

正邦科技 股票代码：002157.SZ

正邦科技调研简报：

养殖业务逐步放量，加速向综合服务商转型

目标价：28-29RMB

当前股价：23.93RMB

投资评级 **推荐**

评级变动 **首次评级**

主要观点

1.前端料占比提升

公司饲料产品主要是全价料，今年预混料占比在 20%左右，其中前端料占比提升到 20%左右。猪饲料和禽饲料占比 50%/50%。16 年饲料整体销量保守估计有 80 万吨左右的增量，主要来自规模牧场。饲料价格跟随原材料价格波动进行调整，前端料占比提升推升了饲料毛利率水平。

2.养殖业务逐步放量

公司从种猪场起步，猪舍设计的理念和方式与以育肥猪销售为主的公司不同，这也决定了公司出栏结构的差异，今年种猪、仔猪、肥猪占比大约是 4%/40%/56%。公司目前生猪产能 300 万头，募投项目达产后将增加肥猪产能 95.2 万头，仔猪产能 39.6 万头，将从 17 年起逐步释放产能。公司主要养殖模式为繁殖场模式和自繁自养模式，前几年由于在养殖行业低迷时期快速扩张产能，较高的资金压力抬高了整体养殖成本。募投项目完成后资金压力大为缓解，养殖业务盈利水平将显著提升。

3.技术服务站模式助力向现代农业综合服务商转型

目前服务站数量有 30 多个，主要在华东核心区域，未来 3 年将建成覆盖 12 个省份的 100 个服务站，建成后预计贡献新增收入 50 亿左右。服务站以线下服务为主。未来规模化牧场占比会更高，规模型牧场和小型农场是主要模式，他们需要的服务不仅仅是农资产品的购买，也不能再做简单的营销，而是需要一整套的解决方案。服务站能够提供完整的产品包，产品价格上也有优惠，服务站的人才配比为站长+后台人员+技术服务人员，数量为 1+2+3/5。主要模式一是驻场服务，相当于多了一个免费场长，提供从环评到养殖、检疫等一系列的解决方案，帮助猪场实现成本的下降和养殖收益的提升另外一个 是巡场服务，主要面向小猪场，服务站也能提供解决方案，但没有人员在场，也会提供信息化产品服务。线上服务包括中国养殖网、小牧人电子商务、手机 APP 等服务平台。客户资料进入大数据，未来和阿里巴巴的合作是线上服务的升级。一方面多了阿里巴巴农村淘宝的销售渠道，同时又增加了金融解决方案的服务，未来公司会根据客户信用信息提供小微金融服务。

证券分析师



证券分析师：王莺

执业编号：S0360515100002
电话：021-20572539
邮箱：wangying@hcyjs.com



联系人：曹岩

电话：010-63214652
邮箱：caoyan@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	67,149
流通 A 股/B 股(万股)	38,623/-
资产负债率(%)	60.0
每股净资产(元)	5.0
市盈率(倍)	26.68
市净率(倍)	5.13
12 个月内最高/最低价	27.19/13.45

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

4.投资建议

预计公司 16、17 年饲料销量分别为 550 万吨、660 万吨，生猪出栏量分别为 240 万头、300 万头，预计营业收入分别为 206 亿、251 亿，归母净利润分别为 10.4 亿、12.7 亿，摊薄 EPS 分别为 1.55、1.89，PE 分别为 16X、13X，推荐评级。

5.风险提示

产品价格未达预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,527	3,009	4,596	6,383
应收票据	4	4	4	4
应收账款	433	544	662	799
预付账款	272	327	400	482
存货	1,505	1,808	2,211	2,667
其他流动资产	339	339	339	339
流动资产合计	4,081	6,031	8,212	10,674
其他长期投资	23	23	23	23
长期股权投资	87	87	87	87
固定资产	4,453	3,850	3,329	2,878
在建工程	328	328	328	328
无形资产	282	282	282	282
其他非流动资产	501	501	501	501
非流动资产合计	5,673	5,070	4,549	4,098
资产合计	9,754	11,102	12,761	14,773
短期借款	1,172	1,172	1,172	1,172
应付票据	559	559	559	559
应付账款	959	1,152	1,409	1,700
预收款项	137	172	210	253
其他应付款	398	398	398	398
一年内到期的非流动负债	447	447	447	447
其他流动负债	205	205	205	205
流动负债合计	3,878	4,106	4,401	4,735
长期借款	1,560	1,560	1,560	1,560
应付债券	546	546	546	546
其他非流动负债	227	227	227	227
非流动负债合计	2,334	2,334	2,334	2,334
负债合计	6,212	6,440	6,734	7,068
归属母公司所有者权益	3,131	4,169	5,435	6,990
少数股东权益	420	502	601	724
所有者权益合计	3,552	4,671	6,037	7,714
负债和股东权益	9,764	11,111	12,771	14,782

现金流量表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	946	1,633	1,687	1,887
现金收益	834	1,873	1,987	2,229
存货影响	-48	-303	-403	-456
经营性应收影响	-250	-165	-192	-219
经营性应付影响	410	228	294	334
其他影响	1	0	0	0
投资活动现金流	-1,251	-1	0	0
资本支出	-1,253	-1	0	0
股权投资	48	0	0	0
其他长期资产变化	-46	0	0	0
融资活动现金流	1,446	-150	-100	-100
借款增加	751	0	0	0
财务费用	-198	-150	-100	-100
股东融资	794	0	0	0
其他长期负债变化	98	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	16,416	20,612	25,110	30,300
营业成本	14,893	17,890	21,875	26,384
营业税金及附加	3	4	4	5
销售费用	556	698	850	1,025
管理费用	513	644	784	947
财务费用	198	150	100	100
资产减值损失	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	47	0	0	0
营业利润	281	1,227	1,496	1,838
营业外收入	119	0	0	0
营业外支出	32	0	0	0
利润总额	368	1,227	1,496	1,838
所得税	32	107	131	161
净利润	336	1,120	1,365	1,678
少数股东损益	24	82	99	122
归属母公司净利润	311	1,038	1,266	1,555
NOPLAT	413	1,256	1,457	1,769
EPS(摊薄)(元)	0.46	1.55	1.89	2.32

主要财务比率

	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-0.4%	25.6%	21.8%	20.7%
EBIT 增长率	261.9%	204.5%	15.9%	21.4%
归母净利润增长率	657.6%	233.3%	22.0%	22.9%
获利能力				
毛利率	9.3%	13.2%	12.9%	12.9%
净利率	2.0%	5.4%	5.4%	5.5%
ROE	9.9%	24.9%	23.3%	22.3%
ROIC	5.9%	15.5%	15.4%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	63.6%	58.0%	52.7%	47.8%
债务权益比	111.3%	84.6%	65.5%	51.2%
流动比率	105.2%	146.9%	186.6%	225.4%
速动比率	66.4%	102.8%	136.4%	169.1%
营运能力				
总资产周转率	1.7	1.9	2.0	2.1
应收帐款周转天数	9	9	9	9
应付帐款周转天数	23	23	23	23
存货周转天数	36	36	36	36
每股指标(元)				
每股收益	0.46	1.55	1.89	2.32
每股经营现金流	1.41	2.43	2.51	2.81
每股净资产	4.66	6.21	8.09	10.41
估值比率				
P/E	52	16	13	10
P/B	5	4	3	2
EV/EBITDA	23	10	9	8

农业食品组分析师介绍

华创证券首席分析师：王鹭

英国布里斯托大学经济学硕士，CFA。曾任职于元大京华证券（香港）上海代表处、华泰柏瑞基金、民生证券。2015年加入华创证券研究所。2012年水晶球卖方分析师第五名。

华创证券助理分析师：曹岩

对外经济贸易大学经济学硕士。曾任职于中粮集团财务部。2014年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：赵国防

西南财经大学经济学硕士，2016年加入华创证券研究所。

华创证券助理分析师：杨兆媛

南京大学经济学硕士。2016年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	高级销售经理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售经理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500