

天邦股份（002124）：土地收益主导净利润增长

中性（维持）

农业行业/饲料行业

当前股价：11.36 元

报告日期：2009 年 3 月 11 日

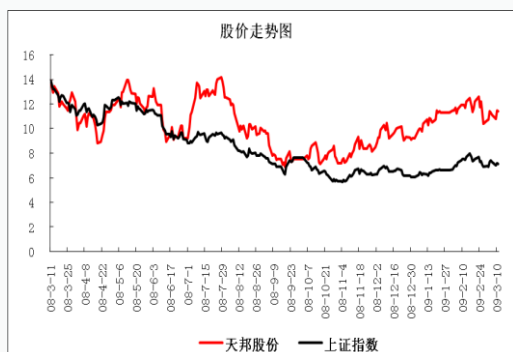
主要财务指标（单位：百万元）

	2007	2008	2009A	2010E
营业收入	55,838	104,688	139,236	170,741
(+/-)	56.63%	87.48%	33.00%	22.63%
营业利润	1,722	-527	2,935	4534
(+/-)	-23.37%	-130.6%	656.91	54.47
归属于母公司的净利润	2,224	8,924	2,495	3,878
(+/-)	4.43%	301.27%	-72.04%	55.47%
每股收益（元）	0.16	0.65	0.18	0.28
市盈率（倍）	67	17	60	38

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	13,700/5,834
非限售流通市值（亿元）	6.35
每股净资产（元）	2.65
资产负债率（%）	47.63

股价表现（最近一年）



联系人—天相农业组

021-58824282-823 yef@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年报显示，公司全年实现营业收入 10.51 亿元，同比增长 88.30%；营业利润-527 万元，同比减少 130.61%；归属母公司所有者的净利润 0.89 亿元，同比增长 301.27%；实现基本每股收益为 0.65 元；分配预案每 10 股派 1.50 元（含税）。
- 08 年公司营业收入大幅增长。这主要是系两个原因：1）公司饲料业务大幅增长，其中普通水产饲料收入增长 144.50%，畜禽饲料业务收入增长 144.01%，这主要是由于去年公司通过成立草原天邦、收购兰州博亚等手段，刚拓展这两块业务，基数相对比较低，以及去年上半年养殖业处于较高景气度，这两块业务收入的增长为公司营业收入增长贡献了 49.61%；2）由于去年基数较低，水产品加工业务以及油脂业务分别增长 2637.19% 和 152.01%。我们预计，公司今年营业收入很难再达到这样高速增长。
- 公司去年全年增收不增利。公司报告期营业利润亏损，这主要由于公司多项业务的毛利率大幅减少，导致公司综合毛利率从去年的 17.56% 下降至 13.46%，其中对毛利润影响最大的为公司的传统优势业务特种水产饲料业务，其毛利率下降了 6.05 个百分点，毛利润下降 27.08%，而去年该业务毛利比例为 47.99%。导致公司优势业务毛利下降迅速的主要原因为去年鱼粉、油脂、豆粕等饲料原料价格大幅波动，导致公司成本控制能力的下降以及饲三聚氰胺事件的影响。虽然公司的各项费用都有所下降，综合费用率从 14.38% 下降至 13.32%，但这仍然抵消不了毛利率下降造成的营业利润亏损。
- 土地收益主导净利润增长。公司利润大幅增加主要来自于土地厂房政策性搬迁，这部分的净收益总共达到了 0.97 亿元。剔除这部分收益后，归属母公司净利润为 -0.08 亿元。我们预计在土地收益的一次性效应消失后，今年净利润将有大幅的下降。从公司的资产来看，目前公司盈利最好的资产当属去年收购的子公司金德意油脂。而饲料业务在经历了去年饲料原料大涨以及三聚氰胺事件后，今年上半年的盈利水平比去年同期可望有所回升。但随着下游生猪养殖业等进入低谷，今年饲料行业前景仍不容乐观。
- 积极拓展产业链。去年公司收购 100% 成都天邦，成功的开辟

疫苗业务，公司在南京天邦诉讼案中也可以看出公司对于疫苗业务的浓厚兴趣。同时公司有意进入生猪养殖业，但我们预期由于资金问题，公司目前进入该领域的可能性较小。相比较公司的其他资产，尽管疫苗业务目前还处在亏损状态，但我们认为公司疫苗业务通过依托公司强大的科研实力，还是具有相当的潜力。公司成都天邦的一些常规疫苗已经通过了 GMP 认证，同时新产品“猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联灭活疫苗”成功获得了中国农业部兽药产品批准文号，已经投入生产。我们预期这块业务将成为公司未来的最大看点。

- **盈利预测与评级。**我们预计公司09-10年的EPS为0.18元和0.28元，对应上个交易日收盘价11.36元，动态市盈率为62X和41X，鉴于饲料行业可能持续低迷以及公司疫苗业务尚未规模化，维持公司“中性”投资评级。
- **风险提示。**(1) 饲料景气程度下降风险；(2) 疫苗业务尚未规模化；(3) 大盘下跌风险。

图表 天邦股份（002124）盈利预测（万元）

单位：万元	2007	2008	2009A	2010E
营业收入	55,838	104,688	139,236	170,741
增长率	56.63%	87.48%	33.00%	22.63%
减：营业成本	46,033	90,718	118,883	144,677
综合毛利率	17.56%	13.34%	14.62%	15.27%
营业税金及附加	2	27	14	17
销售费用	2,306	4,101	4,873	5,976
管理费用	4,837	8,249	10,443	12,123
财务费用	886	1,654	2,089	3,415
资产减值损失	175	628	0	0
投资收益	124	-18	0	0
营业利润	1,722	-527	2,935	4,534
加：营业外收入	1,190	11,805	139	200
减：营业外支出	59	111	139	171
利润总额	2,854	11,167	2,935	4,563
减：所得税费用	188	1,855	147	228
净利润	2,666	9,312	2,788	4,335
归属母公司所有者的净利润	2,224	8,924	2,495	3,878
增长率	4.43%	301.27%	-72.04%	55.47%
少数股东损益	442	388	293	456
每股收益(元)	0.16	0.65	0.18	0.28
市盈率	67	17	59	38

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002