

## 成本高企影响养殖盈利，未来将持续改善

### 投资要点：

#### 1. 事件

正邦科技今日发布2014三季报，公司前三季度实现收入121.49亿元，同比增7.52%，净利润为亏损1.16亿元，同比下滑826.11%；扣非后净利润为亏损1.27亿元，同比下滑3833.05%，EPS为-0.19元。其中Q3实现收入45.95亿元，同比增12.7%，净利润为2988.85万元，EPS为0.05元。同时，公司预计2014年净利润为0-4000万元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 三季度实现盈利，未来将持续改善

**销量：**公司前三季度肥猪+仔猪出栏约105万头，同比增长26.5%，其中三季度出栏约35万头，未来随着公司东北地区在建猪场逐渐完工，公司生猪出栏量将会逐季增加，我们预计2014年公司生猪出栏量达到150万头。

**价格：**根据搜猪网数据，今年上半年全国出栏肉猪平均价格为11.71元/公斤，同比去年下降13.8%，自繁自养头均亏损216元，同比去年亏损50元出现大幅下滑。特别是春节后，生猪价格出现一波急跌，从去年12月份的最高点15.45元/公斤下跌元至3-4月份最低点不到10元/公斤，这是近十年来首次出现春节之前猪价下跌现象。从5月份开始，生猪价格开始逐步上涨，8月份生猪价格最高达到了15元/公斤左右，9月份受到储备肉投放的影响，生猪价格小幅回落，但依然在14元/公斤以上。公司Q3生猪养殖板块毛利基本持平，江西成熟厂毛利已经盈利，一些新厂由于刚建成摊销成本较高，毛利依然为亏损8个百分点左右。

**成本：**公司三季度成本较高的主要原因一方面是公司从三季度开始主动调整结构，由于种猪场受到行情景气度低迷影响，出现滞销现象，公司准备将其转化为商品代厂，因此肥猪的成本摊销增加；另一方面是由于受到新厂没有满负荷生产的影响，成本摊销较高。我们认为随着公司新厂的逐渐完工和结构调整逐渐完成，明年公司养殖成本将会有所下降。

公司饲料前三季度收入增长了约6%，盈利大约8000多万；兽药板块盈利约1000万左右。

##### (二)、生猪价格进入上涨通道

目前出栏肉猪均价至14.12元/公斤，同比下跌8.19%；三元仔猪出栏价23.56元/公斤，同比下跌22.21%，当前中小规模化养殖户自繁自养出栏头均盈利为-67元/头。近期生猪价格出现小幅下调，主要是由于部分北方生猪运送至南方，导致四川、湖南和广东等地区猪价下调，预计未来随着南北生猪价格价差缩小，未来全国整体生猪价格将会保持平稳。上周农业部公布了9月份对4000个监测点生猪存栏信息监测情况，9月份能繁母猪存栏较8月份下降0.5%，至4479万头，能繁母猪存栏量已经9个月连续下降，这对明年的生猪价格上涨增添了信心。我们认为2015年生猪平均价格将在16元/公斤。

## 正邦科技 (002157.SZ)

**推荐** 维持评级

分析师：吴立

☎：010-83574546

✉：[wuli@chinastock.com.cn](mailto:wuli@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130512090001

分析师：张婧

☎：010-6656 8757

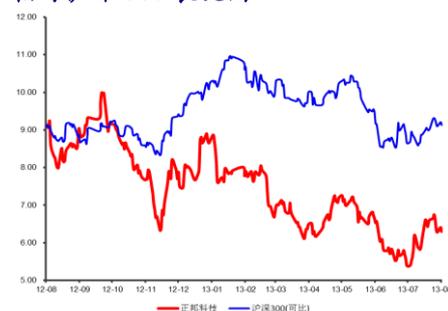
✉：[zhangjing\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130513070001

市场数据 时间 2014.10.28

A股收盘价(元)	9.25
A股一年内最高价(元)	11.40
A股一年内最低价(元)	5.27
上证指数	2337.87
市净率	3.07
总股本(亿股)	5.96
实际流通A股(亿股)	2.76
限售的流通A股(亿股)	3.20
流通A股市值(亿元)	25.50

#### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究部

#### 相关研究

- 2011.9.28 《正邦科技(002157): 生猪养殖“黑马”雏形已现》
- 2012.4.1 《一季报同比大幅增长 全年仍值得期待》
- 2012.9.12 《行业处低谷 公司夯实基础待反转》
- 2013.4.24 《猪价行情低靡、养殖扩张过快令业绩大幅下滑》
- 2014.2.28 《13年猪价低靡令业绩大幅下降，期待14年下半年量价齐升》

### （三）、公司剥离非生猪养殖资产，加强生猪养殖行业竞争力

公司 10 月 7 日公告了下属子公司江西正邦养殖有限公司于 2014 年 9 月 30 日与永联投资签订了《股权转让协议》，拟将所持有的生物育种 40% 股权转让给永联投资，转让价格为 1.571 亿元，转让完成后，正邦养殖不再持有生物育种股权。公司实际控制人林印孙先生持有永联投资 88.4% 的股权。同时，永联投资持有公司 165,290,000 股份，持股比例为 27.72%，本次交易构成关联交易。

公司转让的 40% 和康源生物育种公司股权，该生物育种公司主要以生产父母代鸡鸭苗为主营业务，目前已拥有分公司 1 个，子公司 21 个，其中种鸭 8 个、种鸡 3 个、养殖服务公司 9 个。和康源在 2013 年全行业低迷的情况下，实现了 2102.86 万元净利润，实属不易。但由于今年上半年鸡苗和鸭苗均亏损严重，2014 年 1-7 月公司亏损了 5052 万元。为集中公司资源，专注于生猪养殖产业链的打造，提升主业的行业竞争力，因此剥离了禽类板块相关业务。

本次交易完成后，公司将获得约 1.2 亿左右的投资收益，预计在四季度计入公司报表。

## 3. 投资建议

根据我们猪周期的分析框架，我们认为目前生猪养猪已经处于反转通道。随着公司未来养殖产能逐步释放，养殖效益亦向行业平均水平趋近。未来 2 年是公司养殖业务板块养殖效益及猪周期双“反转”的时期，弹性较大，建议投资者积极关注。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.04/0.38/0.67 元，鉴于行业景气度反转趋势确定，公司成本逐渐下滑，未来 2 年公司将出现价量齐升的态势，给予“推荐”投资评级。

表 2: 公司财务报表预测 1

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	326	456	431	719	营业收入	15582	17998	21777	25828
应收款项	441	493	600	717	营业成本	14747	17062	20414	24064
存货净额	1323	1423	1730	2068	营业税金及附加	1	0	1	1
其他流动资产	400	2340	1272	1843	销售费用	342	360	436	517
流动资产合计	2490	4712	4033	5346	管理费用	372	422	530	602
固定资产	2872	3613	3874	3989	财务费用	151	190	183	256
无形资产及其他	155	148	141	134	投资收益	6	10	8	8
投资性房地产	403	403	403	403	资产减值	(18)	0	(10)	(9)
长期股权投资	64	64	64	64	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	5984	8941	8515	9938	营业利润	(42)	(26)	211	387
短期借款及交易性金融负债	1495	3263	2828	3068	营业外净收支	32	45	20	20
应付款项	1095	1133	1406	1680	利润总额	(10)	19	231	407
其他流动负债	468	1582	1039	1406	所得税费用	21	0	34	60
流动负债合计	3058	5978	5274	6155	少数股东损益	(1)	3	32	57
长期借款及应付债券	1343	1343	1343	1343	归属于母公司净利润	(30)	16	165	290
其他长期负债	85	106	133	165					
长期负债合计	1428	1450	1476	1509	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	4486	7428	6750	7664	净利润	(30)	16	165	290
少数股东权益	524	530	616	835	资产减值准备	6	(2)	2	1
股东权益	973	984	1149	1439	折旧摊销	216	268	335	382
负债和股东权益总计	5984	8941	8515	9938	公允价值变动损失	18	0	10	9
					财务费用	151	190	183	256
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(238)	(922)	414	(351)
每股收益	-0.07	0.04	0.38	0.67	其它	(15)	7	84	218
每股红利	0.41	0.01	0.00	0.00	经营活动现金流	(44)	(632)	1010	549
每股净资产	2.26	2.28	2.67	3.34	资本开支	(1234)	(1001)	(601)	(501)
ROIC	11%	3%	6%	9%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-3%	2%	14%	20%	投资活动现金流	(1241)	(1001)	(601)	(501)
毛利率	5%	5%	6%	7%	权益性融资	240	0	0	0
EBIT Margin	1%	1%	2%	2%	负债净变化	436	0	0	0
EBITDA Margin	2%	2%	3%	4%	支付股利、利息	(175)	(5)	0	0
收入增长	14%	16%	21%	19%	其它融资现金流	340	1768	(435)	240
净利润增长率	-137%	-155%	907%	76%	融资活动现金流	1100	1763	(435)	240
资产负债率	84%	89%	87%	86%	现金净变动	(185)	130	(25)	288
息率	4.7%	0.1%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	511	326	456	431
P/E	-124.5	227.6	22.6	12.8	货币资金的期末余额	326	456	431	719
P/B	3.8	3.8	3.2	2.6	企业自由现金流	(879)	(1503)	486	79
EV/EBITDA	24.4	26.4	14.3	11.1	权益自由现金流	(104)	50	(173)	101

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**吴立，农林牧渔行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**吴立，农林牧渔行业分析师。**2012 年、2013 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

**2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年-2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。**

### 覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186.SZ）等

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)