



郭昌盛

021-53519888-1924

guochangsheng@sigchina.com

经营状况暂显不利，疫苗业务值得期待

——对 2009 年中报的点评

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	12.00
12mth A 股价格区间 (元)	6.49/15.48
总股本 (百万股)	137.00
无限售 A 股/总股本	58.34
流通市值 (百万元)	700.08
每股净资产 (元)	2.37
PBR (X)	5.06
DPS (元)	无

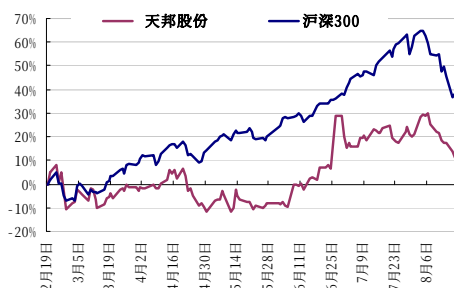
主要股东 (09H1)

张邦辉	24.09%
吴天星	22.63%
张志祥	5.47%
陈能兴	3.41%

收入结构 (09H1)

饲料	52.80%
油脂	23.38%
水产加工	8.80%
贸易及其他	4.55%
生物制品	4.44%

近 6 个月股价与沪深 300 指数走势比较



报告编号：GCS09-CT11

■ 动态事项：

公司披露 09 年中期取得营业收入 3.83 亿元，同比下跌 11.33%；归属母公司股东的净利润-890 万元，跌 111.12%，且称三季度仍大减。

■ 主要观点：

饲料、水产品业务滑坡，市场低迷是主因

因需求相对低迷，公司饲料、油脂及水产品业务均未现转机，各自的销售收入分别同比下降 14.09%、34.73%和 97.31%。然而，动物疫苗业务已成新增长点，虽仅贡献收入 1700 余万元，且略有亏损，但下半年的旺季料转而大幅盈利；另外，综合毛利率正趋于上升（见附表），这不仅因疫苗业务纳入，而更由于饲料、油脂的毛利率拉动。

动物疫苗业务尚待突破，与 UBI 合作成良机

公司自收购“成都精华”后，对内进行了整顿与结构升级，已陆续获得十余个普通疫苗的生产批文，并已报请了禽流感、猪蓝耳病两个特种疫苗，不久获批的可能性极大。与 UBI 合作只欠近日出炉的尽职调查结果，顺利的话，合作领域和深度都可望在扩大，前景可期。

财务状况偏差，但业绩前景乐观，中长线或暴涨

完全复苏前，三项费用的“刚性”令亏损轻易形成，短期偿债能力遭削弱。但随着各项业务复苏和旺季来临，下半年会对此状况有所改善，业绩反弹。甚至可能因疫苗业务的顺利运营，而令明后年业绩大涨。

■ 投资建议：

未来六个月内，谨慎维持“跑赢大市”的评级

以动态市盈率 25 倍计，当前股价料有 70% 以上的预期回报，投资吸引力显见。在此维持对其“跑赢大市”评级。建议谨慎增持。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	558.38	1051.43	1469.12	2011.80
年增长率 (%)	56.63	88.30	39.73	36.94
归属于母公司所有者的净利润	22.24	89.24	44.30	113.71
年增长率 (%)	4.43	301.27	-50.36	156.68
每股收益 (元)	0.162	0.651	0.323	0.830
PER (X)	74.07	18.43	37.15	14.45

注：有关指标按最新总股本为 137 百万股、8 月 19 日收盘价计算

三、附表

附表 1 天邦股份的损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007 年报	2008 年报	2009 预测	2010 预测
营业收入	558.38	1051.43	1469.12	2011.80
营业成本	460.33	909.94	1229.58	1632.09
营业税金及附加	0.02	0.27	0.48	0.62
营业费用	23.06	41.01	53.07	67.87
管理费用	48.37	82.49	102.46	138.19
财务费用	8.86	16.54	21.87	29.36
资产减值损失	1.75	6.28	5	5
投资收益	1.24	-0.18	/	/
营业利润	17.22	-5.27	56.66	138.67
营业外收入	11.9	118.05	/	/
营业外支出	0.59	1.10	/	/
利润总额	28.54	118.46	56.66	138.67
所得税费用	1.88	18.55	8.23	14.58
净利润	26.66	93.12	48.43	124.09
归属于母公司所有者的净利润	22.24	89.24	44.30	113.71
少数股东权益	4.42	3.88	4.13	10.38
每股收益（元）	0.162	0.651	0.323	0.830

数据来源：公司报告，上海证券研究所整理；每股收益按总股本 13700 万股计算

附表 2 天邦股份的历年财务指标

指标名称	2006 年	2007 年	2008 年	08 年中期	09 年中期
销售毛利率(%)	19.57	17.56	13.46	13.73	16.00
息税前利润/营业收入(%)	7.98	6.65	12.17	28.12	0.98
净资产收益率(全面摊薄)(%)	20.01	7.50	26.79	22.08	-2.74
流动比率	0.94	1.24	0.99	1.31	1.01
速动比率	0.69	0.86	0.70	0.96	0.65
资产负债率(%)	67.67	46.41	54.21	53.74	54.23
存货周转率	6.95	6.14	8.30	2.69	2.72
应收账款周转率	6.78	6.92	10.34	4.38	4.28
总资产周转率	1.18	1.19	1.47	0.58	0.47
业务收入同比增长率(%)	-26.54	56.67	88.30	249.93	-11.33
净利润同比增长率(%)	-17.22	8.94	301.27	-647.18	-273.41
每股收益(全面摊薄)	0.41	0.32	0.65	0.58	-0.07
每股经营性现金流量	0.08	-0.81	0.12	1.19	0.34
每股未分配利润	0.61	0.80	0.88	0.88	0.66
每股资本公积金	0.09	2.30	0.65	0.65	0.53

数据来源：公司定期报告，WIND 资讯，上海证券研究所整理；每股收益按总股本 13700 万股计算

分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。