

Q2 亏损明显收窄，成本降至 17 元以内

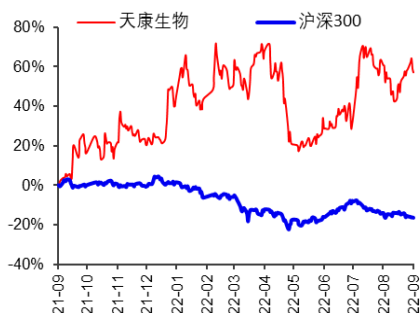
投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2022-9-1

收盘价（元）	11.64
近 12 个月最高/最低（元）	13.2/7.22
总股本（百万股）	1,354
流通股本（百万股）	1,354
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	158
流通市值（亿元）	158

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 1.《天康生物(002100): 生猪出栏量快速增长, 产业链协同助力发展》2022-06-30
- 2.《天康生物(002100)深度报告: 积极调整养殖业务, 生猪出栏稳步增长》2022-03-10

● 1H2022 扣非前亏损 9748 万元，养殖业务亏损拖累业绩

公司公布 2022 年半年报：1-6 月实现收入 80.1 亿元，同比增长 1.2%，扣非前亏损 9,748 万元，扣非后亏损 1.01 亿元。分业务看，1H2022 公司饲料业务实现利润 5,300 万元，动物疫苗业务实现利润 1.09 亿元，养殖和食品加工业务亏损 2.72 亿元，蛋白油脂业务实现利润 3,000 万元，玉米收储亏损 1,850 万元，公司业绩亏损主要是养殖业务的亏损。

● 饲料业务毛利率明显回落，动物疫苗盈利能力同比基本持平

1H2022，公司饲料业务受内部养殖规模减少及猪价低迷影响，饲料销量同比下降 2.9% 至 109.74 万吨，由于原料价格大涨推升饲料价格，公司实现饲料收入 27.5 亿元，同比增长 6.4%，但毛利率同比大幅回落 6.78 个百分点至 8.49%；公司动物疫苗业务的产品销量及盈利能力与去年基本持平，研发投入持续增长。公司玉米收储业务因销售价格变化，整体销售节奏放缓，上半年实现销售收入 12.9 亿元，同比下降 38.7%，毛利率 2.94%，同比回落 5.58 个百分点。

● Q2 生猪亏损明显收窄，成本降至 17 元以内

1H2022，公司生猪出栏量 93.15 万头，同比增长 26.5%，生猪养殖收入 7.0 亿元，同比下降 29.6%，毛利-1.5 亿元，同比转亏，屠宰加工及肉制品销售收入 15.01 亿元，同比增长 114.6%，毛利 0.49 亿元，同比大降 79.8%。上半年公司生猪业务亏损，主要是受猪价拖累，今年 1-6 月，公司商品猪出栏均价分别为 12.49 元/公斤、10.83 元/公斤、11.18 元/公斤、12.27 元/公斤、14.81 元/公斤、15.8 元/公斤，Q2 生猪出栏价格明显高于 Q1，此外，公司生猪养殖完全成本从 Q1 逾 18 元/公斤降至 Q2 不到 17 元/公斤，Q2 生猪养殖业务亏损已明显收窄。随着公司河南、甘肃生猪养殖项目的产能利用率不断提升，以及饲料原材料价格趋于平稳，生猪养殖成本有望进一步下行。我们判断猪价已步入新一轮上行周期，7 月公司商品猪销售均价已大涨至 21.23 元/公斤，下半年公司养殖盈利有望明显改善。

● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司生猪出栏量 220 万头、400 万头、500 万头，同比分别增长 37%、82%、25%；实现主营业务收入 192.9 亿元、257.6 亿元、294.7 亿元，同比分别增长 22.5%、33.5%、14.4%；对应归母净利润 6.38 亿元、23.58 亿元、31.79 亿元，对应 EPS 分别为 0.47 元、1.74 元、2.35 元。我们判断猪价已步入上行周期，现给予公司生猪头均市值 5000 元，对应生猪业务 110 亿元市值，再考虑饲料、疫苗 5 亿元净利润对应市值 100 亿元，合计市值 210 亿元，维持“买入”评级不变。

风险提示

疫情；猪价大跌。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15744	19291	25756	29466
收入同比（%）	31.3%	22.5%	33.5%	14.4%
归属母公司净利润	-686	638	2358	3179
净利润同比（%）	-139.9%	193.1%	269.3%	34.8%
毛利率（%）	9.8%	12.2%	17.9%	19.7%
ROE（%）	-9.6%	8.2%	23.2%	23.9%
每股收益（元）	-0.62	0.47	1.74	2.35
P/E	—	24.68	6.68	4.96
P/B	2.03	2.02	1.55	1.18
EV/EBITDA	52.90	19.00	7.28	5.31

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10618	13540	18972	23949	营业收入	15744	19291	25756	29466
现金	3424	5036	8413	12159	营业成本	14207	16939	21136	23664
应收账款	323	396	529	605	营业税金及附加	38	46	62	71
其他应收款	329	403	538	615	销售费用	527	422	549	631
预付账款	808	963	1202	1346	管理费用	854	769	999	1149
存货	5232	6238	7784	8715	财务费用	192	250	352	418
其他流动资产	502	504	507	509	资产减值损失	-385	0	0	0
非流动资产	6567	7902	9237	10572	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	120	120	120	120	投资净收益	30	0	0	0
固定资产	4341	5695	7050	8404	营业利润	-600	676	2406	3244
无形资产	273	323	373	423	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	1833	1763	1694	1624	营业外支出	51	25	0	0
资产总计	17185	21442	28209	34521	利润总额	-647	651	2406	3244
流动负债	6956	11435	15905	19098	所得税	32	13	48	65
短期借款	4005	8076	11917	14731	净利润	-679	638	2358	3179
应付账款	465	555	692	775	少数股东损益	7	0	0	0
其他流动负债	2486	2805	3296	3591	归属母公司净利润	-686	638	2358	3179
非流动负债	2445	1585	1525	1465	EBITDA	343	1107	2944	3851
长期借款	1964	1164	1164	1164	EPS (元)	-0.62	0.47	1.74	2.35
其他非流动负债	481	421	361	301					
负债合计	9401	13020	17430	20563					
少数股东权益	635	635	635	635					
股本	1354	1354	1354	1354					
资本公积	3299	3299	3299	3299					
留存收益	2495	3134	5491	8670					
归属母公司股东权	7148	7787	10145	13324					
负债和股东权益	17185	21442	28209	34521					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1533	294	1614	3146	成长能力				
净利润	-686	638	2358	3179	营业收入	31.3%	22.5%	33.5%	14.4%
折旧摊销	744	166	166	166	营业利润	-133.2%	212.8%	255.6%	34.8%
财务费用	206	309	440	565	归属于母公司净利	-139.9%	193.1%	269.3%	34.8%
投资损失	-30	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	799	-902	-1427	-852	毛利率 (%)	9.8%	12.2%	17.9%	19.7%
其他经营现金流	-986	1623	3862	4119	净利率 (%)	-4.4%	3.3%	9.2%	10.8%
投资活动现金流	-1775	-1583	-1578	-1589	ROE (%)	-9.6%	8.2%	23.2%	23.9%
资本支出	-1749	-1653	-1647	-1658	ROIC (%)	-2.8%	4.9%	10.9%	11.7%
长期投资	-24	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-2	70	70	70	资产负债率 (%)	54.7%	60.7%	61.8%	59.6%
筹资活动现金流	1604	2901	3341	2189	净负债比率 (%)	120.8%	154.6%	161.7%	147.3%
短期借款	-758	4070	3841	2814	流动比率	1.53	1.18	1.19	1.25
长期借款	670	-800	0	0	速动比率	0.66	0.55	0.63	0.73
普通股增加	279	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1827	0	0	0	总资产周转率	0.92	0.90	0.91	0.85
其他筹资现金流	-414	-369	-500	-625	应收账款周转率	48.69	48.69	48.69	48.69
现金净增加额	1361	1612	3377	3746	应付账款周转率	30.54	30.54	30.54	30.54

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	-0.62	0.47	1.74	2.35	P/E	—	24.68	6.68	4.96
每股经营现金流	1.13	0.22	1.19	2.32	P/B	2.03	2.02	1.55	1.18
每股净资产	5.28	5.75	7.49	9.84	EV/EBITDA	52.90	19.00	7.28	5.31

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。