

**投资评级：推荐（维持）**
**分析师**

王建虎 010-88366060-8787

Email:wangjh@cgws.com

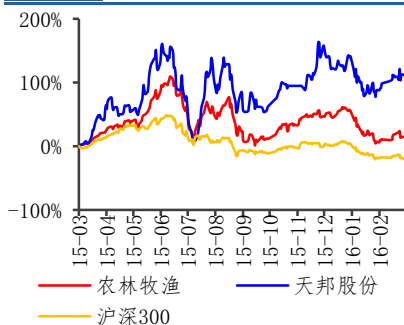
执业证书编号:S1070514050002

**市场数据**

目前股价	23.88
总市值(亿元)	69.28
流通市值(亿元)	35.31
总股本(万股)	28,940
流通股本(万股)	14,748
12个月最高/最低	31.00/11.05

**盈利预测**

	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,128	3,052	4,935
(+/-%)	-18.3%	43.4%	61.7%
净利润	116.2	275.1	393.2
(+/-%)	258%	137%	43%
摊薄 EPS	0.40	0.95	1.36
PE	59.40	25.09	17.56

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt; “一体两翼”战略清晰，成长和周期双维度受益 &gt;&gt; 2015-03-23

## “家庭农场”快速复制，助力公司业绩高成长

### ——天邦股份（002124）公司调研简报

**投资建议**

考虑增发股本增加，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.4、0.95 和 1.36 元，对应 PE 分别为 59X、25X 和 17.6X。公司种猪+饲料+动保+家庭农场的商业模式，有壁垒且可以快速复制，当前市值不足 70 亿（扣除特种水产料和动保板块估值后，当前生猪养殖板块估值约 30 亿），仍具备较大成长空间，维持“推荐”评级，建议积极关注。

**投资要点**

- 特种水产料提供稳定现金流：**饲料方面，公司剥离了反刍料，猪料则全部剥离到其生猪养殖平台汉世伟，未来其饲料业务将聚焦在特种水产料。特种水产料当前净利润水平大概 8 千万，其增长率超过 10%，能够给公司带来稳定的现金流。
- 动保板块持续快速增长：**公司对成都天邦的定位是做有国际竞争力的企业。当前动保板块收入约 2 个亿，净利润约 6000 万，年净利润增长 30% 左右。主要产品有猪圆环、猪瘟和腹泻三联苗三个产品，三个产品市场均有较强的竞争力。预计公司蓝耳疫苗将于近期取得生产批文后开始投放市场，贡献一定收入，明年收入贡献或达近亿元。
- “家庭农场”有壁垒，可快速扩张：**公司 2012 年启动生猪项目，2013 年并购艾格菲，参股 CG，并且与 pipestone 合作。公司的种猪业务当前由 CG 中国运作。公司种猪尚未对外销售，当前主要用于自用，仔猪也基本不再对外销售，全部用于自己或者家庭农场育肥使用。截止 2015 年 12 月底，公司已合作家庭农场数量达到 70-80 家，已签约的家庭农场家数达到 100 家。出栏规模方面，家庭农场年出栏量至少是 1000 头，一般出栏规模是 1000 头-5000 头。家庭农场快速复制扩张，预计未来三年公司生猪出栏量将处于高速增长通道。
- 生猪养殖行业高景气度延续：**2016 年 1 月份生猪存栏为 37343 万头，较过去五年均值低 14.9%，1 月份可繁殖母猪存栏 3783 万头，较过去五年均值低 18.1%。生猪价格于 2015 年 3 月见底开始反转，但生猪价格攀升并未刺激养殖户积极补栏，预计未来一年生猪供给仍然处于偏紧状态，对猪价构成支撑。
- 风险提示：**疫苗销售不达预期、生猪养殖行业景气度下行。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2078	2603	2128	3052	4935	成长性					
营业成本	1787	2272	1622	2237	3729	营业收入增长	1.78%	25.26%	-18.26%	43.44%	61.68%
销售费用	108	135	111	159	257	营业成本增长	0.11%	27.17%	-28.62%	37.91%	66.70%
管理费用	147	181	148	212	343	营业利润增长	-83.89%	707.35%	-387.50%	136.72%	42.93%
财务费用	32	52	76	68	67	利润总额增长	142.73%	-67.77%	260.01%	136.72%	42.93%
投资净收益	(0)	(1)	0	0	0	净利润增长	158.52%	-72.21%	257.97%	136.72%	42.93%
营业利润	(7)	(54)	156	369	527	盈利能力					
营业外收支	141	97	0	0	0	毛利率	14.02%	12.71%	23.78%	26.72%	24.44%
利润总额	134	43	156	369	527	销售净利率	5.62%	1.25%	5.46%	9.01%	7.97%
所得税	9	16	27	63	90	ROE	18.98%	5.15%	9.75%	18.88%	21.43%
少数股东损益	8	(5)	13	31	44	ROIC	12.68%	4.38%	13.22%	23.37%	25.80%
净利润	117	32	116	275	393	营运效率					
资产负债表 (百万)					(百万元)	销售费用/营业	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%	5.20%
流动资产	942	844	1785	2118	2677	管理费用/营业	7.06%	6.95%	6.95%	6.95%	6.95%
货币资金	356	208	1312	1457	1585	财务费用/营业	1.55%	2.01%	3.58%	2.23%	1.35%
应收账款	50	81	65	93	150	投资收益/营业	6.00%	1.02%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	53	43	44	62	101	所得税/利润总	6.78%	37.16%	17.09%	17.09%	17.09%
存货	380	421	292	402	670	应收账款周转率	31.83	35.80	27.09	25.20	27.48
非流动资产	910	1040	1009	1034	1071	存货周转率	4.46	6.38	4.68	4.17	4.48
固定资产	650	714	694	731	778	流动资产周转	2.33	1.98	1.09	1.27	1.66
资产总计	1852	1885	2794	3153	3747	总资产周转率	1.11	1.11	0.72	0.88	1.22
流动负债	1234	1262	1610	1704	1921	偿债能力					
短期借款	900	941	1372	1372	1372	资产负债率	0.67	0.67	0.58	0.54	0.51
应付款项	147	144	103	142	237	流动比率	0.76	0.67	1.11	1.24	1.39
非流动负债	2	2	2	2	2	速动比率	0.46	0.34	0.93	1.01	1.04
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	1237	1265	1613	1707	1923	EPS	0.57	0.16	0.40	0.95	1.36
股东权益	616	631	1193	1457	1835	每股净资产	3.00	3.03	4.13	5.04	6.35
股本	206	208	289	289	289	每股经营现金流	0.89	0.41	1.10	1.16	1.24
留存收益	319	357	825	1059	1393	每股经营现金	1.57	2.63	2.72	1.22	0.91
少数股东权益	91	66	79	109	153	估值					
负债和权益总计	1852	1895	2805	3164	3758	PE	42.01	153.22	59.40	25.09	17.56
现金流量表 (百万)					(百万元)	PEG	1.18	1.18	0.71	0.58	-
经营活动现金流	183	85	317	335	360	PB	7.97	7.88	5.79	4.74	3.76
其中营运资本减	(19)	(63)	79	(94)	(214)	EV/EBITDA	26.62	30.10	23.61	14.79	11.33
投资活动现金流	(364)	(222)	(77)	(148)	(173)	EV/SALES	2.80	2.27	3.89	2.71	1.68
其中资本支出	(114)	(154)	(77)	(148)	(173)	EV/IC	4.10	3.70	5.78	4.97	3.85
融资活动现金流	252	118	864	(41)	(59)	ROIC/WACC	1.89	0.65	1.97	3.48	3.84
净现金总变化	71	(18)	1104	145	128	REP	2.17	5.67	2.94	1.43	1.00

**研究员介绍及承诺**

**王建虎:** 金融学硕士, 2011年7月进入长城证券研究所。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>