

公司研究/深度研究

2019年01月14日

农林牧渔/饲料 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.99
合理价格区间(元): 8.97~11.04

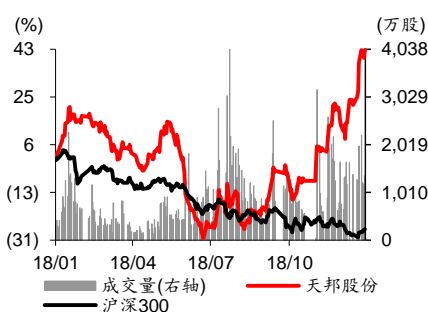
许奇峰 执业证书编号: S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

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,买入): 产能扩张仍在途, 周期大概率回升将彰显高弹性》2018.10
- 2《天邦股份(002124,买入): 成本管控得力, 产业闭环形成》2018.08
- 3《天邦股份(002124,买入): 完全成本持续下降, 放量增长可期》2018.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

降本增效, 养殖高弹性标的

天邦股份(002124)

量利双升, 给予“买入”评级

受益于行业春风以及公司生猪产能的高成长性, 我们预计, 公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.12 元、0.69 元、2.40 元。参考行业 2019 年平均 21X 估值水平, 同时结合公司目前成本控制力待提高(成长属性弱), 我们给予公司 2019 年 13-16XPE, 对应目标价 8.97-11.04 元, 给予“买入”评级。

十余载初心不改, 综合性农牧企业初长成

历经多年发展, 天邦股份已逐步成长为涉足养殖及食品加工、饲料、生物制品以及工程环保四大业务领域的综合性农牧企业, 其中, 养殖与饲料业务是公司主要收入来源。公司主要产品为食品及其相关类别中的商品肉猪、肉制生鲜产品、肉制及水产深加工产品、动物疫苗以及饲料产品等。围绕“食”, 公司提出了聚焦一个核心, 打造两条全产业链, 构筑三大服务平台支撑, 建设六大产业基地, 推进六个深度融合的“12366”核心战略, 构造具有系统性、一体化、多功能特点的综合食品解决方案。

产能收缩加剧, 猪周期加速演绎

调运政策放松不会对生猪产能收缩的趋势产生影响, 1) 各地政策落地执行仍需协调, “内紧外松”或成调运常态; 2) 疫情对养殖户心理的冲击大于调运政策本身, 具体补栏节奏要视养殖心理的修复与生猪价格的共振, 而养殖户心理修复有赖于非洲猪瘟疫情的平稳并有效控制, 中长期或较难修复。根据我们草根了解, 当前散户产能去化由强淘汰与弱补栏主导, 规模场(年出栏万头+) 产能收缩主要由弱补栏主导。综合看, 我们认为, 受非洲猪瘟疫情影响, 当前生猪产能同比下滑 5~10 个百分点, 且下滑趋势受疫情影响可能持续发酵, 我们预计 2019 年下半年将大概率迎来生猪价格向上拐点。

降本下的扩张, 养殖版图整装起航

2013 年始, 公司布局生猪养殖, 2015 年形成出栏, 2016-18 年, 生猪出栏量复合增速高达 93.40%。同时, 公司计划 2019 年投资 17 亿元左右用于产能的扩张, 我们预计, 2019 年公司出栏量可达 350 万头左右。在出栏量高速增长的同时, 公司也在不断提高养殖效率、降低养殖成本, 2018 年肥猪完全成本 12.68 元/公斤, yoy-3.2%。并且, 通过与温氏股份比较, 我们发现, 公司间毛成本差异主要体现在原料采购以及折旧两个方面, 随着公司产能不断释放, 公司与标杆公司的成本差异有望逐步缩窄。

风起周期, 给予“买入”评级

周期春风将至, 在降成本的扩张中, 公司将迎来量价双升下戴维斯双击。我们预计, 公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.12 元、0.69 元、2.40 元(原值 0.23 元、0.68 元、2.24 元)。参考行业 2019 年平均 21X 估值水平, 同时结合公司目前成本控制力还待提高(成长属性相对弱), 我们给予公司 2019 年 13-16XPE, 对应目标价 8.97-11.04 元, 给予“买入”评级。

风险提示: 非洲猪瘟疫情爆发、出栏量不及预期、产能淘汰不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,160
流通 A 股(百万股)	940.00
52 周内股价区间(元)	3.90-10.24
总市值(百万元)	9,265
总资产(百万元)	6,429
每股净资产(元)	2.65

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,370	3,061	4,730	7,366	11,848
+/-%	10.70	29.13	54.51	55.73	60.86
归属母公司净利润(百万元)	372.89	262.14	135.71	797.89	2,783
+/-%	238.18	(29.70)	(48.23)	487.93	248.86
EPS(元, 最新摊薄)	0.32	0.23	0.12	0.69	2.40
PE(倍)	24.85	35.35	68.27	11.61	3.33

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

十余载初心不改，综合性农牧企业初长成.....	4
协同发展，两产业合力纵深推进	4
一体两翼绘蓝图，创新协同谋发展.....	6
产能收缩加剧，猪周期加速演绎	8
政策放松，不改产能收缩之势	8
母猪减量叠加效率损失，产能收缩现端倪.....	9
降本下的扩张，养殖版图整装起航.....	11
弹性高，近两年出栏复合增速 93.40%.....	11
效率升，养殖成本逐年优化.....	13
盈利预测与投资建议	15
风险提示	17
PE/PB - Bands	17

图表目录

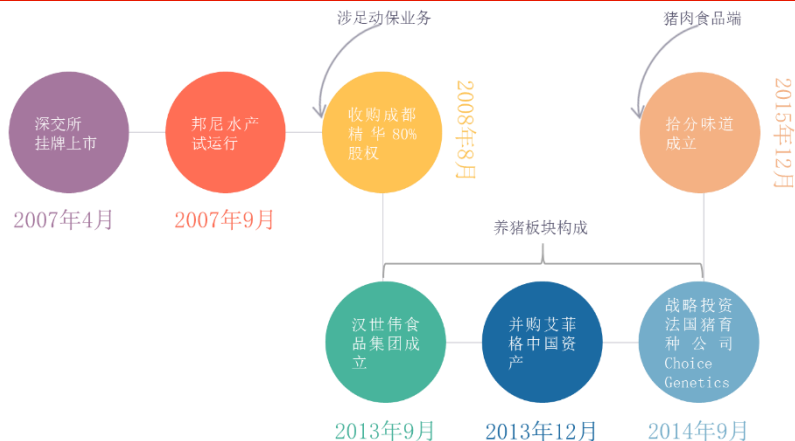
图表 1：天邦股份饲料起家，先后涉足生物制品、养殖及食品等业务，逐步成长为综合性农牧企业	4
图表 2：天邦股份业务板块组织架构.....	4
图表 3：围绕“食”，天邦股份打造“12366”核心战略，构造综合食品解决方案.....	5
图表 4：2007-18H，公司营业收入及增速（内部抵消后）.....	5
图表 5：2007-18H，归属母公司净利润及增速（内部抵消后）.....	5
图表 6：2018H，养殖和饲料业务营收贡献 9 成左右	5
图表 7：2018H，养殖和饲料业务毛利润贡献 80%+	5
图表 8：天邦股份种猪性能	6
图表 9：天邦股份“两点式”生猪养殖模式.....	6
图表 10：2014-18H，天邦股份水产饲料营业收入及增速	7
图表 11：2014-18H，天邦股份畜禽饲料营业收入及增速.....	7
图表 12：2014-18H，天邦股份水产饲料销量及增速.....	7
图表 13：2014-18H，天邦股份畜禽饲料销量及增速.....	7
图表 14：2014-18H，天邦股份动物保健业务营收、增速及外销占比	7
图表 15：2014-18H，天邦股份食品业务收入及增速.....	7
图表 16：生猪调运政策调整前后对比（农业农村部 29、33 号文和 23 号文对比）.....	8
图表 17：2018 年 8 月以来，非洲猪瘟疫情发生频率	9
图表 18：2018 年以来，散户养殖结构中能繁母猪存栏占比	9
图表 19：2018 年以来，规模场养殖结构中能繁母猪存栏占比.....	9
图表 20：2013-17 年，我国养猪业 psy 变化.....	10
图表 21：2017-18，天邦股份生猪出栏复合增速 93.40%.....	11
图表 22：2017-18，牧原股份生猪出栏复合增速 88.04%.....	11

图表 23: 2017-18, 温氏股份生猪出栏复合增速 14.10%.....	11
图表 24: 2017-18, 正邦科技生猪出栏复合增速 56.41%.....	11
图表 25: 2016-18 前三季度, 天邦股份在建工程规模.....	12
图表 26: 2016-18 前三季度, 天邦股份固定资产规模.....	12
图表 27: 2016-18 前三季度, 天邦股份生产性生物资产规模.....	12
图表 28: 截至 2018 年 12 月 29 日, 天邦股份股权结构.....	12
图表 29: 天邦股份生猪养殖投资概算 (2016 年非公开发行)	12
图表 30: 天邦安徽核心场、广西核心场引种量	13
图表 31: 天邦股份生猪产能主要集中在桂、苏、皖及湘赣鄂四个区域.....	13
图表 32: 2017 年以来, 天邦股份各月育肥猪养殖完全成本对比	13
图表 33: 2018 年 3 月以来, 天邦股份各月生猪养殖完全成本走势	13
图表 34: 2018 年, 天邦股份各月商品猪出栏均重走势.....	13
图表 35: 2011-18 年, 行业主要公司养殖完全成本对比	13
图表 36: 2017 年, 天邦股份生猪养殖四项成本比例情况	14
图表 37: 2017 年, 温氏股份生猪养殖四项成本比例情况	14
图表 38: 天邦股份主要产品收入预测.....	15
图表 39: 天邦股份主要产品收入预测.....	16
图表 40: 天邦股份可比公司盈利预测 (采用 Wind 一致预期, 最新股价为 2018 年 1 月 11 日收盘价)	16
图表 41: 天邦股份历史 PE-Bands	17
图表 42: 天邦股份历史 PB-Bands	17

十余载初心不改，综合性农牧企业初长成 协同发展，两产业合力纵深推进

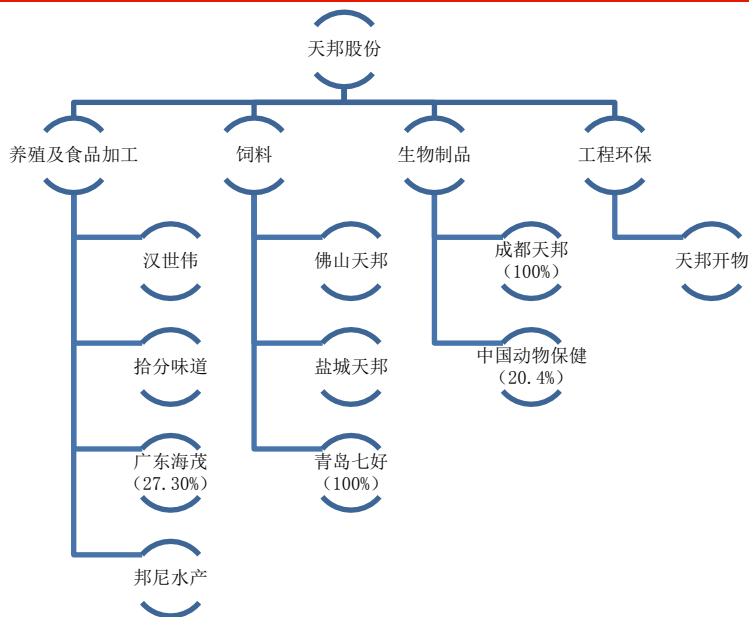
天邦股份前身为余姚市天邦饲料科技有限公司，成立之初主营水产饲料业务。2008年公司收购成都精华生物制品有限公司（后改名成都天邦）涉足动物保健领域，2013年公司成立汉世伟食品集团有限公司，业务重心开始向养殖环节倾斜。截至目前，公司已逐步成长为涉足养殖及食品加工、饲料、生物制品以及工程环保四大业务领域的综合性农牧企业。

图表1：天邦股份饲料起家，先后涉足生物制品、养殖及食品等业务，逐步成长为综合性农牧企业



资料来源：公司官网，华泰证券研究所注，2019年1月，公司受让成都天邦另外20%股权，成都天邦成为公司全资子公司

图表2：天邦股份业务板块组织架构



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司主要产品为食品及其相关类别中的商品肉猪、肉制生鲜产品、肉制及水产深加工产品、动物疫苗以及饲料产品等。围绕“食”，公司提出了聚焦一个核心，打造两条全产业链，构筑三大服务平台支撑，建设六大产业基地，推进六个深度融合的“12366”核心战略，构造具有系统性、一体化、多功能特点的综合食品解决方案。

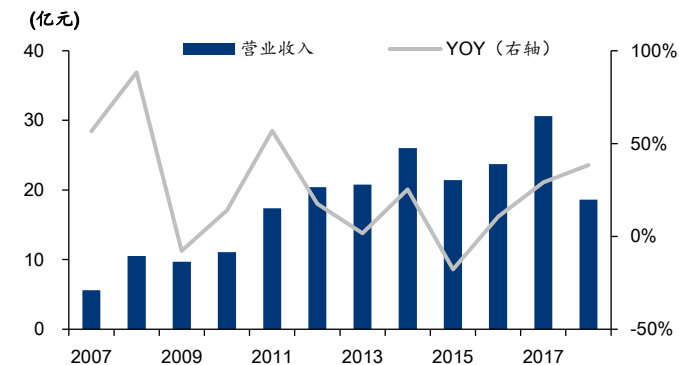
图表3：围绕“食”，天邦股份打造“12366”核心战略，构造综合食品解决方案



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

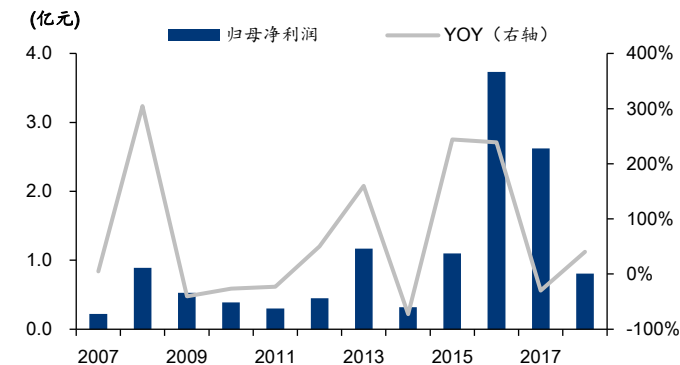
养殖与饲料业务是公司主要收入来源，但养殖周期波动性较大。2018H，天邦股份营收18.62亿元，yoy+38.35%，归属母公司净利润0.81亿元。其中，养殖和饲料业务是公司收入主要来源，分别占比58.38%、31.58%，两者贡献9成左右的收入份额。毛利润方面，2018H，公司实现毛利润2.51亿元，yoy-24.65%，其中养殖业务贡献31.47%、饲料业务贡献50.20%。但是公司养殖业务受周期影响比较大，对公司收入、业绩的贡献相对其他业务波动性较大。

图表4：2007-18H，公司营业收入及增速（内部抵消后）



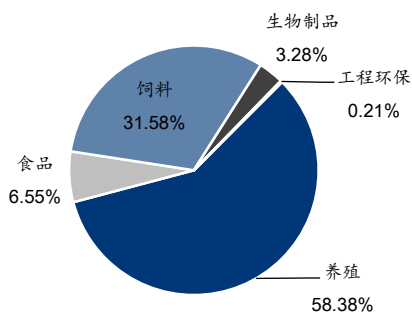
资料来源：公司年报、半年报，华泰证券研究所

图表5：2007-18H，归属母公司净利润及增速（内部抵消后）



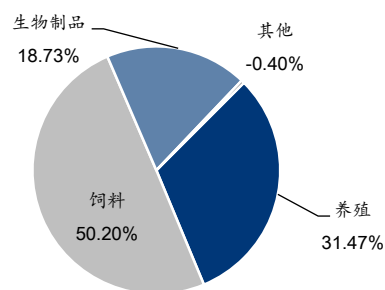
资料来源：公司年报、半年报，华泰证券研究所

图表6：2018H，养殖和饲料业务营收贡献9成左右



资料来源：公司半年报，华泰证券研究所

图表7：2018H，养殖和饲料业务毛利润贡献80%+



资料来源：公司半年报，华泰证券研究所

一体两翼绘蓝图，创新协同谋发展

基因育种，按图索骥。公司于 2014 年 8 月 14 日通过全资子公司汉世伟认购全球领先猪育种公司 Choice Genetic(CG)公司 40.69%股份。CG 是一家全球性猪育种公司，选育平台包括 CT 技术、全基因组选育、个体和群体饲料转换选育、疫病耐受力的选育等。公司坚持与 CG 联合育种，采用基因组选择技术、海量数据库信息提高选种准确性。选种方面，天邦选种小组从美国 CG 核心场引进 CG 曾祖代猪为公司提供质高猪种，同时利用引进猪种培育自有种猪。目前，公司从四个方面展开种猪育种工作，1) 通过对数千头种猪的组织/DNA 样本收集，建群体表型数据库，利用这些数据对猪的性状进行遗传参数估计；2) 利用 CT 扫描算法测定猪的骨骼、肌肉和脂肪比例；3) 与美国 CG 联合育种，同时利用海量数据库信息对待选的种猪进行遗传评估，提高选种准确性；4) 通过对猪进行屠宰试验测定肉质性状，计划将肉质性状与基因组测定挂钩以建立基因组评估方法，选择具有优质肉品的猪，培育肉质鲜美的品种。

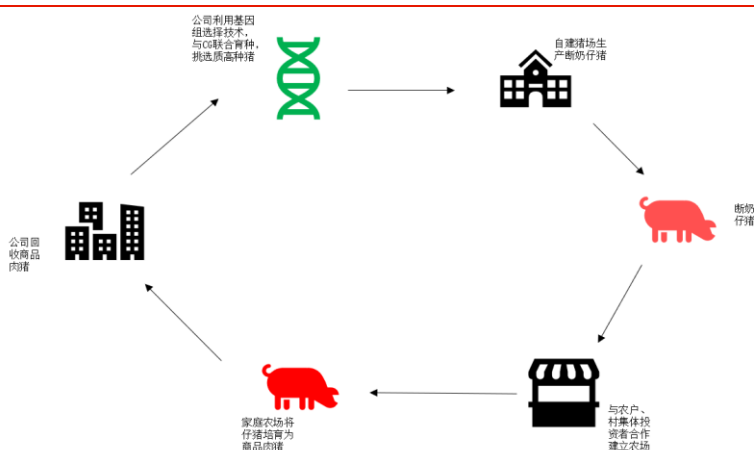
图表8：天邦股份种猪性能

性能指标	长白母猪	大约克母猪	皮特兰公猪	杜洛克公猪
产仔数(头)	14.3	14.8	11.8	11.8
产活数(头)	13.3	13.6	10.0	10.0
初生重量(kg)	1.4	1.4	1.5	1.5
21天断奶重量(kg)	7.0	6.7	7.0	7.0
100kg 体重日龄(天)	138	143	137	137
料肉比(17-24周)	2.37	2.23	2.33	2.33
100kg 背膘厚(mm)	11.8	10.4	9.3	9.3

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

“两点式”养殖，化整为零。即“公司+家庭农场(年均出栏 2000 头左右)”养殖模式，一方面公司自建猪场生产断奶仔猪，另一方面家庭农场将仔猪培育成商品肉猪，公司提供断奶仔猪成长期间需要的饲料及疫苗，并将长大后的商品肉猪回收，通过自有屠宰场、批发商及其他屠宰场实现销售。这种经营方式使公司与农户、村集体或投资者合作，扩大养殖规模降低生产成本，减少猪群循环感染疾病的风险。目前汉世伟集团的养殖生产管理逐步成熟，公司支持养殖发展，为汉世伟承担猪饲料的高效供应和降本支持。截至 2018H，公司拥有 36 个母猪场生产断奶仔猪，5 个公猪站进行精液生产，生产母猪存栏达 16.91 万头(我们估计 18 年生产母猪存栏 19 万头左右)，比期初增加 20.10%。

图表9：天邦股份“两点式”生猪养殖模式

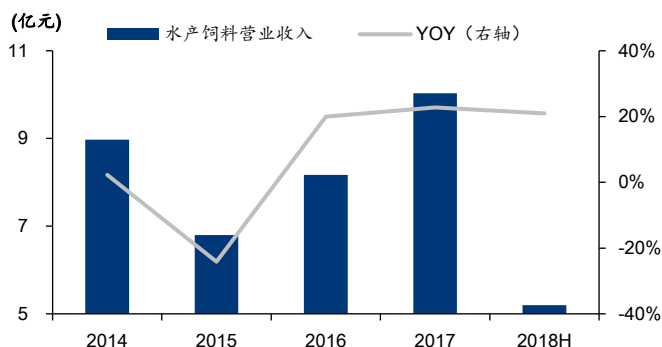


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

饲料业务构建合作协同模式显成效。公司聚焦“全熟化+醇香型”高端水产饲料市场化业务，布局虾蟹料、龟鳖蛙料、名特优鱼料、海水鱼料、冷水鱼料重点产品线，实行饲料公司专业职能线+分子公司生产基地+外销单元协同分工。2017 年的饲料业务在完成产销匹配的布局下，与营销团队合作作为区域性虾苗添加饲料，突破虾料销售的增长瓶颈，当年全熟化虾料销量增长 150%，品牌效应逐步形成。2018H，公司水产饲料销售 8.31 万吨，

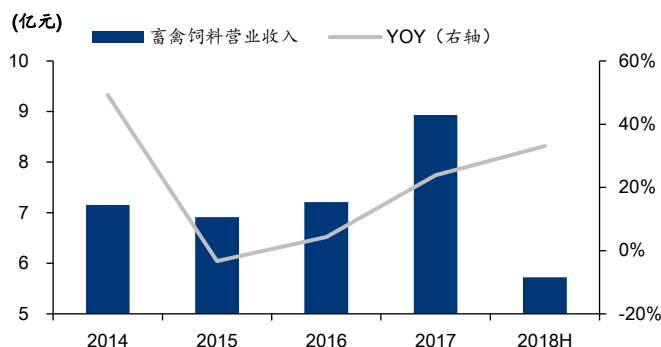
yoy+24.80%，实现销售收入 5.20 亿元，yoy+20.93%。猪饲料方面，2018H，公司猪饲料产量 18.92 万吨，主要是保障内部养殖，yoy+26.38%。此外，2018H，公司通过外部 OEM 代工方式为公司生猪养殖业务提供猪饲料 18.6 万吨。

图表10： 2014-18H，天邦股份水产饲料营业收入及增速



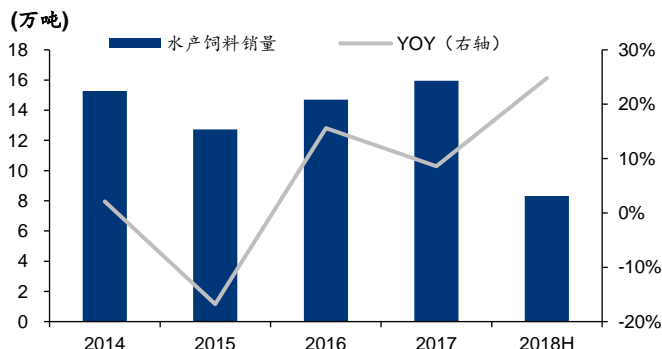
资料来源：公司年报、半年报，华泰证券研究所

图表11： 2014-18H，天邦股份畜禽饲料营业收入及增速



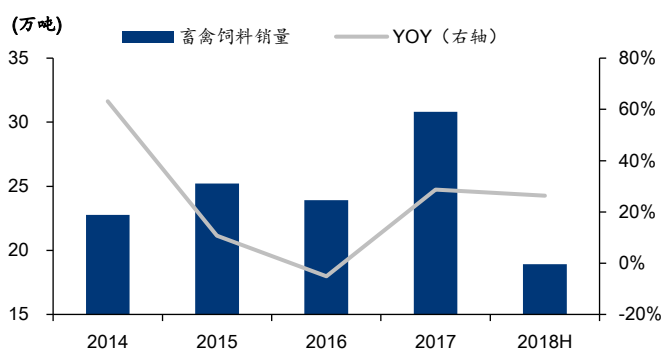
资料来源：公司年报、半年报，华泰证券研究所

图表12： 2014-18H，天邦股份水产饲料销量及增速



资料来源：公司年报、半年报，华泰证券研究所

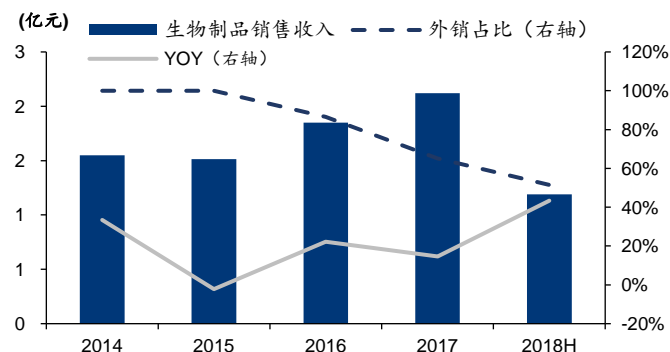
图表13： 2014-18H，天邦股份畜禽饲料销量及增速



资料来源：公司年报、半年报，华泰证券研究所

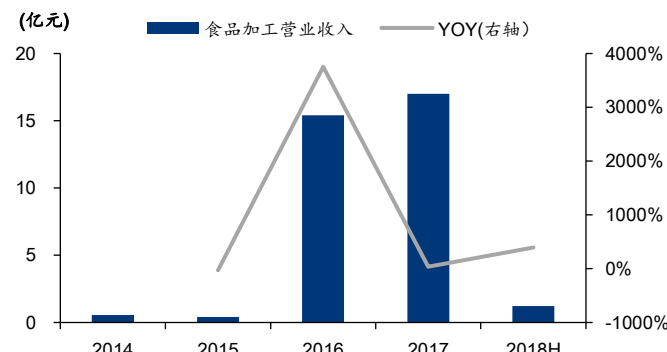
动保稳重求进，食品双管齐下。1) 动物保健业务，公司采用经销与直销模式相结合的销售模式，2018H，公司生物制品业务实现营收 1.19 亿元，yoy+43.37%，其中，内销 0.58 亿元。公司全资子公司成都天邦专门负责动物疫苗的研发生产与销售，产品主要是针对畜禽主要疾病的疫苗（比如，猪瘟活疫苗、猪圆环病毒 2 型灭活疫苗、禽流感三联灭活疫苗等）。此外，为丰富公司产品储备，公司于 2017 年通过全资子公司收购中国动物保健品有限公司 20.4% 的股权，使公司成为国内不多的拥有口蹄疫疫苗生产资质的企业之一。2) 食品业务，2018H，公司肉食品及水产品等实现营收 1.22 亿元，yoy+395.07%。肉食品方面，拾分味道以电商平台销售作为新的利润增长点，逐步形成在各区的分销和代理运营模式。水产食品方面，主要由邦尼水产负责，原料优先采购公司水产饲料客户的养殖品，对采购品 100% 做质检。

图表14： 2014-18H，天邦股份动物保健业务营收、增速及外销占比



资料来源：公司年报、半年报，华泰证券研究所

图表15： 2014-18H，天邦股份食品业务收入及增速



资料来源：公司年报、半年报，华泰证券研究所

产能收缩加剧，猪周期加速演绎 政策放松，不改产能收缩之势

2018年12月27日，农业农村部发布《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》，对前期调运政策进行一定修正，修正方向以放松为主，主要表现在，1) 生猪调运方面，取消疫区相邻省生猪调运限制，疫区县内（符合相关条件的）实现养殖企业与屠宰企业“点对点”调运，非疫区县本省范围内调运放开，不再区分疫情数量，并且放松种猪、商品仔猪调运限制；2) 生猪产品方面，不区分疫情数量，疫情县以外地区生猪产品可以跨区域调运，疫情县生猪产品检测检疫合格后可在本省范围内调运。

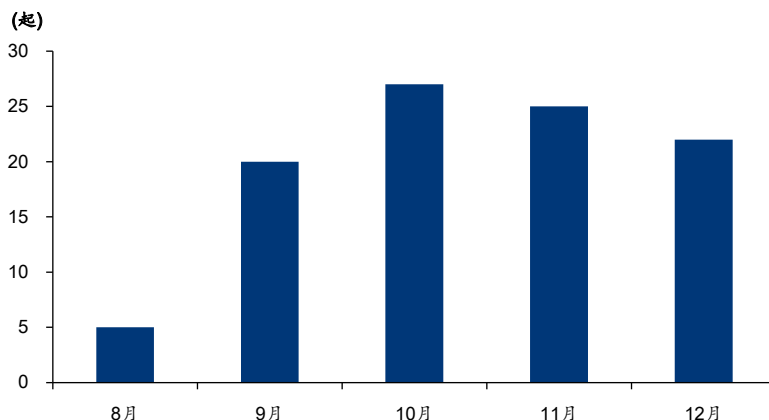
图表16：生猪调运政策调整前后对比（农业农村部29、33号文和23号文对比）

	原政策（29、33号文）	现政策（23号文）	变化
生猪调运政策	<p>限制疫情省内生猪调运。发生疫情的县、市、省，暂停生猪调出本县、本市、本省，关闭省内所有生猪交易市场。有2个以上（含2个）县发生疫情的市，暂停该市所辖各县生猪调出本县。有2个以上（含2个）市发生疫情的省，暂停该省所辖各市生猪调出本市。</p> <p>与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省调运，并暂时关闭省内所有生猪交易市场。暂停时间从任一相邻省发生疫情至其全部相邻省疫情解除封锁前。</p> <p>疫区所在省的种猪，经实验室非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，方可调出本省</p>	<p>疫区所在的县暂停生猪及生猪产品调出本县，疫区所在的省暂停生猪调出本省。疫区所在县内的生猪养殖企业符合条件的，可在本省范围内与屠宰企业实施出栏肥猪“点对点”调运。</p> <p>疫区所在县的种猪、商品仔猪经非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，可在本省范围内调运。疫区所在县以外的种猪、商品仔猪经非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，可调出本省。</p>	<p>取消疫区相邻省生猪调运限制；疫区县内（符合相关条件的）实现养殖企业与屠宰企业“点对点”调运，非疫区县本省范围内调运放开，不再区分疫情数量。</p> <p>非疫区省以及疫区县以外地区种猪、商品仔猪可实现跨省调运</p>
生猪产品调运政策	<p>规范生猪产品调运。有1起疫情的县，暂停该县生猪产品调出该县所在市，暂停该市所辖其余各县生猪产品调出本省；有2起以上（含2起）疫情的县，暂停该县生猪产品调出本县，暂停该县所在市所辖其余各县生猪产品调出本市。有2个以上（含2个）县发生疫情的市，暂停该市所辖县生猪产品调出本市。有2个以上（含2个）市发生疫情的省，暂停该省所辖市生猪产品调出本省。</p>	<p>疫区所在县的屠宰企业，其生猪产品经非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，可以在本省范围内调运。</p>	<p>不区分疫情数量，疫情县以外地区生猪产品可以跨区域调运，疫情县生猪产品检测检疫合格后可在本省范围内调运</p>

资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

我们认为，生猪及其产品调运政策的放松不会对生猪产能收缩的趋势产生影响，1) 各地政策落地执行仍需协调，“内紧外松”或成未来一段时间生猪及其产品调运的常态；2) 疫情对养殖户心理的冲击大于调运政策本身，政策放松仅是养殖户消化前期压栏、缓解周转压力的充要条件，并不是补栏的充要条件，具体补栏节奏要视养殖心理的修复与生猪价格的共振，而养殖户心理修复有赖于非洲猪瘟疫情的平稳并有效控制，从这个角度看，养殖户心理短期内可能难以得到修复，尤其是2019年1月2日，黑龙江明水73000头生猪存栏的猪场出现非洲猪瘟疫情之后。

图表17: 2018年8月以来,非洲猪瘟疫情发生频率

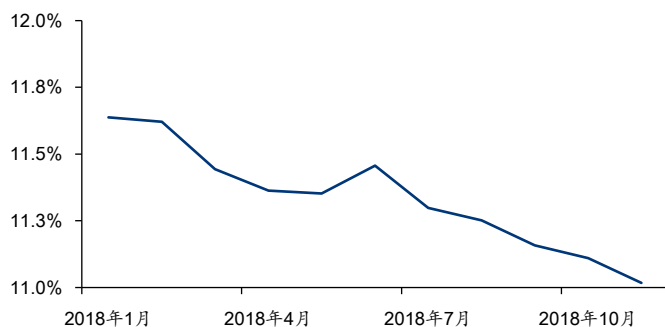


资料来源: 兽医局, 华泰证券研究所

母猪减量叠加效率损失, 产能收缩现端倪

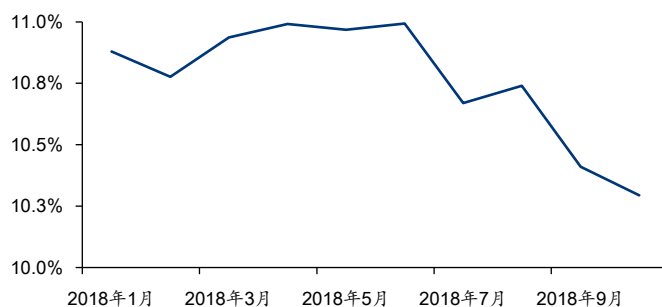
面对非洲猪瘟疫情, 不同规模养殖主体采取的养殖策略不尽相同, 但整体都表现出产能去化趋势。1) 散户(年出栏以500头以下为主)强淘汰与弱补栏并行, 根据我们草根了解, 2018年11月, 散户能繁母猪存栏量同比下滑15%左右, 远超自然淘汰速度; 2) 规模场(年出栏万头+)弱补栏主导产能收缩, 根据我们草根了解, 2018年11月, 规模场能繁母猪存栏量同比下滑1.5%左右, 补栏积极性受损。

图表18: 2018年以来, 散户养殖结构中能繁母猪存栏占比



资料来源: 草根访谈, 华泰证券研究所

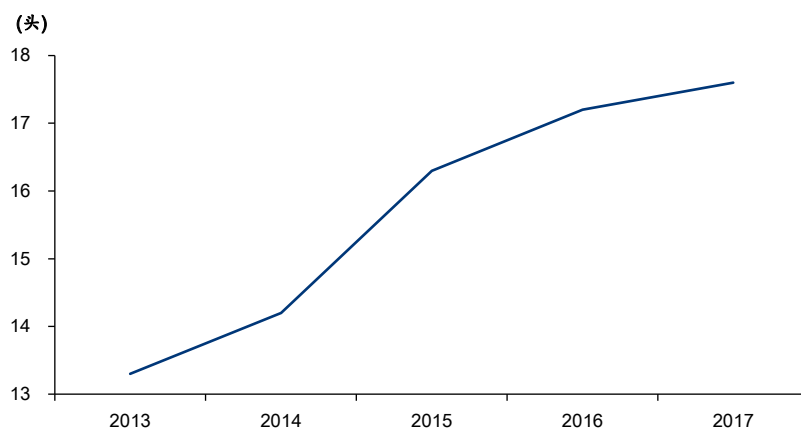
图表19: 2018年以来, 规模场养殖结构中能繁母猪存栏占比



资料来源: 草根访谈, 华泰证券研究所

此外, 非洲猪瘟疫情本身因素以及母猪更新节奏的放缓也将导致母猪整体养殖效率的降低, 集中体现在psy指标上。根据布瑞克统计, 2000年以来, 我国养猪业psy快速提升, 从2000年初的12头左右, 提升到2017年的17.5头左右, 年均提升3个百分点左右。我们认为, 在当前非洲猪瘟疫情难以有效控制下, 未来2~3年我国养猪业整体psy提升速度将受到影响。综合看, 我们认为, 受非洲猪瘟疫情影响, 2018年生猪产能同比下滑5~10个百分点, 且下滑趋势受疫情影响或将持续发酵, 猪周期加速演绎, 我们预计, 2019年下半年将迎来生猪价格向上拐点。

图表20: 2013-17年, 我国养猪业 psy 变化

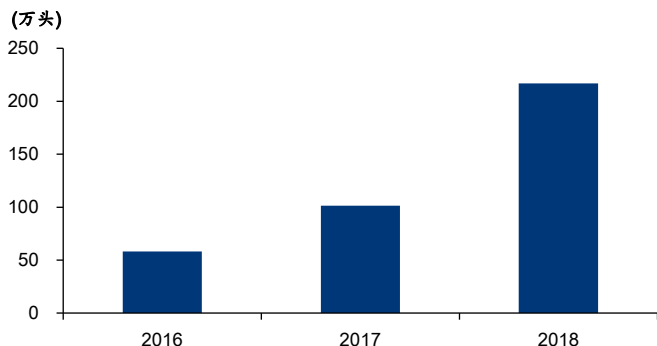


资料来源: 布瑞克, 华泰证券研究所

降本下的扩张，养殖版图整装起航 弹性高，近两年出栏复合增速 93.40%

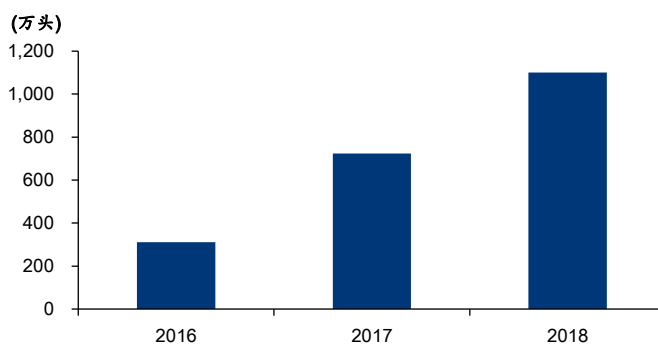
2017-18年，生猪出栏复合增速高达93.40%。2013年开始，公司战略布局生猪养殖业务，2015年底形成出栏，2016年生猪出栏规模开始高速增长，2016-18年，公司生猪出栏量分别达到58.01万头（含仔猪12.90万头）、101.42万头（含仔猪7.87万头）以及216.97万头，两年复合增速高达93.40%。同时，我们预计2019年公司出栏规模延续高速增长，出栏量可达350万头左右。

图表21：2017-18，天邦股份生猪出栏复合增速 93.40%



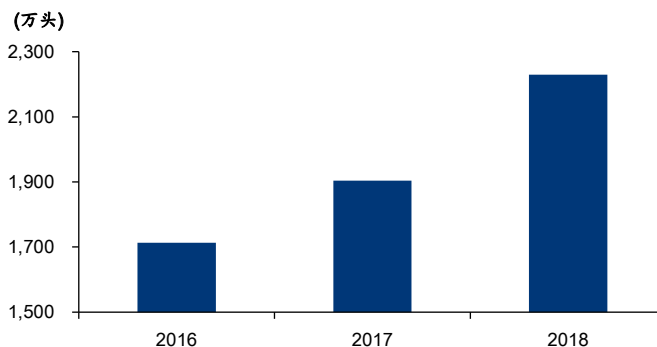
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表22：2017-18，牧原股份生猪出栏复合增速 88.04%



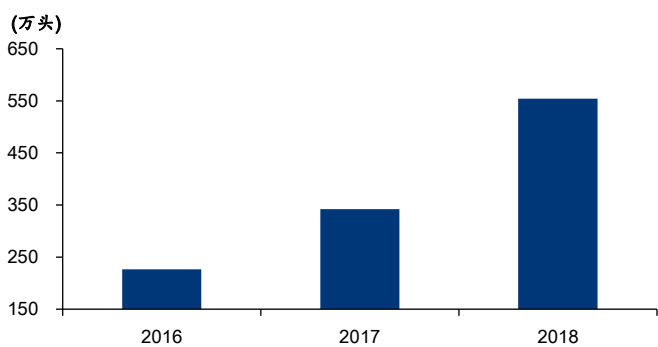
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表23：2017-18，温氏股份生猪出栏复合增速 14.10%



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

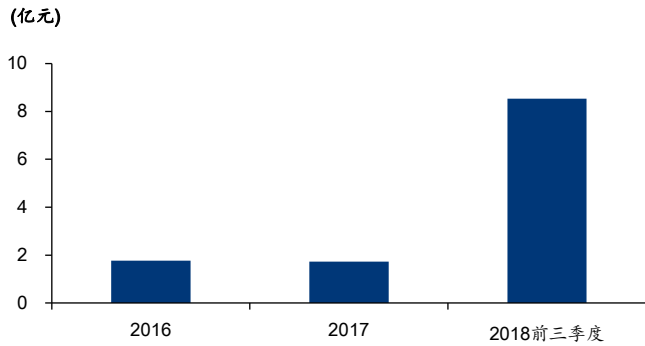
图表24：2017-18，正邦科技生猪出栏复合增速 56.41%



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

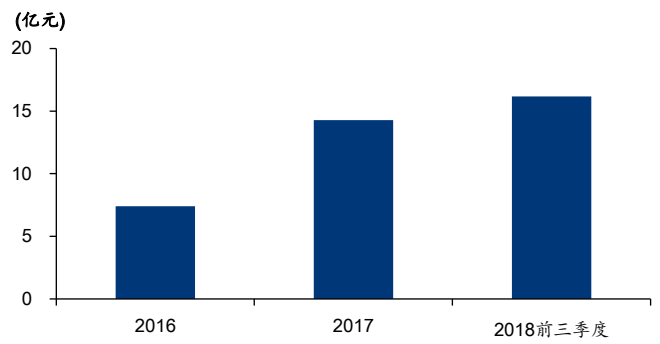
养殖产能高速扩张背后除了公司管理层战略重心的倾斜外，也离不开公司持续的高投入。2016年开始，公司在建工程和固定资产相继高速增长，生产性生物资产也得到充实。此外，公司计划2019年继续投资17亿元左右，用于产能的扩张，估算可对应形成180万头左右的出栏规模。2018年底，浙江农发集团完成对公司3.04%股权的要约收购（要约价格6元/股），与天邦股份形成战略合作关系，增强公司融资扩张能力。

图表25: 2016-18 前三季度, 天邦股份在建工程规模



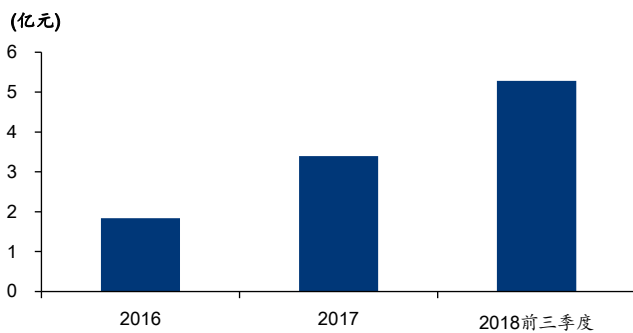
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表26: 2016-18 前三季度, 天邦股份固定资产规模



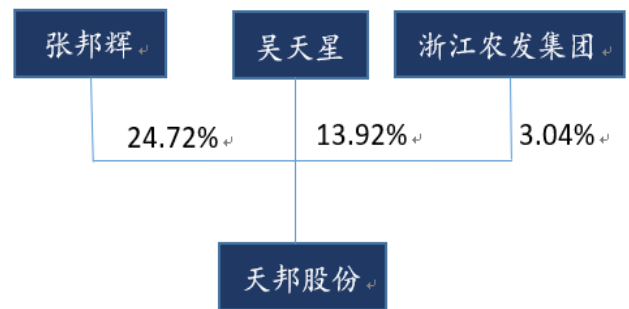
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表27: 2016-18 前三季度, 天邦股份生产性生物资产规模



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表28: 截至2018年12月29日, 天邦股份股权结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

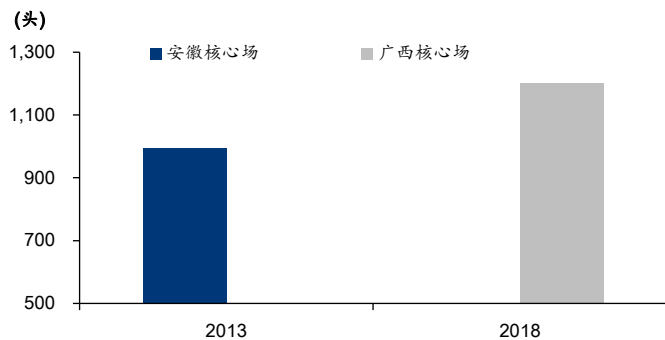
图表29: 天邦股份生猪养殖投资概算 (2016年非公开发行)

项目名称	年产能 (万头)	投资额 (万元)	头均投资额 (元/头)
黄花塘循环农业产业园	37.50	36000.00	960.00
960.00 黄徐庄现代化生猪养殖	30.00	29540.00	984.67
中套现代化生猪养殖	30.00	29770.00	992.33
无为县现代化生猪养殖	15.50	14208.75	916.69
岑溪市现代化生猪养殖	30.00	29612.50	987.08
繁昌县现代化生猪养殖	15.50	15056.25	971.37
合计	158.50	154187.50	972.79

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

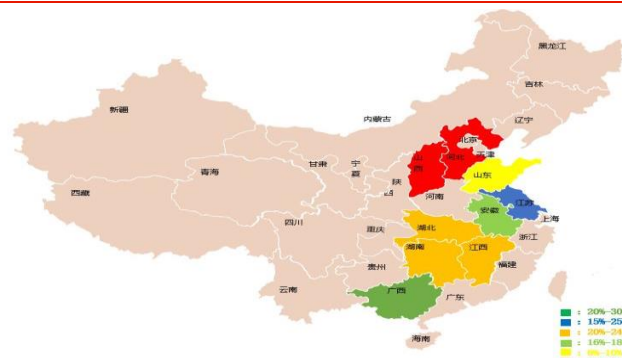
公司产能主要集中在广西、江苏、安徽以及湘赣鄂大区, 四区域生猪出栏占比 85%左右。目前, 天邦股份拥有两个核心场、三个扩繁场, 核心场分布在安徽和广西, 扩繁场分布在安徽、广西和山西。从生猪出栏地域分布看, 公司生猪产能主要集中在广西、江苏、安徽以及湘赣鄂大区, 四地区生猪出栏比例 85%左右。

图表30: 天邦安徽核心场、广西核心场引种量



资料来源: 中国种猪网, 华泰证券研究所

图表31: 天邦股份生猪产能主要集中在桂、苏、皖及湘赣鄂四个区域

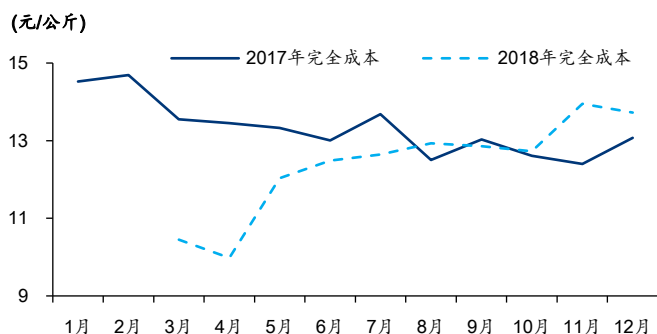


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

效率升, 养殖成本逐年优化

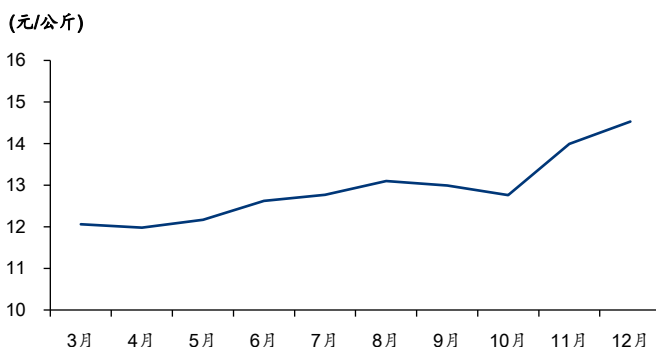
公司生猪养殖完全成本逐年下降, 根据公司公告披露, 2018年肥猪完全成本 12.68 元/公斤 (不含总部管理费用), yoy-3.21%。横向对比看, 公司养殖完全成本仍然较高, 主要是由于, 1) 2018Q1 公司新投产的 6 个母猪场产能在 9 月以后充分释放, 期间单位断奶仔猪成本较高; 2) 8 月以后, 公司为预防非洲猪瘟提高了生物安全防护等级, 改分批销售为一次性清栏销售, 甚至提前出栏, 导致出栏均重下降, 单位分摊费用增加; 3) 受到非洲猪瘟禁运措施的影响, 公司种猪不能跨省调运, 新场进猪推迟, 部分母猪场也无法按原计划补充后备, 公司近万头留种的后备猪作为肥猪销售, 而后备猪的成本高于肥猪。

图表32: 2017年以来, 天邦股份各月育肥猪养殖完全成本对比



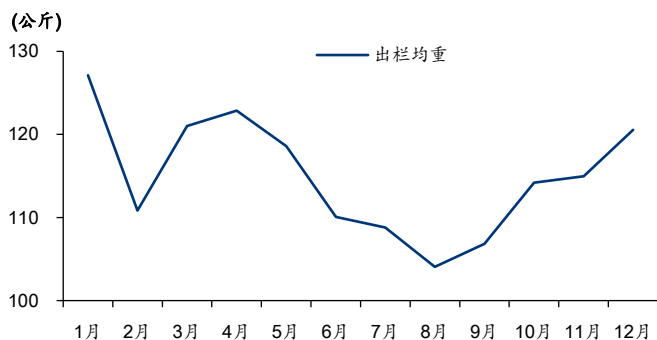
资料来源: 公司年报、销售简报, 华泰证券研究所

图表33: 2018年3月以来, 天邦股份各月生猪养殖完全成本走势



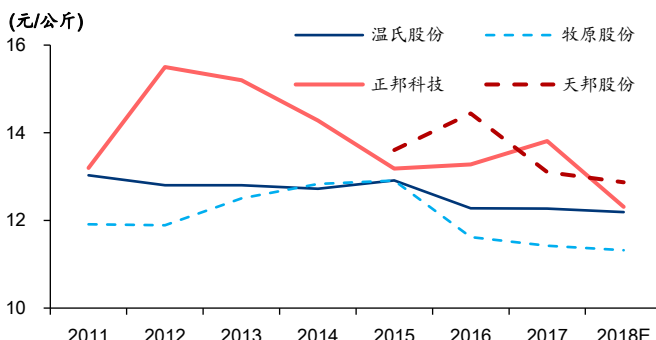
资料来源: 销售简报, 华泰证券研究所

图表34: 2018年, 天邦股份各月商品猪出栏均重走势



资料来源: 销售简报, 华泰证券研究所

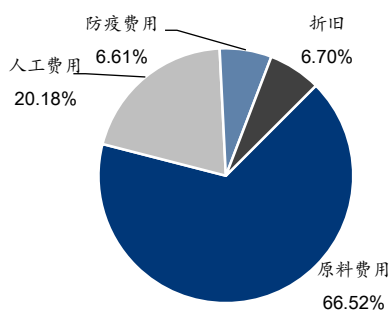
图表35: 2011-18年, 行业主要公司养殖完全成本对比



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 注, 除天邦股份外, 其余公司 2018 年数据为估算值

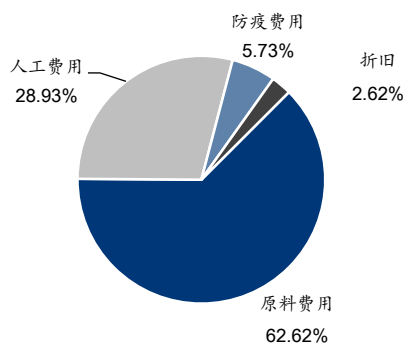
具体地，将 2017 年天邦股份与温氏股份生猪养殖毛成本简单对比（四个方面，原料、人工、防疫以及折旧），我们发现，天邦股份主要在原料成本控制以及折旧方面仍有改善空间，其中主要在原料成本控制，随着公司产能的逐步释放，折旧的差异会趋小。（注，由于 2017 年天邦股份生猪出栏中仔猪占比不高，对比中未将仔猪部分剔除，这在一定程度上放大了对比差异，但不会改变差异方向。）

图表36： 2017 年，天邦股份生猪养殖四项成本比例情况



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表37： 2017 年，温氏股份生猪养殖四项成本比例情况



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

盈利预测与投资建议

目前，天邦股份涉足四大业务板块，分别是养殖及食品加工、饲料、生物制品以及工程环保，不论从收入体量还是利润角度看，养殖及食品加工、饲料、生物制品三个业务板块是公司的主要贡献来源。

饲料方面，1) 水产料，公司聚焦高端水产饲料市场化业务，凭借产销基地的合理布局及专业技术优势，开拓国内市场，市场需求稳步提升。按照2011-17年水产料8%左右的行业复合增速，我们预计，2018-20年，公司水产料的销量分别达到17.21万吨、18.57万吨、20.04万吨。饲料售价采用成本加成方式，成本端原料价格相对稳定，因地饲料价格体系较稳定，我们预计，2018-20年，公司水产料出厂价分别稳定在4601.77元/吨、4584.93元/吨、4568.06元/吨。2) 畜禽料，在优先保证内部供应的背景下，外销量相对稳定，我们预计，2018-20年，公司畜禽料销量相对稳定，稳定在35万吨。受原料推动，畜禽料价格稳中有升，我们预计，2018-20年，分别为1870.00元/吨、2057.00元/吨、2262.70元/吨。

养殖方面，公司计划2019年继续投入17亿元用于产能扩张，估算对应180万头左右产能，由此我们预计，2019-20年，公司生猪出栏量分别达到350万头、520万头。受非洲猪瘟疫情催化，猪周期上行拐点大概率在19年下半年到来，我们预计2018-20年，公司生猪售价分别为13.00元/公斤、14.50元/公斤、17.50元/公斤。

生物制品方面，受益于行业的整合以及公司不断增强研发实力，生物制品销量得以稳中有升，按照行业市场规模15%左右的增速，我们预计，2018-20年公司生物制品销售收入分别达到1.59亿元、1.83亿元、2.11亿元。

毛利率方面，饲料行业、生物制品行业竞争充分，毛利率稳定，我们假设2018-20年饲料行业毛利率为17.60%、17.58%、17.55%，生物制品毛利率均稳定在75.00%。养殖行业因产能释放，固定资产折旧摊薄，养殖成本得以下降，我们假设2018-20年养殖行业毛利率为21.19%、29.63%、42.17%。费用率方面，受生猪价格上升影响，公司营业费率、管理费率整体呈下降趋势，我们假设2018-20年营业费率分别为4.00%、3.00%、2.50%，管理费率分别为10.00%、5.50%、5.00%，财务费率稳中上升，分别为4.46%、7.80%、6.99%。

图表38：天邦股份主要产品收入预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
水产料						
销量(万吨)	12.72	14.70	15.96	17.21	18.57	20.04
营业收入(百万元)	893.25	886.23	705.82	792.16	851.47	915.29
营业成本(百万元)	733.87	726.31	566.63	635.66	683.28	734.52
毛利率	17.84%	18.05%	19.72%	19.76%	19.75%	19.75%
畜禽料						
销量(万吨)	25.21	7.51	30.80	35	35	35
营业收入(百万元)	860.37	256.30	523.60	654.50	719.95	791.95
营业成本(百万元)	765.73	228.11	445.06	556.33	611.96	673.15
毛利率	11.00%	11.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
生猪						
出栏量(万头)	46.00	57.70	101.42	216.97	350.00	520.00
销售价格(元/千克)	15.50	18.80	14.89	13.00	14.50	17.50
营业收入(百万元)	631.68	1061.64	1575.54	2923.64	5410.75	9730.00
营业成本(百万元)	478.09	651.47	1129.03	2304.12	3807.75	5627.00
毛利率	--	26.67%	23.46%	21.19%	29.63%	42.17%
生物制品						
营业收入(百万元)	150.57	184.63	138.65	159.45	183.37	210.87
营业成本(百万元)	40.65	40.97	33.54	39.86	45.84	52.72

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表39: 天邦股份主要产品收入预测

	调整前			调整后		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
水产料						
销量(万吨)	17.21	18.57	20.04	17.21	18.57	20.04
营业成本(百万元)	635.66	683.28	734.52	635.66	683.28	734.52
毛利率	19.76%	19.75%	19.75%	19.76%	19.75%	19.75%
畜禽料						
销量(万吨)	35	35	35	35	35	35
毛利率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
生猪						
出栏量(万头)	286.97	410.00	580.00	216.97	350.00	520.00
销售价格(元/千克)	13.22	14.00	16.50	13.00	14.50	17.50
生物制品						
营业收入(百万元)	159.45	183.37	210.87	159.45	183.37	210.87
营业成本(百万元)	39.86	45.84	52.72	39.86	45.84	52.72

资料来源: 华泰证券研究所

周期春风将至, 在降成本的扩张中, 我们认为, 公司将迎来量价双升下的戴维斯双击。鉴于此, 我们预计, 公司2018-20年EPS分别为0.12元、0.69元以及2.40元(原值0.23元、0.68元以及2.24元)。参考行业2019年平均21X估值水平, 同时结合公司目前成本控制力还待提高(成长属性相对弱), 我们给予公司2019年13-16XPE, 对应目标价8.97-11.04元, 给予“买入”评级。

图表40: 天邦股份可比公司盈利预测(采用Wind一致预期, 最新股价为2018年1月11日收盘价)

证券代码	证券名称	最新股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
300498.SZ	温氏股份	27.81	1.29	0.89	1.34	2.30	18.48	31.10	20.96	12.42
002714.SZ	牧原股份	30.22	2.04	0.40	1.17	2.82	25.89	86.05	26.53	11.42
002157.SZ	正邦科技	7.99	0.23	0.07	0.38	1.22	25.43	84.40	15.60	4.84
	平均								21.03	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 注, 一致预期采用12月份以来最新盈利一致预期

风险提示

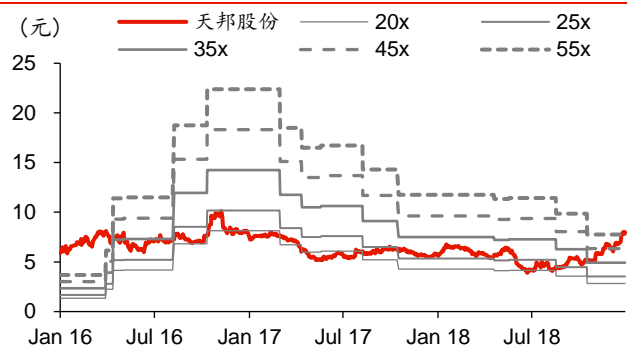
非洲猪瘟疫情爆发。目前，国内非洲猪瘟疫情趋于常态化，未来随着疫情的发酵，可能会导致政策调整的风险，同时，疫情给公司整体防疫带来压力，存在公司生猪爆发疫情的可能性，进而导致公司产生损失。

公司生猪出栏量不及预期。受非洲猪瘟疫情影响，多数规模场大概率会调整产能扩张节奏，公司也不例外，进而影响公司生猪出栏量，存在生猪出栏不及预期的风险。

产能淘汰不及预期。猪周期的反转依赖行业生猪产能的持续淘汰，随着生猪调运政策的放松，存在产能淘汰进度放缓的可能性，进而影响猪周期反转节奏。

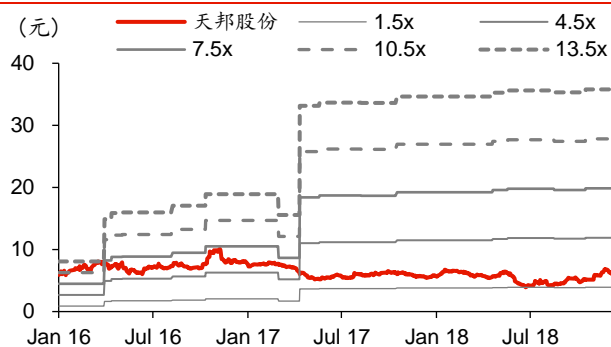
PE/PB - Bands

图表41：天邦股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表42：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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	983.45	1,685	1,958	2,902	3,991
现金	172.47	429.52	306.80	302.93	346.42
应收账款	128.88	46.43	139.40	238.56	302.43
其他应收账款	62.35	45.89	102.25	153.57	226.28
预付账款	84.83	77.38	165.73	232.21	294.55
存货	488.25	997.54	1,162	1,861	2,648
其他流动资产	46.65	88.41	81.60	114.54	173.47
非流动资产	1,507	2,758	7,589	12,376	16,615
长期投资	161.31	404.30	227.09	264.23	298.54
固定投资	740.42	1,429	5,392	9,460	13,299
无形资产	74.57	116.12	121.10	133.26	150.74
其他非流动资产	530.34	808.27	1,849	2,519	2,867
资产总计	2,490	4,443	9,547	15,279	20,606
流动负债	1,056	1,377	6,422	11,406	14,200
短期借款	572.65	455.00	5,564	10,110	12,383
应付账款	170.53	307.06	357.94	595.18	825.45
其他流动负债	312.39	615.31	500.73	701.13	990.78
非流动负债	10.10	17.98	19.86	22.07	26.05
长期借款	5.00	9.42	12.56	15.08	18.43
其他非流动负债	5.10	8.57	7.30	6.99	7.62
负债合计	1,066	1,395	6,442	11,429	14,226
少数股东权益	20.04	17.95	16.48	10.68	(15.87)
股本	636.68	773.09	1,160	1,160	1,160
资本公积	45.35	1,373	986.60	986.60	986.60
留存公积	731.49	897.00	942.04	1,693	4,250
归属母公司股东权益	1,404	3,030	3,088	3,839	6,396
负债和股东权益	2,490	4,443	9,547	15,279	20,606

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	513.02	334.80	251.38	1,715	4,444
净利润	372.74	259.29	134.24	792.09	2,757
折旧摊销	131.20	247.02	409.55	893.87	1,421
财务费用	20.95	9.20	210.81	574.27	828.40
投资损失	(14.87)	9.11	(2.88)	3.12	0.12
营运资金变动	(18.25)	(213.04)	(517.51)	(570.83)	(589.75)
其他经营现金	21.25	23.21	17.16	22.52	28.14
投资活动现金	(629.10)	(1,279)	(5,195)	(5,647)	(5,623)
资本支出	659.07	986.92	5,349	5,542	5,522
长期投资	54.50	197.27	(186.14)	43.30	33.18
其他投资现金	84.46	(94.96)	(31.75)	(62.14)	(67.61)
筹资活动现金	(37.73)	1,201	4,821	3,929	1,222
短期借款	33.64	(117.65)	5,109	4,546	2,273
长期借款	0.00	4.42	3.14	2.52	3.36
普通股增加	347.28	136.41	386.54	0.00	0.00
资本公积增加	(347.09)	1,328	(386.54)	0.00	0.00
其他筹资现金	(71.55)	(149.70)	(291.28)	(620.49)	(1,054)
现金净增加额	(153.00)	256.55	(122.72)	(3.87)	43.49

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,370	3,061	4,730	7,366	11,848
营业成本	1,614	2,313	3,726	5,339	7,277
营业税金及附加	4.88	9.88	4.73	14.73	23.70
营业费用	104.76	128.08	189.19	220.97	296.20
管理费用	250.99	340.35	472.97	405.10	592.41
财务费用	20.95	9.20	210.81	574.27	828.40
资产减值损失	13.50	1.65	6.39	7.18	5.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.87	(9.11)	2.88	(3.12)	(0.12)
营业利润	375.02	255.94	122.56	801.34	2,825
营业外收入	18.22	39.80	32.44	30.16	34.13
营业外支出	9.44	18.68	16.61	14.91	16.73
利润总额	383.81	277.07	138.40	816.59	2,842
所得税	11.07	17.78	4.15	24.50	85.27
净利润	372.74	259.29	134.24	792.09	2,757
少数股东损益	(0.15)	(2.85)	(1.47)	(5.80)	(26.54)
归属母公司净利润	372.89	262.14	135.71	797.89	2,783
EBITDA	527.18	512.17	742.92	2,269	5,074
EPS (元, 基本)	0.59	0.34	0.12	0.69	2.40

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	10.70	29.13	54.51	55.73	60.86
营业利润	246.59	(31.75)	(52.11)	553.82	252.51
归属母公司净利润	238.18	(29.70)	(48.23)	487.93	248.86
获利能力 (%)					
毛利率	31.90	24.43	21.22	27.52	38.58
净利率	15.73	8.56	2.87	10.83	23.49
ROE	26.55	8.65	4.39	20.78	43.52
ROIC	23.21	8.96	3.90	9.83	19.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.80	31.40	67.48	74.80	69.04
净负债比率 (%)	54.21	33.64	86.58	88.62	87.20
流动比率	0.93	1.22	0.30	0.25	0.28
速动比率	0.47	0.50	0.12	0.09	0.09
营运能力					
总资产周转率	1.06	0.88	0.68	0.59	0.66
应收账款周转率	24.36	30.99	43.28	33.64	37.52
应付账款周转率	12.62	9.69	11.21	11.20	10.25
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.23	0.12	0.69	2.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.29	0.22	1.48	3.83
每股净资产(最新摊薄)	1.21	2.61	2.66	3.31	5.52
估值比率					
PE (倍)	24.85	35.35	68.27	11.61	3.33
PB (倍)	6.60	3.06	3.00	2.41	1.45
EV_EBITDA (倍)	16.84	17.33	11.95	3.91	1.75

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