

审慎增持 (维持)

天邦股份

002124

看好公司前景溢价收购，战略投资实现共赢

2018年11月14日

## 市场数据

市场数据日期	2018-11-14
收盘价(元)	5.15
总股本(百万股)	1159.63
流通股本(百万股)	791.88
总市值(百万元)	5972.08
流通市值(百万元)	4078.21
净资产(百万元)	3074.11
总资产(百万元)	6428.54
每股净资产	2.65

## 相关报告

《体量快速扩张，业绩持续改善》2018-10-29  
《出栏高速增长，成本趋势下移》2018-08-28  
《出栏快速增长，成本趋势下降》2018-05-01

分析师:

陈娇

chenjiao86@xyzq.com.cn

S0190513070011

毛一凡

maoyf@xyzq.com.cn

S0190518050002

研究助理:

闫亚

lvya@xyzq.com.cn

团队成员:

## 主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3061	4378	7918	12574
同比增长(%)	29.1%	43.0%	80.9%	58.8%
净利润(百万元)	262	255	781	2387
同比增长(%)	-29.7%	-2.7%	206.3%	205.6%
毛利率(%)	24.4%	18.9%	25.0%	34.6%
净利润率(%)	8.6%	5.8%	9.9%	19.0%
净资产收益率(%)	8.7%	7.8%	19.5%	38.1%
每股收益(元)	0.23	0.22	0.67	2.06
每股经营现金流(元)	0.29	0.32	0.76	2.20

## 投资要点

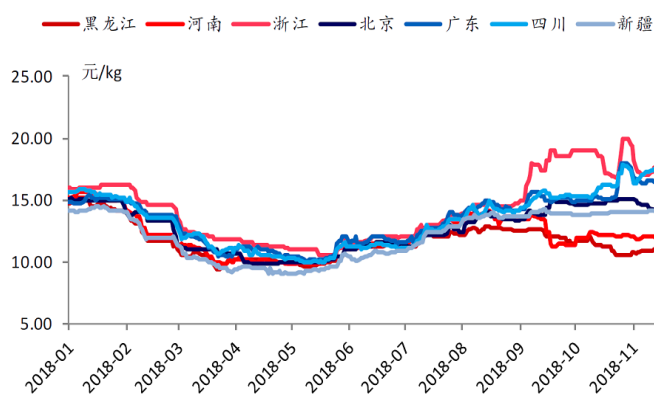
- **事件:** 农发集团决定向天邦股份全体股东发出部分要约，要约收购股份数量为 115,962,809 股，占总股本的 10.00%，要约收购价格为不高于 6 元/股。
- **农发集团看好公司前景溢价收购，战略投资实现共赢。** 天邦股份股票前 30 日加权平均价格为 5.04 元/股，本次要约收购溢价 19%。农发集团是浙江省内唯一省属大型农业企业集团，是浙江省国资委全资子公司，旗下尚无上市公司平台。全国大范围生猪禁调后浙江缺猪的现象严重，而天邦股份是浙江省内生猪出栏规模最大的上市公司，农发集团通过本次要约收购成为天邦股份的战略投资人，获得养猪行业优质资产。此外，农发集团主营粮食加工与流通，可与天邦股份养猪主业形成良好的协同效应。未来公司快速扩张需要大量资金，农发集团良好的政府背景也可以为上市公司的融资扩张等提供担保、增信等。
- **猪瘟对公司出栏量和养殖成本的影响大幅减弱。** 猪瘟爆发初期，公司为预防非洲猪瘟提高了生物安全防疫等级，部分地区的生猪提前出栏，分摊费用有所上升，导致养殖成本上升。生猪禁调也导致公司部分猪场销售计划有所推迟，9 月出栏量增速降幅较大。10 月出栏量同比增速回升到 143%，完全成本环比下降 0.13 元至 12.73 元/kg。

风险提示：猪价波动剧烈；疫情风险；出栏量不及预期。



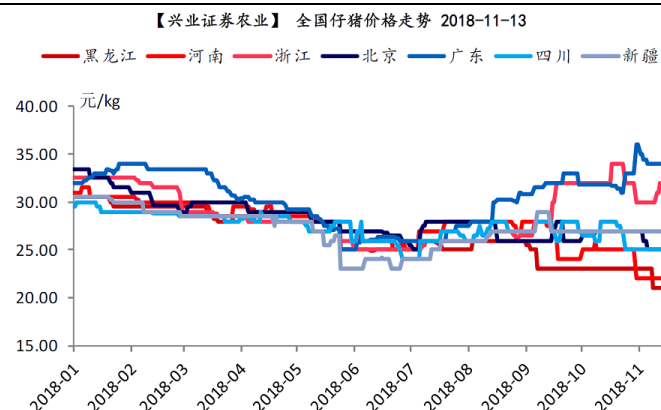
- **资产负债表迅速扩张，支撑高速发展。**公司资产负债表快速扩张，Q3 固定资产 16.2 亿元 (+45%)。在建工程 8.5 亿元 (+143%)，公司产能建设规模大幅增加，在建项目包括 18 个母猪场、3 个培育场和 1 个公猪站，建成后将新增 24 万头母猪的产能。生产性生物资产 5.3 亿元 (+74%)，估计能繁母猪存栏 19 万头左右。根据公司资产负债表情况，估计 2018-2020 年出栏量约：200、400、700 万头。
- **猪瘟加速产能出清，销区猪价快速上涨。**近期非洲猪瘟疫情加速蔓延，产区猪价较低，销售难度较大，养殖户被迫压栏，现金流紧张，补栏意愿不足，仔猪价格和销量均处于底部。种猪场减少母猪配种，延缓种猪淘汰更新节奏，行业在加速去产能。当前全国大范围生猪禁调，销区供给短缺，猪价持续景气，华东南西南大部分地区猪价已经涨至 15-18 元/kg 之间。
- **投资建议：**农发集团看好公司资质进行战略投资，助力公司未来快速扩张，我们坚定看好公司未来发展。我们调整公司 2018-2020 年归母净利润分别至：2.55、7.81、23.87 亿元，基于停牌前 2018-11-1 日收盘价，对应 PE 分别为：23.7、7.7、2.5 倍，维持“审慎增持”评级。

图1、销区生猪价格持续上涨



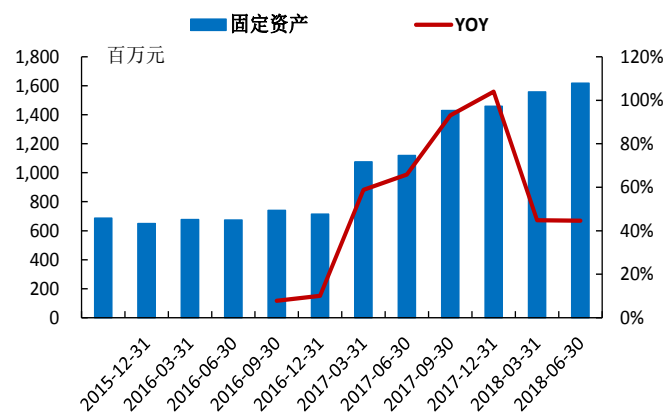
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、仔猪价格历史序列



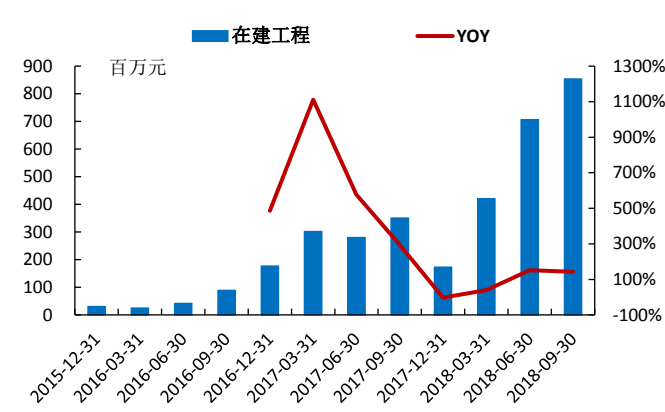
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司固定资产情况



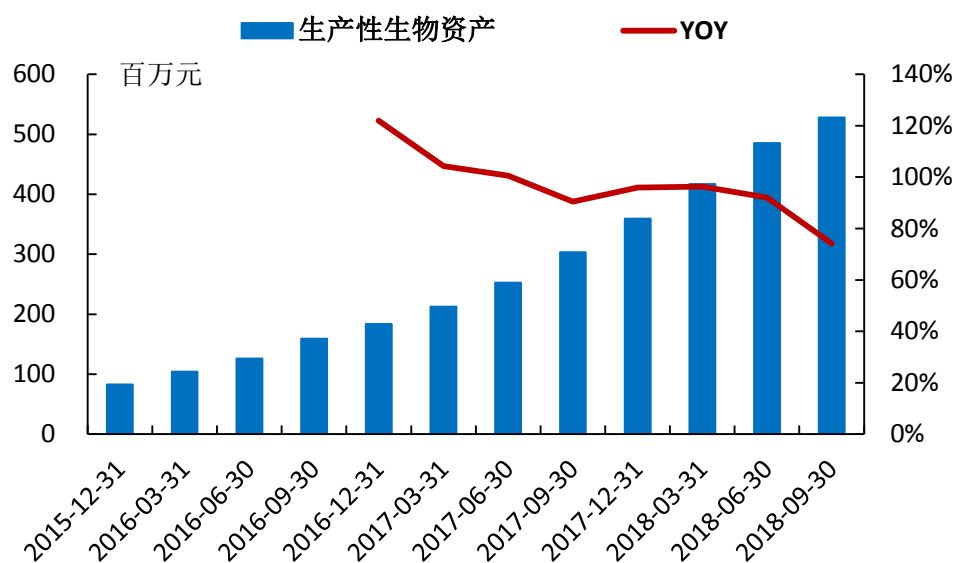
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司在建工程情况



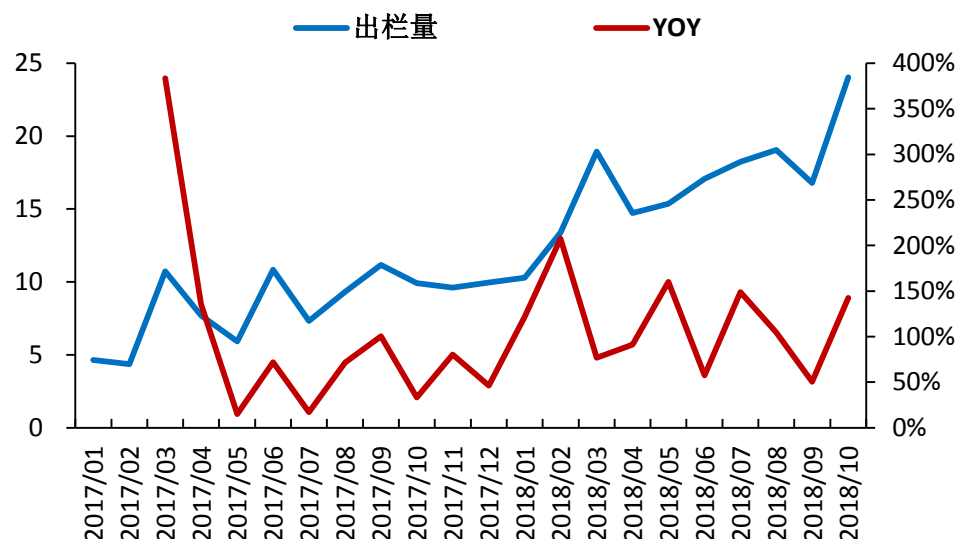
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司生产性生物资产情况



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司月度出栏量增长提速



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1685	2543	3829	6676
货币资金	430	1403	2108	4480
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	46	129	256	321
其他应收款	46	95	165	240
存货	998	708	949	1150
<b>非流动资产</b>	2758	2146	2124	2096
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	404	227	264	299
投资性房地产	27	18	25	24
固定资产	1429	1418	1356	1265
在建工程	173	99	62	43
油气资产	0	0	0	0
无形资产	116	121	133	151
<b>资产总计</b>	4443	4689	5952	8772
<b>流动负债</b>	1377	1376	1920	2475
短期借款	455	522	517	498
应付票据	0	0	0	0
应付账款	307	341	662	933
其他	615	512	741	1044
<b>非流动负债</b>	18	12	15	15
长期借款	9	9	9	9
其他	9	3	6	6
<b>负债合计</b>	1395	1388	1935	2490
股本	773	1160	1160	1160
资本公积	1373	987	987	987
未分配利润	837	1072	1773	3986
少数股东权益	18	16	14	12
<b>股东权益合计</b>	3048	3301	4017	6282
<b>负债及权益合计</b>	4443	4689	5952	8772

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	262	255	781	2387
折旧和摊销	247	196	218	235
资产减值准备	2	15	26	29
无形资产摊销	70	36	44	50
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	17	-0	-33	-97
投资损失	9	-100	-35	-42
少数股东损益	-3	-2	-2	-2
营运资金的变动	-213	7	-83	47
<b>经营活动产生现金流量</b>	335	368	884	2554
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1279	542	-143	-141
<b>融资活动产生现金流量</b>	1201	63	-36	-41
现金净变动	257	973	705	2372
现金的期初余额	161	430	1403	2108
现金的期末余额	418	1403	2108	4480

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	3061	4378	7918	12574
营业成本	2313	3549	5942	8228
营业税金及附加	10	6	7	7
销售费用	128	183	331	526
管理费用	340	487	880	1398
财务费用	9	-0	-33	-97
资产减值损失	2	6	7	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-9	100	35	42
<b>营业利润</b>	256	247	818	2549
营业外收入	40	30	25	20
营业外支出	19	5	5	5
<b>利润总额</b>	277	272	838	2564
所得税	18	19	59	179
净利润	259	253	779	2384
少数股东损益	-3	-2	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	262	255	781	2387
<b>BPS(元)</b>	0.23	0.22	0.67	2.06

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	29.1%	43.0%	80.9%	58.8%
营业利润增长率	-31.8%	-3.5%	231.0%	211.7%
净利润增长率	-29.7%	-2.7%	206.3%	205.6%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	24.4%	18.9%	25.0%	34.6%
净利率	8.6%	5.8%	9.9%	19.0%
ROE	8.7%	7.8%	19.5%	38.1%

<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	31.4%	29.6%	32.5%	28.4%
流动比率	1.22	1.85	1.99	2.70
速动比率	0.50	1.33	1.50	2.23
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	88.3%	95.9%	148.8%	170.8%
应收帐款周转率	3098.6%	4240.5%	3546.4%	3730.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.23	0.22	0.67	2.06
每股经营现金	0.29	0.32	0.76	2.20
每股净资产	2.61	2.83	3.45	5.41
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	23.0	23.7	7.7	2.5
PB	2.0	1.8	1.5	1.0

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn