

特种水产市场低迷 抑制饲料毛利提升

天邦股份 (002124)

股价: 11.36 元

年报点评

2009 年 3 月 12 日 星期四

消费品小组

刘革

010-66216231-807

liuge@longone.com.cn

农林牧渔行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

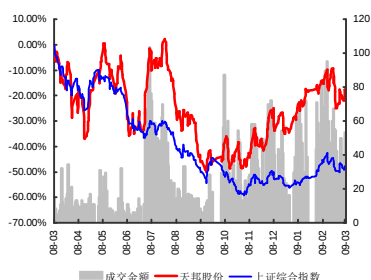
重要数据

总股本(亿股)	1.37
流通股本(亿股)	0.583
总市值(亿元)	15.56
流通市值(亿元)	6.63

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-4.54	1.03
3 个月	9.34	6.46
6 个月	46.39	46.94

个股相对上证综指走势图



投资要点

- q 年报主要业绩指标** 公司实现主营业务收入 10.51 亿元, 同比增长 88.3%, 实现营业利润-527 万元, 实现利润总额及净利润分别为 1.12 亿元及 9312 万元, 同比分别增长 291.3%及 249.3%, 基本每股收益 0.65 元, 每股经营活动现金流量净额为 0.124 元。
- q 主营业务大幅增长。** 主要是由并购公司报表合并以及子公司投产营业收入增加所致。
- q 应收账款、库存管理较好。** 报告期末应收账款为 1.01 亿元, 期末库存为 1.09 亿元, 在销售收入大幅增长 88.3%的状况下, 应收账款同比只增长了 1%, 期末库存同比还减少了 1.08%, 这表明公司在努力增加销售收入的同时, 也日渐注重应收账款、库存的风险管理。
- q 期间费用有所增加。** 报告期销售费用开支为 4100 万元, 同比增长 77.82%, 管理费用为 8249 万元, 同比增 70.55%, 财务费用 1653 万元, 同比增长 86.52%。主要原因是盐城天邦、盐城邦尼、兰州博亚以及湖南金德意上年三费为非完整会计年度, 08 年则为完整年, 报告费用期变长之故。而另一方面, 新投项目未全面理顺也使得费用摊销增大。事实上, 公司的期间费用率同比还略有下降。
- q 净利润的大幅提升主要源自于非流动资产处置损益。** 报告期公司净利润同比大幅提升, 主要是得益于搬迁获得的土地转让收益, 报告期公司转让位于余姚市城区明阳工业园区内的土地及房产获得的收益增加了当期净利润 9869 万元, 占当期归属于母公司所有者净利润的 110.6%。
- q 特种水产饲料市场需求不旺影响公司毛利率提高。** 公司饲料产品主要分水

产饲料和畜禽饲料两块，其中水产饲料中的高档、特种水产料毛利率较高，诸如甲鱼、鳊鱼饲料，饲养黄鳊、美国红鱼、大菱鲈等品种的高档海水鱼料，饲养淡水鲈鱼、斑点叉尾鲟的高档淡水鱼饲料以及虾蟹料等。公司报告期完成特种水产料销售收入 2.58 亿元，占总收入的 24.6%，毛利率为 13.29%，同比下降了 6.05 个百分点，原因是除了原料成本上升之外，市场需求不畅也是毛利率下滑的重要原因。从目前的市场情况看，由于受经济不景气影响，这些高档水产种类的出口市场需求状况并不乐观，公司只能着眼长期合作，以牺牲毛利来与养殖户共同承担市场的低迷。08 年南方鲈鱼养殖多数亏损，而 08 年养鳊业者同样严重亏损，目前投苗季节投苗意向很低。统计显示，08 年全国出口烤鳊同比减少 51.3%，出口受阻，使得广东活鳊大量滞销，单广东省 08 年损失将超过 7 亿元。这样的养殖环境下，饲料供应企业要提升毛利自然难度不小。目前广东罗非鱼养殖户对 09 年市场相对谨慎，加上饲料厂和经销商销售帐期缩紧，减少赊销，养殖户资金压力大的情况下，倾向于放弃高档膨化饲料而无奈选择中低档鱼饲料。

q 公司油脂业务具有低成本比较优势。公司在 08 年 7 月底投资 4080 万元获得长沙金德意饲料油脂公司 51%的股权，08 年报告期内，公司油脂业务共销售油脂 3.957 万吨，实现销售收入 2.95 亿元，毛利率为 12.48%，同比下降 2.04 个百分点，毛利率降幅较小主要得益于公司油脂的业务模式。金德意的业务模式主要是通过收购餐饮回收油来提炼饲用油脂，与用油脂原料直接生产方式相比在综合成本上无疑具有较大优势，这样即便油脂市场价格波动剧烈，回收提炼模式仍会因成本低、售价低而具有较强的抗风险能力。另一方面，近期经国家质检总局和国标管委会批准，金德意还成为《饲料用混合油脂国家标准》起草单位，这当然是对公司标准化油脂精炼工艺的肯定，有利于金德意业务的拓展。总的看来，饲料市场需求不畅的情况下，饲料厂商更愿意用便宜的饲用油脂来降低成本。

q 公司生物制品业务还处于发展阶段。报告期公司生物制品业务实现销售收入 1806 万元，毛利率为 58.97%，毛利率水平基本符合行业状况。成都天邦此前曾拥有禽流感疫苗生产资质，如今已被取消，目前公司猪流行性腹泻、传染性胃肠炎二联苗已通过农业部的审核，已获得正式生产文号，而鸭传染性浆膜炎灭活疫苗也通过了复审，公司获得农业部批文的品种已有 30 多个，只是这些品种仍很难和强制免疫品种在市场规模、盈利能力上相媲美，没有强制疫苗品种支撑，疫苗业务在后续发展上略显不足，未来还

需关注其疫苗品种的变化。

- q 投资建议** 公司在特种水产饲料领域具有一定的技术、规模优势，其膨化饲料设备在业内是属于较为先进的稳定性较好的高产能进口设备，适合规模化生产，只是现实的市场低迷，多少使得设备优势显得杀鸡用牛刀，未来下游养殖业的回暖将有助于公司业绩的改善，建议关注下游水产养殖行业国内及其出口业务的发展状况。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

刘革, 农林牧渔行业分析师, 中国农业大学农业系统工程与管理工程硕士, 对行业有一定的认识。

重点跟踪公司: 好当家 东方海洋 中牧股份 天康生物 绿大地 敦煌种业 登海种业 新中基 北大荒等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122