌“拾分味道”在2021年被中商情报网列为“中国猪肉主要品牌”之一，同时公司持续优化渠道及产品，发展多元化销售网络，2021年生鲜销量、深加工销售额及电商销售额均取得较大增长。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：首次覆盖，给予 “买入”评级。公司为养猪专业化老牌企业，产能稳步上量，主业进一步聚焦，看好公司发展。预计公司22-24年归母净利为-22.07/12.54/30.94亿元，对应当前股价PE为-5.8/10.2/4.1 X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,764	10,507	13,421	17,840	23,372
(+/-%)	79.2%	-2.4%	27.7%	32.9%	31.0%
净利润(百万元)	3245	-4462	-2207	1254	3094
(+/-%)	3132.0%	-237.5%	50.5%	156.8%	146.7%
每股收益（元）	2.47	-2.43	-1.20	0.68	1.68
EBIT Margin	32.9%	-31.7%	-16.5%	5.2%	15.1%
净资产收益率（ROE）	37.0%	-129.2%	-177.1%	57.4%	82.9%
市盈率（PE）	2.8	-2.9	-5.8	10.2	4.1
EV/EBITDA	3.7	-12.1	-23.5	17.1	6.9
市净率（PB）	1.04	3.70	10.26	5.85	3.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·养殖业

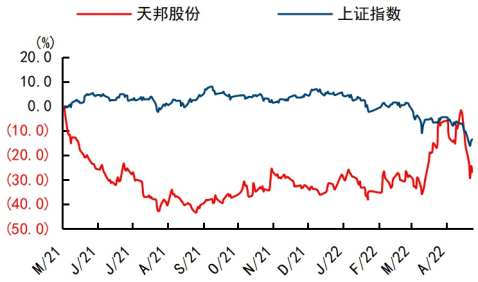
证券分析师：鲁家瑞
021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

联系人：李瑞楠
021-60893308
liruinan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	6.95元
总市值/流通市值	12781/10689百万元
52周最高价/最低价	14.66/5.35元
近3个月日均成交额	625.46百万元

市场走势

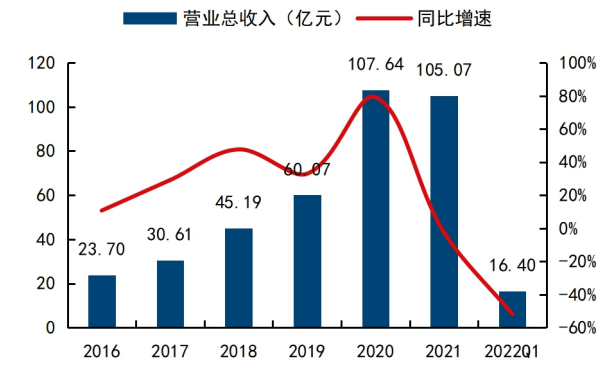


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

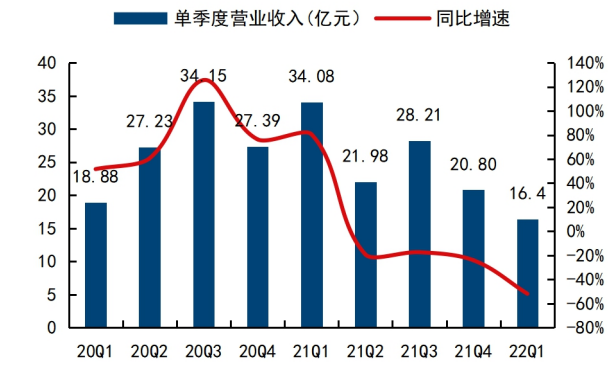
猪价低迷叠加粮价上涨，公司短期业绩承压明显。根据公司发布的 2021 年年度报告，公司 2021 年实现营业收入 105.07 亿元，较上年减少 2.39%，实现归属于母公司所有者的净利润-44.62 亿元，较上年减少 237.50%。分业务来看：**（1）生猪养殖业务：**共实现收入 63.50 亿元，同比减少 20.88%，于总收入中占比为 60.44%，其中 2021 年商品猪出栏量为 428.01 万头，销售收入 85.75 亿元，销售均价 18.38 元/公斤，分别同比变动 39.06%、-5.01%、-64.27%。虽然公司 2021 年商品猪出栏量同比扩张明显，但受猪价低迷及粮价上涨影响，公司生猪养殖板块营收规模下滑明显并陷入深亏，2021 年毛利同比减少 150.09%至-21.34 亿元。**（1）猪肉制品加工业务：**共实现收入 26.57 亿元，同比增加 95.51%，于总收入中占比为 25.28%，其中 2021 年生猪屠宰量为 133.13 万头，总毛利为 4376.97 万元，头均毛利为 33.05 元，分别同比变动 307.37%、52%、-63%。从 2022 年一季报来看，春节后猪价的大幅下滑让公司业绩进一步承压，公司 2022Q1 实现收入 16.40 亿元，归母净利润-6.74 亿元，分别同比下滑 51.89%、444.78%，其中 2022Q1 共实现生猪出栏 100.43 万头，销售收入 14.1 亿元，销售均价为 12.20 元/公斤，分别同比变动-8.85%、-53.60%、-59.84%。

图1：天邦股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



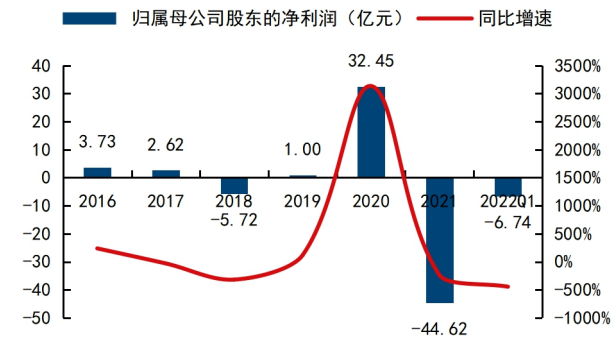
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：天邦股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



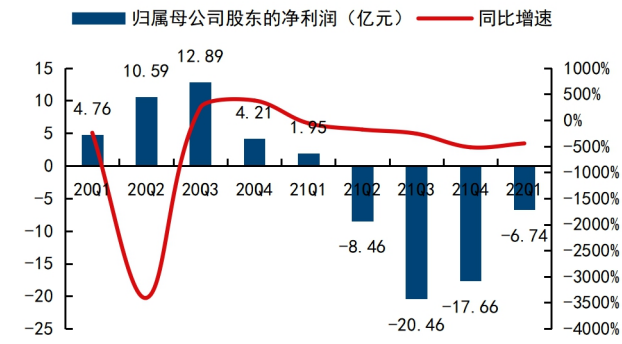
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：天邦股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

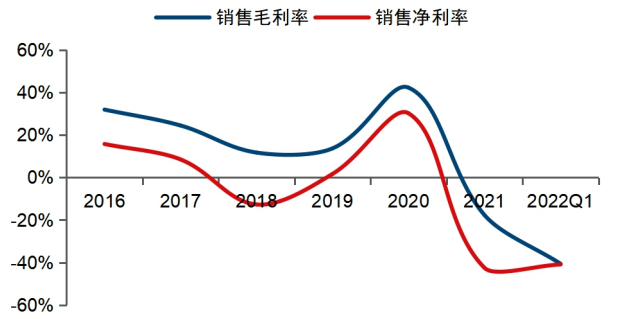
图4：天邦股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

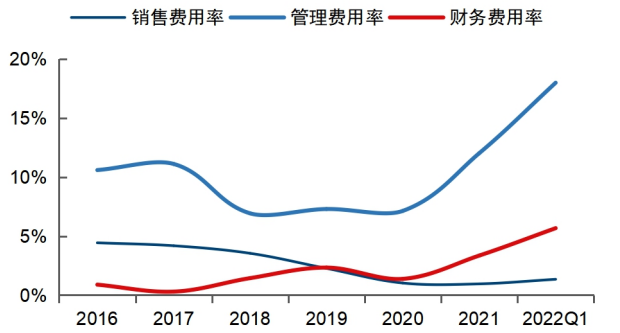
毛利率随生猪价格周期波动，财务费用率、管理费用率上升明显。2021 年销售毛利率-17.75%，同比减少 59.97pct，毛利下滑和大额存货减值计提是公司净利承压的主要原因；销售净利率-42.57%，同比减少 72.72pct。销售费用率 0.95%（-0.07pct），管理费用率 12.02%（4.89pct），财务费用率 3.35%（+1.98pct）。三项费用率合计 16.32%，同比提升 6.79pct，其中管理费用大幅增加主要系 2021 年扩张生猪养殖及屠宰业务规模，公司职能管理人员数量增加；财务费用的明显增加主要系为补充流动资金，公司银行借款增加明显，因此利息支出有所增加。

图5：天邦股份毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

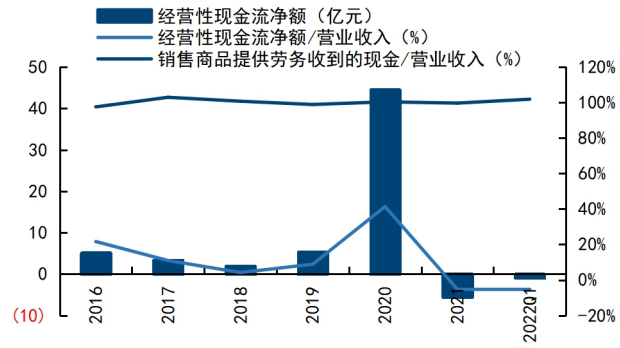
图6：天邦股份三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

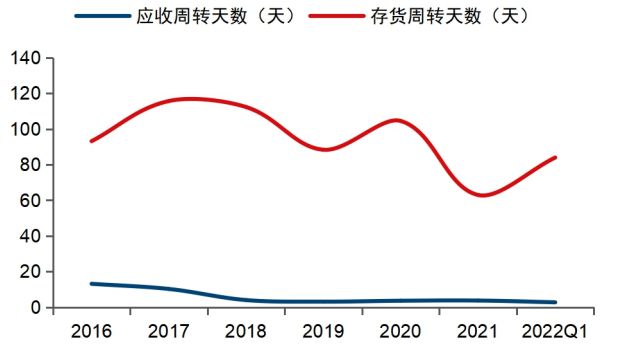
经营性现金流大幅收紧，存货周转率提升明显。2021 年经营性现金流净额-5.56 亿元（-112.49%），经营性现金流净额占营业收入比例为-5.29%（-46.66%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 99.65%（-0.69%），经营现金流猪价低迷影响而整体明显收紧。在主要流动资产周转方面，2021 年公司应收周转天数达 3.8 天（-3.03%），存货周转天数达 63.0 天（-39.69%），存货周转效率提升明显。

图7：天邦股份经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：天邦股份主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：首次覆盖，给予 “买入”评级。公司为养猪专业化老牌企业，产能稳步上量，主业进一步聚焦，看好公司发展。预计公司 22-24 年归母净利为-22.07/12.54/30.94 亿元，对应当前股价 PE 为-5.8/10.2/4.1 X。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
300498.SZ	温氏股份	20.16	1,281	-2.11	-0.22	2.04	-10	-92	10	买入
000876.SZ	新希望	14.30	644	-2.13	-0.36	0.90	-7	-40	16	买入
002714.SZ	牧原股份	53.70	2,858	1.49	1.59	5.51	36	34	10	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测（牧原股份2021年尚未公告年报，21年EPS为wind一致预测值，其余公司为实际值）

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2126	1871	1622	1873	1789
应收款项	274	214	302	392	479
存货净额	2555	1774	3669	4167	3925
其他流动资产	817	139	514	758	732
流动资产合计	**5771**	**3998**	**6107**	**7189**	**6925**
固定资产	6395	8812	9155	9858	10210
无形资产及其他	114	49	47	45	43
投资性房地产	3070	5433	5433	5433	5433
长期股权投资	151	199	329	409	489
资产总计	**15502**	**18491**	**21071**	**22934**	**23101**
短期借款及交易性金融负债	1598	3563	6471	6171	3715
应付款项	1029	2033	1931	2381	2658
其他流动负债	2434	4306	4837	5507	6250
流动负债合计	**5060**	**9902**	**13239**	**14059**	**12624**
长期借款及应付债券	794	1367	2567	2567	2567
其他长期负债	850	3512	3766	3866	3916
长期负债合计	**1644**	**4879**	**6333**	**6433**	**6483**
负债合计	**6704**	**14780**	**19572**	**20492**	**19106**
少数股东权益	17	258	254	256	260
股东权益	8781	3453	1246	2187	3734
负债和股东权益总计	**15502**	**18491**	**21071**	**22934**	**23101**

关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	2.47	(2.43)	(1.20)	0.68	1.68
每股红利	0.09	0.50	0.00	0.17	0.84
每股净资产	6.68	1.88	0.68	1.19	2.03
ROIC	46%	-34%	-22%	10%	35%
ROE	37%	-129%	-177%	57%	83%
毛利率	42%	-18%	-5%	16%	27%
EBIT Margin	33%	-32%	-17%	5%	15%
EBITDA Margin	39%	-22%	-10%	11%	20%
收入增长	79%	-2%	28%	33%	31%
净利润增长率	3132%	-237%	51%	157%	147%
资产负债率	43%	81%	94%	90%	84%
息率	0.9%	7.2%	0.0%	2.5%	12.1%
P/E	2.8	(2.9)	(5.8)	10.2	4.1
P/B	1.0	3.7	10.3	5.8	3.4
EV/EBITDA	3.7	(12.1)	(23.5)	17.1	6.9

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**10764**	**10507**	**13421**	**17840**	**23372**
营业成本	6219	12372	14069	14985	17175
营业税金及附加	17	20	24	31	43
销售费用	110	100	149	184	253
管理费用	768	1263	1282	1547	2152
研发费用	108	87	115	160	213
财务费用	148	352	282	368	304
投资收益	(38)	731	3	2	5
资产减值及公允价值变动	5	1149	200	700	30
其他收入	(120)	(2378)	(115)	(160)	(213)
营业利润	3348	(4098)	(2298)	1267	3268
营业外净收支	(96)	(300)	40	3	(2)
利润总额	**3252**	**(4399)**	**(2258)**	**1270**	**3266**
所得税费用	6	74	(45)	13	163
少数股东损益	1	(11)	(6)	3	8
归属于母公司净利润	**3245**	**(4462)**	**(2207)**	**1254**	**3094**

现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3245	(4462)	(2207)	1254	3094
资产减值准备	(6)	1190	516	183	68
折旧摊销	682	1066	844	1015	1112
公允价值变动损失	(5)	(1149)	(200)	(700)	(30)
财务费用	148	352	282	368	304
营运资本变动	(2185)	5884	(1159)	572	1318
其它	6	(1203)	(520)	(180)	(64)
经营活动现金流	**1738**	**1325**	**(2727)**	**2144**	**5499**
资本开支	0	(5814)	(1500)	(1200)	(1500)
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	**13**	**(5862)**	**(1630)**	**(1280)**	**(1580)**
权益性融资	1	283	0	0	0
负债净变化	786	573	700	0	0
支付股利、利息	(115)	(923)	0	(314)	(1547)
其它融资现金流	(1837)	4699	2908	(299)	(2456)
融资活动现金流	**(495)**	**4281**	**4108**	**(613)**	**(4003)**
现金净变动	**1256**	**(255)**	**(249)**	**251**	**(84)**
货币资金的期初余额	870	2126	1871	1622	1873
货币资金的期末余额	2126	1871	1622	1873	1789
企业自由现金流	0	(2256)	(3990)	1311	4290
权益自由现金流	0	3016	(658)	647	1546

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032