

中性 维持
天邦股份 (002124)
2010 年 3 月 23 日

主业出现转好趋势

农林牧渔&食品行业分析师: 丁频
SAC 执业证书编号:S0850203100085
dingpin@htsec.com
郭世凯
联系人
guosk@htsec.com
021-23219269

天邦股份发布 2009 年年度报告。公司实现营业收入 96825 万元, 同比下降 7.51%。其中, 饲料业务同比降幅为 8.64%, 饲料油脂业务同比降幅为 22.48%, 公司实现利润总额 5950.16 万元, 较上年减少 5216.66 万元, 降幅为 46.72%; 实现净利润 5603.10 万元, 较上年减少 3708.60 万元, 降幅为 39.83%, 其中, 归属于母公司净利润为 5307.98 万元, 同比降幅为 40.52%。主要系上年度公司取得转让位于余姚市城区阳明工业园区丰南轻工专区地块国有土地使用权及房屋所有权收益所致。但公司在 2009 年也获得非经常性收益, 报告期内转让子公司上海天邦饲料有限公司 100% 股权, 取得股权转让净收益 3348 万元。公司分配预案: 每 10 股转增 5 股, 并派发现金红利 2 元 (含税)。

饲料业务受价格影响, 收入下滑, 但毛利率上升明显。饲料业务实现销售 16.38 万吨, 比上年增长 14.65%, 但饲料业务销售收入与上年相比下降 8.64%, 主要是由于关闭并出让上海天邦导致特种水产饲料销售量下降了 22.43%, 而特种水产饲料的销售价格较高, 直接影响了当期饲料业务收入。同时, 受原材料和下游养殖业的效益不佳导致饲料需求不振的影响, 饲料平均价格同比下降。但, 公司对饲料产品结构进行调整, 对于单位边际贡献较小的产品予以取消或者以其他产品进行替代, 饲料产品仍向高端化发展, 整体的饲料毛利率上升 3.44 个百分点。2010 年, 鱼粉价格回升明显, 对饲料企业的压力增大, 我们预计公司仍会向高端产品发展。

表 1 公司饲料业务的收入和毛利率

	收入(万元)			同比增长 (%)			毛利率 (%)		
	2009	2008	2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007
水产饲料	46065	50599	34431	-8.96	46.96	1.11	17.78	12.98	17.90
其中: 特种饲料	23811	25776	24279	-7.62	6.17	-2.97	16.47	13.29	20.19
普通水产饲料	22254	24823	10153	-10.35	144.5	12.42	19.19	12.67	17.49
禽畜料	15314	16585	6797	-7.67	144.01	1056.48	12.42	13.05	13.37

资料来源: 公司报告、海通证券研究所

从饲料板块子公司盈利情况看, 2008 年新投产的盐城天邦表现最好。2009 年, 盐城天邦实现营业收入、营业利润和净利润分别为 17269.56 万元、1431.22 万元、1075.37 万元, 其中净利润较上年增加 685.77 万元。该公司以普通淡水鱼料为主打产品, 市场体系建设已经较为成熟, 产能逐步释放, 产品销量、盈利能力稳步增长。

越南天邦离达产尚有不小距离。2009 年 5 月, 公司控股 65% 的子公司越南天邦特驱饲料有限公司 (以下简称: “越南天邦”) 的年设计生产能力为 20 万吨的饲料生产线项目正式投产。2009 年, 越南天邦实现营业收入、营业利润和净利润分别为 1074.74 万元、-556.56 万元、-556.49 万元。出现亏损的主要原因为: 报告期内筹建期间的费用在管理费用中列支; 投产后, 原料供应渠道、市场销售渠道正在培育之中, 短期内无法实现规模效益, 导致亏损严重。当前, 越南天邦的实际产量只有 1000 吨/月, 距离达产仍有相当距离。公司也在当地寻找合作者, 以期在采购环节形成规模效应, 但我们认为预计达到理想效果尚需时间。

表 2 天邦股份各子公司经营情况（万元）

	2009		2008		2007	
	收入	利润	收入	利润	收入	利润
安徽天邦	7695	585	8037	411	5426	487
广东天邦	9200	538	10813	74	9129	810
上海天邦	已出售		8963	-850	8167	-374
上海邦尼	11250	175	4498	40	2851	313
草原天邦	6513	-94	5900	-197	1684	1
盐城天邦	17269	1075	15355	389	3467	-72
盐城邦尼	3863	-1139	3588	-459	301	2
兰州博亚	6647	263	7799	317	3764	167
成都天邦	4200	870	1858	-227	-	-
湖南金德意	23615	720	30364	873	12017	829

资料来源：公司报告、海通证券研究所

公司战略发生调整，疫苗将是未来的发展重点。公司在饲料业务上的产能扩张基本结束，未来的方向是提高盈利的质量。但我们注意到公司对疫苗业务的持续关注将成为战略转型的方向。纵观几年，尽管在疫苗业务上的发展颇费周折，2008 年公司与江苏省农科院官司不断，旨在获得南京天邦的控股权，最终败诉。2008 年中期出资 9250 万元控股成都精华 80% 的股权。2009 年 1 月又出资 2800 万元收购剩余 20% 的股权。2009 年又与 UBI 洽谈合作事项，最终未达成合作事实。但公司仍在不遗余力地将成都精华作为疫苗业务的平台，正在积极争取禽流感、蓝耳病等疫苗的生产许可。2009 年获得鸭传染性浆膜炎灭活疫苗的生产许可，但此项疫苗并非强制性免疫疫苗。2009 年，成都天邦实现营业收入 4200 万元，毛利率 63%。利润 870 万元。未来疫苗业务的大幅增长仍依赖于获得强制性免疫疫苗的生产许可。

盐城邦尼全年大幅亏损，是最拖累公司业绩的子公司。2009 年，公司实现水产品加工收入 3789.09 万元，与上年相比增长 28.57%，虽然收入有所增加，但由于受国际、国内水产品经营总体形势不好，水产品价格大幅下降，而公司本期主要是消化前期生产的大量高成本库存，导致本期水产品加工毛利率下降了 11.22%，达到 -5%，产生 1139 万元的亏损。由于连续两年的亏损，公司也正在积极重新寻找产品定位，期望在今年减亏。

盈利预测及投资建议。我们预计未来公司增长的动力来源于疫苗业务，但由于尚未获得更多的生产批文，本着谨慎的原则，我们尚未考虑可能新增疫苗类型的收入。我们预计公司 2010-2011 年的每股收益为 0.40 和 0.41 元，其中 2010 年每股收益中含有非经常性收益（厂房拆迁补偿）0.087 元。当前股价对应的 PE 达到 39x，维持“中性”的投资评级。盈利预测简表附后。

表3 天邦股份的盈利预测(万元)

项目/年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	55838	105143	96902	110460	122830
减: 营业成本	46033	90994	80388	89802	98562
营业税金及附加	2.4	27.00	39.55	45.08	50.13
销售费用	2306	4100	4417	5035	5599
管理费用	4837	8249	8617	9048	10061
财务费用	886	1654	1491	1612	2341
资产减值损失	175	627	-1	0	0
公允价值变动收益			43.39	0	0
投资收益	124	-18	3459	124	124
营业利润	1723	-526	5453	5042	6341
加: 营业外收入	1190	11805	608	1200	200
减: 营业外支出	59	110	111	100	100
利润总额	2854	11169	5950	6142	6441
减: 所得税费用	188	1855	347	358	376
净利润	2666	9314	5603	5783	6065
归属于母公司的净利润	2224	8926	5308	5429	5640
少数股东权益	442	388	295	354	425
总股本(万股)	13700	13700	13700	13700	13700
每股收益(元)	0.162	0.652	0.387	0.396	0.412

资料来源: 公司报告、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

丁频：农林牧渔&食品行业

重点研究上市公司：登海种业、南宁糖业、通威股份、北大荒、双汇发展、伊利股份、光明乳业、顺鑫农业、好当家、獐子岛。

郭世凯：消费组助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。