

农林牧渔

2019年06月14日

正邦科技 (002157)

——高增长、高弹性的生猪养殖上市公司

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

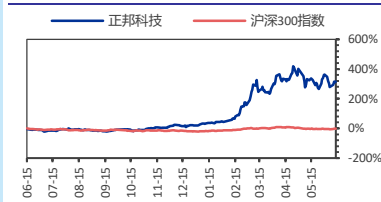
市场数据：2019年06月13日

收盘价(元)	18.37
一年内最高/最低(元)	24.67/3.44
市净率	7.2
息率(分红/股价)	0.22
流通A股市值(百万元)	39843
上证指数/深证成指	2910.74/8951.61

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	2.57
资产负债率%	69.89
总股本/流通A股(百万)	2372/2169
流通B股/H股(百万)	-/-



相关研究

《正邦科技(002157)点评：被低估的猪价上涨弹性品种，维持买入评级！》
2015/07/13

《正邦科技(002157)2013年报点评》
2014/04/25

证券分析师

赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com
王承 A0230518060001
wangcheng2@swsresearch.com

研究支持

冯新月 A0230117090005
fengxy@swsresearch.com

联系人

朱碧逸
(8621)23297818×转
zhuji@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **正邦科技(以下简称公司)是生猪出栏量排名第三的上市公司,预计2019/2020年出栏量分别为700/1000万头,增速分别为26%/43%。**公司主营业务涵盖养殖产业链(饲料、兽药、生猪养殖)及种植产业链(农药),其中饲料、兽药、农药业务较为稳定,我们判断2019-2020年猪周期上行,生猪养殖业务利润弹性巨大。公司自2003年底进入生猪养殖行业,2016年之后发展“公司+农户”的轻资产养殖模式,自此进入高速增长期,2018年“公司+农户”出栏量占比约为80%,自繁自养出栏量占比下降至20%。我们通过对公司资产负债表(固定资产、在建工程、生产性生物资产等科目)进行分析,2019/2020年出栏量达到700/1000万头是可行的。公司产能布局较为分散,出栏量以江西(20%)、广东(18%)、东北三省(14.4%)、湖北(11.7%)为主,其次是山东、广西、江苏、安徽(占比均在3%-6%之间),此外,河南、河北、新疆、云南、贵州、湖南、内蒙古出栏量占比均在3%以下,分散的产能布局可以在最大程度分散疫情风险。养殖成本方面,受非洲猪瘟疫情的直接和间接影响,1Q19养殖完全成本上升至13.5元/公斤(2018年约为12.9元/公斤)。
- **预计此轮周期高度、长度均创历史新高。**2018年8月农业农村部通报第一起非洲猪瘟疫情,我们估计产能去化幅度超30-40%,即使刨除消费下滑(5%)、消费替代(5%)及进口增量(3%)的补充,预计生猪仍有17-27%左右的缺口,足以使得猪价创历史新高(上一轮周期中,猪价在2016年6月最高达到21元/公斤)。我们预计2019/2020年生猪均价分别为16元/公斤、20元/公斤。此外,行业去产能已经波及核心场、祖代场,复产成功率极低,且疫苗2-3年内实现产业化存在较大难度,我们预计产能恢复所需时间较长,周期高点维持时间较长。**随着两广地区抛售进入尾声,猪价上涨,催化剂来临。**从节奏上来看,2019年5月生猪价格以稳为主,压制猪价的主要因素有三:(1)两广(广西、广东)地区疫情加重,生猪集中抛售压制猪价;(2)屠宰、流通环节检测非洲猪瘟,屠宰企业的冷冻肉出库积极性提高,同时屠宰积极性降低,压制猪价;(3)消费量尚未出现明显回升。随着两广地区抛售进入尾声,且农业农村部于5月27日官方通告广西省玉林市博白县发生非洲猪瘟疫情,广西省生猪外调被封锁,两广地区抛售对猪价的压制作用大幅减弱,我们预计6月份猪价将震荡上行,下半年随着消费恢复及产能缺口的体现,猪价将快速上涨,有望在年底达到20-25元/公斤。
- **盈利预测与估值：**预计19/20/21年分别实现营业收入286.38/401.94/417.44亿元,同比增速分别为29.5%/40.4%/3.9%;归母净利润分别为21.25/73.5/51.21亿元,同比增速分别为999%/246%/-30.3%;当前市值对应的PE分别为20/6/9X。如果给予周期高点(2020年)10倍PE,目标市值735亿元,给予“买入”评级。
- **风险提示：**猪价上涨不达预期的风险;出栏量不达预期的风险

财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	22,113	5,194	28,638	40,194	41,744
同比增长率(%)	7.3	4.7	29.5	40.4	3.9
净利润(百万元)	193	-414	2,125	7,350	5,121
同比增长率(%)	-63.2	-	998.6	245.9	-30.3
每股收益(元/股)	0.08	-0.18	0.90	3.10	2.16
毛利率(%)	10.2	2.3	16.8	27.1	20.9
ROE(%)	3.0	-6.8	24.7	46.1	24.3
市盈率	230		20	6	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

投资案件

投资评级与估值

预计 19/20/21 年分别实现营业收入 286.38/401.94/417.44 亿元，同比增速分别为 29.5%/40.4%/3.9%；归母净利润分别为 21.25/73.5/51.21 亿元，同比增速分别为 999%/246%/-30.3%；当前市值对应的 PE 分别为 20/6/9X。如果给予周期高点（2020 年）10 倍 PE，目标市值 735 亿元，给予“买入”评级。

关键假设点

出栏量：我们通过对公司资产负债表（固定资产、在建工程、生产性生物资产等科目）进行分析，预计 2019/2020 年出栏量分别为 700/1000 万头，增速分别为 26%/43%，根据公司正常规划，预计 2021 年出栏量约为 1200 万头。

猪价：我们估计非洲猪瘟导致的此轮周期产能去化幅度 30-40%，即使刨除消费下滑（5%）、消费替代（5%）及进口增量（3%）的补充，预计生猪仍有 17-27%左右的缺口，足以使得猪价创历史新高（上一轮周期中，猪价在 2016 年 6 月最高达到 21 元/公斤）。我们预计 2019/2020/2021 年生猪均价分别为 16 元/公斤、20 元/公斤、17 元/公斤。

养殖成本：受非洲猪瘟疫情的直接和间接影响，1Q19 养殖完全成本上升至 13.5 元/公斤（2018 年约为 12.9 元/公斤）。

有别于大众的认识

市场上对于公司能否实现出栏量目标存在分歧。我们分别从资产负债表的固定资产、在建工程、生产性生物资产等角度进行分析，2019/2020 年实现 700/1000 万头出栏是可行的，同时根据公司正常规划，预计 2021 年出栏量约为 1200 万头。

5 月份猪价并未如期上涨，市场上对于猪价上涨的节奏与幅度存在分歧。我们复盘了 2019 年 3 月至今的猪价走势，找到了 4-5 月猪价的压制因素（疫区抛售、政策、库存、消费等），6 月份开始压制因素逐步消除，且供需缺口将在下半年扩大。我们预计猪价已经开启上涨，且下半年将快速上涨，此轮周期将创新高。

股价表现的催化剂

猪价快速上涨

核心假设风险

猪肉消费下滑幅度超预期导致价格上涨不达预期的风险；公司出栏量不达预期的风险等

目录

1. 公司将充分受益于生猪养殖业务量价齐升.....	6
1.1 业务多元化，弹性靠养殖	6
1.2 2016 年后出栏量高增长	7
1.3 预计 19/20 年出栏量 700/1000 万头.....	10
1.4 生物安全防控加强，养殖成本提高	11
1.5 定增进展顺利，大股东将全额认购	12
2. 猪价进入上涨通道	13
2.1 非洲猪瘟疫情持续发生，去产能幅度超预期.....	13
2.2 多重因素导致 2019 年 5 月猪价未如期上涨.....	15
2.3 预计 2019 年、2020 年生猪均价分别为 16 元/公斤、20 元/公斤...	16
3. 盈利预测与估值.....	16
3.1 预计 19/20 年公司归母净利润 21.25/73.5 亿元	16
3.2 估值仍处于较低水平，给予“买入”评级	17
4. 风险提示	17

图表目录

图 1：正邦科技资产业务图	6
图 2：2017 年年报收入拆分	6
图 3：2017 年年报毛利拆分	6
图 4：正邦科技生猪养殖业务发展历程	7
图 5：2017 年开始，正邦科技大力发展“公司+农户”养殖模式	8
图 6：加美育种为加拿大种猪	8
图 7：正邦科技种猪存栏量	8
图 8：正邦科技猪场建设模式图	9
图 9：正邦科技原种场（GGP）地域布局	9
图 10：正邦科技出栏量地域布局	9
图 11：正邦科技固定资产	10
图 12：主要生猪养殖上市公司固定资产增速对比	10
图 13：正邦科技在建工程	11
图 14：主要生猪养殖上市公司在建工程增速对比	11
图 15：正邦科技生产性生物资产	11
图 16：主要养殖公司生产性生物资产增速对比	11
图 17：正邦科技养殖完全成本	12
图 18：1Q19 主要上市公司完全成本对比	12
图 19：正邦科技资本支出	13
图 20：主要生猪养殖上市公司资产负债率对比	13
图 21：官方通报非洲猪瘟疫情发生情况	14
图 22：目前尚有 7 起疫情未解封	14
图 23：能繁母猪存栏量环比降幅继续扩大	14
图 24：生猪存栏量环比降幅继续扩大	14
图 25：部分省份能繁母猪同比降幅举例	15
图 26：2019 年生猪价格走势	15

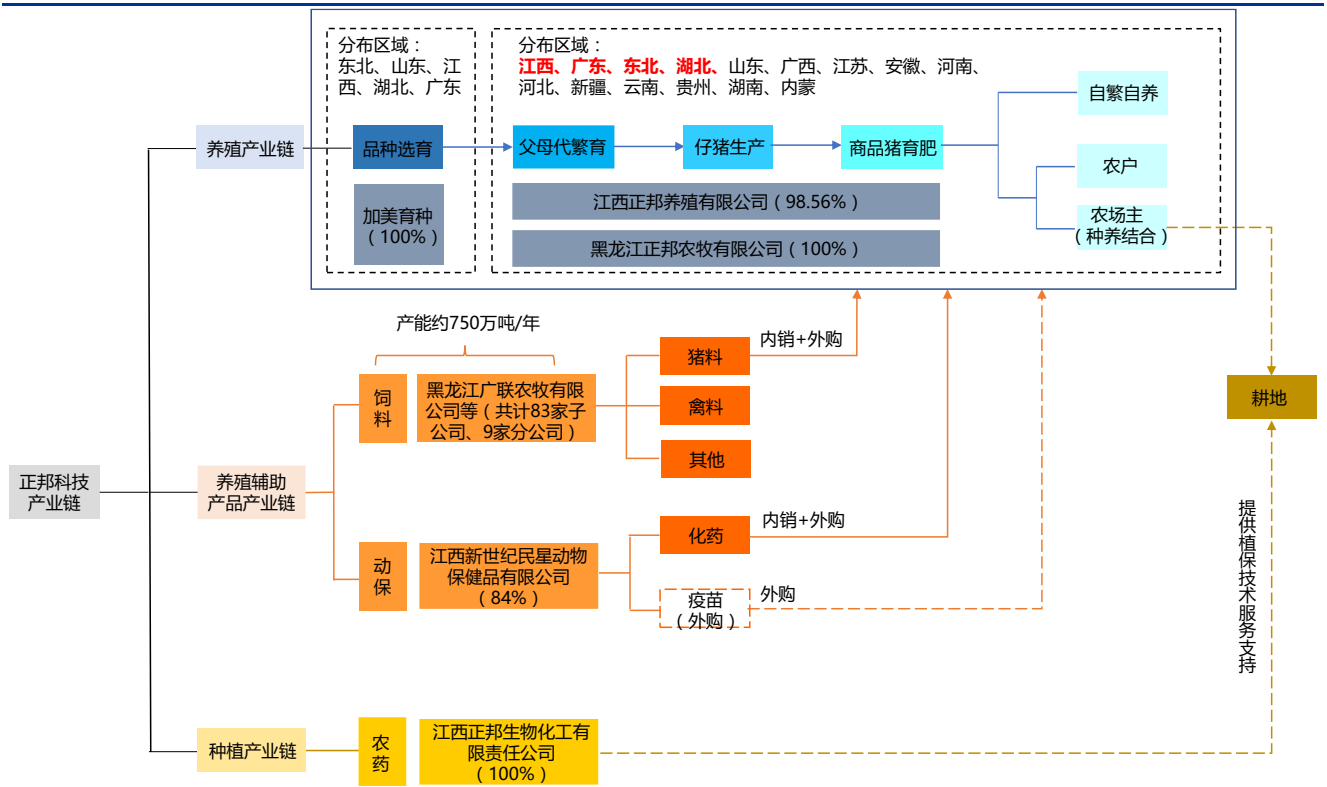
表 1：涉及生猪养殖业务的上市公司 2018 年出栏量	7
表 2：正邦科技 2018 年度定增募投项目.....	13
表 3：屠宰流通环节检测非洲猪瘟相关文件	16
表 4：正邦科技盈利预测	17

1. 公司将充分受益于生猪养殖业务量价齐升

1.1 业务多元化，弹性靠养殖

公司业务涵盖养殖产业链（饲料、兽药、养殖）及种植产业链（农药），其中饲料、兽药和农药业务的盈利水平较为稳定，生猪养殖业务的盈利能力波动较大。我们预计2019-2020年处于猪周期上行阶段，公司利润的主要来源将来自生猪养殖业务。

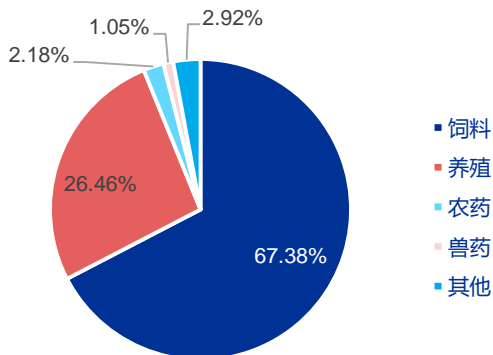
图 1：正邦科技资产业务图



资料来源：申万宏源研究

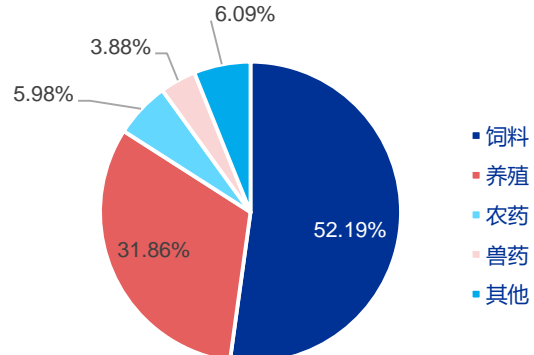
注：饲料、养殖子公司较多，图中只是列举了部分重要的子公司

图 2：2017 年年报收入拆分



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2017 年年报毛利拆分



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 2016 年后出栏量高增长

公司是生猪出栏量第三的上市公司。公司生猪养殖业务涵盖育种及养殖，是我国生猪出栏量排名第三的上市公司，2018 年出栏量 554 万头，仅次于温氏股份和牧原股份。

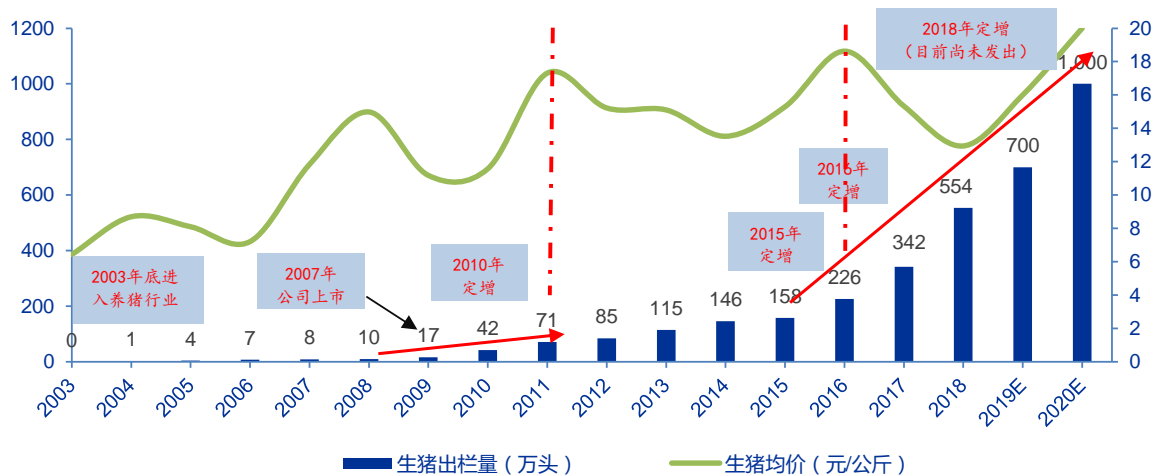
表 1：涉及生猪养殖业务的上市公司 2018 年出栏量

序号	公司	出栏量（万头）
1	温氏股份	2230
2	牧原股份	1101
3	正邦科技	554
4	新希望	255
5	中粮肉食	255
6	雏鹰农牧	236
7	大北农	168
8	新五丰	75
9	海大集团	70
10	唐人神	68
11	天康生物	65
12	傲农生物	42
13	金新农	35

资料来源：公司公告，申万宏源研究

上市 10 年出栏量增长 68 倍，2016 年之后开启高增长。公司自 2003 年底进入生猪养殖业务，于 2007 年上市，上市后的 10 年间出栏量增长了 68 倍，其中增速较快的两个阶段分别是 2008-2011 年（CAGR=95%）、2015-2018 年（CAGR=52%），2011-2015 年增速较慢（CAGR=22%）。我们预计 2019-2020 年公司出栏量分别为 750/900 万头，同比增速分别为 35%/20%，维持较高增速。

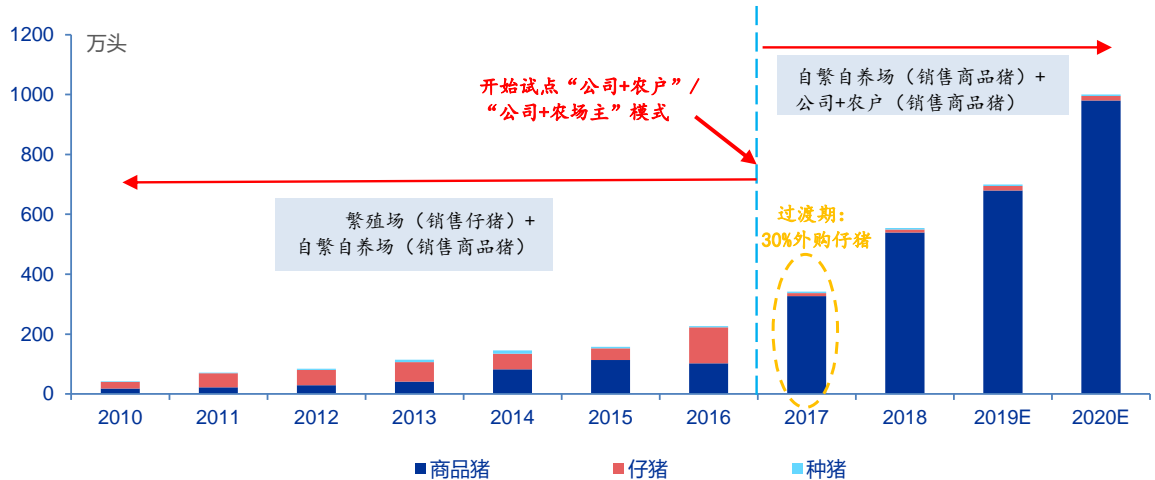
图 4：正邦科技生猪养殖业务发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2016 年开始试点“公司+农户”的轻资产运营模式，是公司出栏量高增的重要原因。2016 年之前，公司的养殖模式分为两种——繁殖场模式（销售仔猪）和自繁自养模式（销售商品猪）；公司自 2016 年开始试点“公司+农户”的轻资产运营模式；2017 年公司养殖模式转变为——自繁自养模式（销售商品猪）和“公司+农户”模式（销售商品猪），在过渡期由于能繁母猪产能有限，公司甚至外购了约 1/3 的仔猪用于给农户放养；2018 年公司实现自供仔猪，外销产品以商品猪为主，仔猪比例几乎可以忽略不计。目前公司自繁自养的比例约为 20%，“公司+农户”模式约为 80%。由于公司新建产能中繁殖场>自繁自养场和育肥场，因此未来“公司+农户”比例或将继续提高。

图 5：2017 年开始，正邦科技大力发展“公司+农户”养殖模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司是育种环节主要由加美（北京）育种科技有限公司负责，主要产品是加系种猪。其拥有最早的国家核心育种场，拥有核心场、曾祖代场、祖代场在内的完善金字塔育种体系。

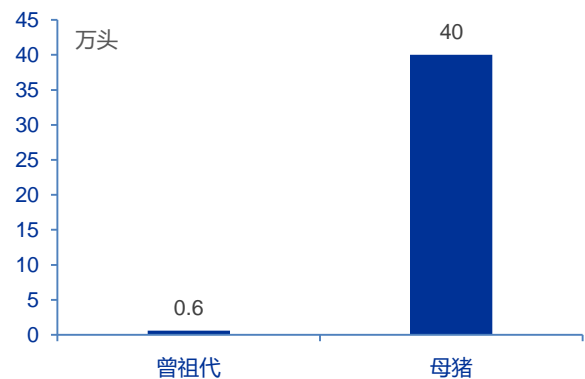
截止目前公司曾祖代种猪存栏量约为 6000 头，母猪（能繁母猪+后备母猪）存栏量约为 40 万头。

图 6：加美育种为加拿大种猪



资料来源：公司官网，申万宏源研究

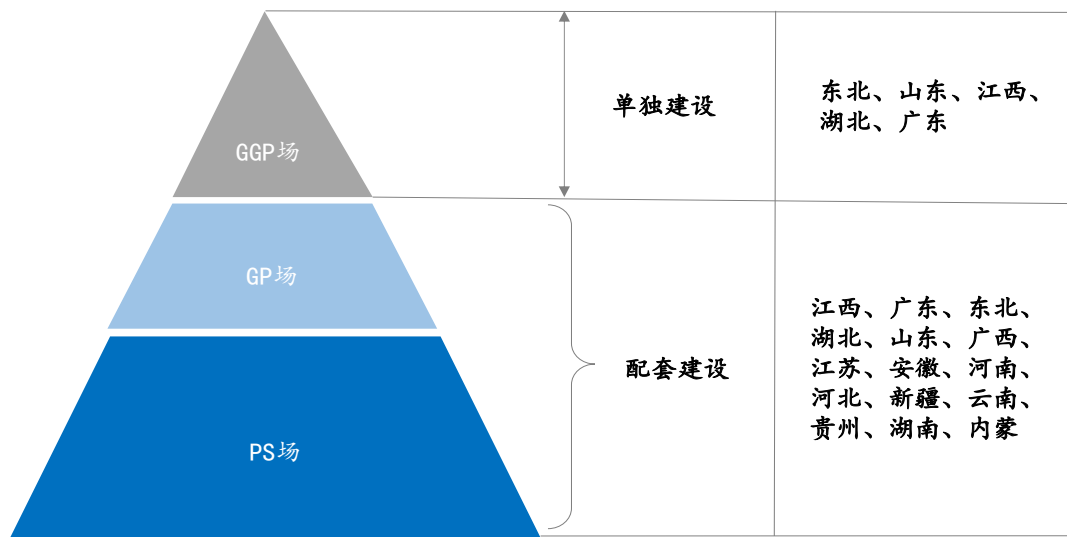
图 7：正邦科技种猪存栏量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

在养殖环节，公司目前采用两种模式：自繁自养和“公司+农户”¹。配套的固定资产包括 GGP（原种场，用于生产祖代种猪）、GP（祖代场，用于生产二元母猪）、PS（母猪场，用于生产仔猪）场。在自繁自养模式下，公司也有建设自有的 CS 场（育肥场，用于生产商品猪）。原种场一般独立建设，与 GP 场、PS 场分开隔离。商品猪场一般会配套建设 GP 场、PS 场，分布区域比较广泛，原则上，公司有猪场的地方基本都会配套齐备，也有 GP 场周围间隔一定距离，配套若干 PS 场的情况。

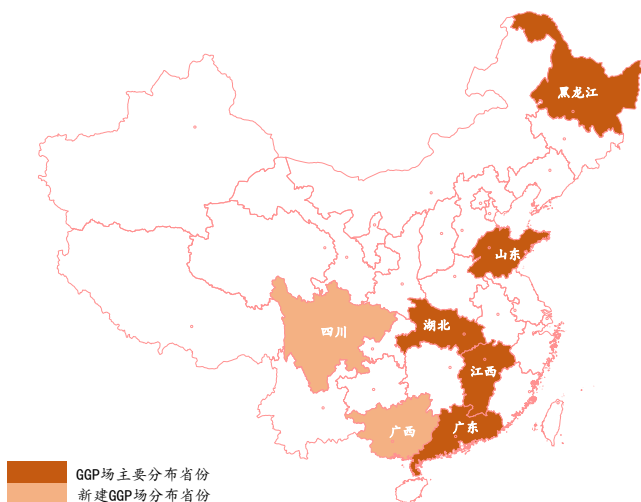
图 8：正邦科技猪场建设模式图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司产能布局较为分散。公司原种场（GGP 场）主要在东北、山东、江西、湖北、广东和四川、广西（新建）等省份。出栏量（1 月）以江西（20%）、广东（18%）、东北三省（14.4%）、湖北（11.7%）为主，其次是山东、广西、江苏、安徽（占比均在 3%-6% 之间），此外，河南、河北、新疆、云南、贵州、湖南、内蒙古出栏量占比均在 3% 以下。

图 9：正邦科技原种场（GGP）地域布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：正邦科技出栏量地域布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

¹在“公司+农户”模式基础上，2017 年，公司又发展了“公司+农场主”模式。农场主经营着适度规模的种植业，拥有配套的土地资源，农药事业部还能同步提供植保技术服务支持，为生猪养殖业的种养结合。

1.3 预计 19/20 年出栏量 700/1000 万头

决定养殖上市公司出栏量的有多种因素，包括固定资产、生物资产等，在非洲猪瘟的背景下，疫情防控能力也影响公司出栏量，下文我们将分别从这三个方面进行分析。

固定资产：2017Q4 开始，公司固定资产同比增速加快。固定资产大幅增加的原因主要是 2016Q4 开始在建工程同比增速加快，到 2017 年年底部分项目已经建设完毕，开始转入固定资产。截止 2019 年 Q1，公司固定资产 91.06 亿元。

从固定资产角度测算 2019-2020 年出栏量：由于猪场建设完成后需经历后备/能繁母猪引种-配种-怀孕-仔猪生产-商品猪育肥等多个过程，所需时间约为 1 年（10-14 个月），则 2019 年新增产能为（2017Q2~Q4 新增固定资产对应的产能）*1/2+（2018Q1 新增固定资产对应的产能）+（2018Q2~Q4 新增固定资产对应的产能）*1/2，由公司募投项目可知公司 1 头商品猪出栏对应的固定资产投资约为 900 元（公司+农户模式为主），假设新增固定资产的 90%为猪场，计算可得 2019 年新增产能约为 200~250 万头。如果考虑到产能利用率及非洲猪瘟疫情的影响，2019 年出栏量做到 700 万头是可行的。

在建工程：2018 年在建工程转入固定资产金额超 28 亿元，2018 年在建工程居于高位，预计 2019 年仍有大量猪场建设完成，我们预计 2019 年转入金额不会低于 2018 年。则我们预计新增产能可超过 300 万头，则 2020 年出栏量做到 1000 万头在理论上是可行的。

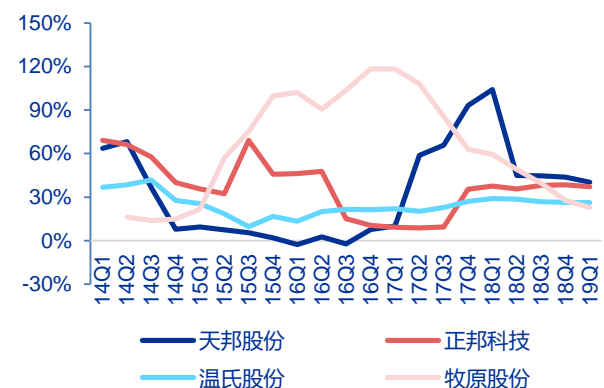
生产性生物资产：截止 2019 年 Q1，公司生产性生物资产约为 10.09 亿元，由于疫情的直接和间接影响，同比下降 21.69%，环比下降 9.02%。拆分公司生产性生物资产，截止目前公司曾祖代存栏量约为 6000 头，母猪（包括能繁母猪和后备母猪）约为 40 万头。预计下半年母猪存栏量环比会有所回升，支撑 2020 年出栏量。

图 11：正邦科技固定资产



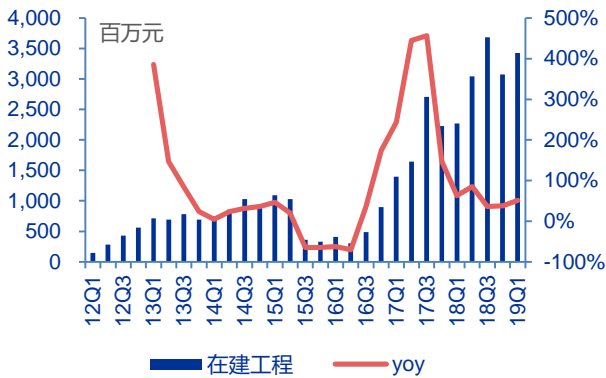
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：主要生猪养殖上市公司固定资产增速对比



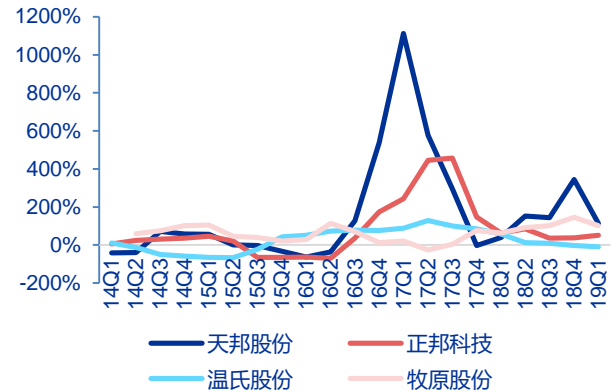
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：正邦科技在建工程



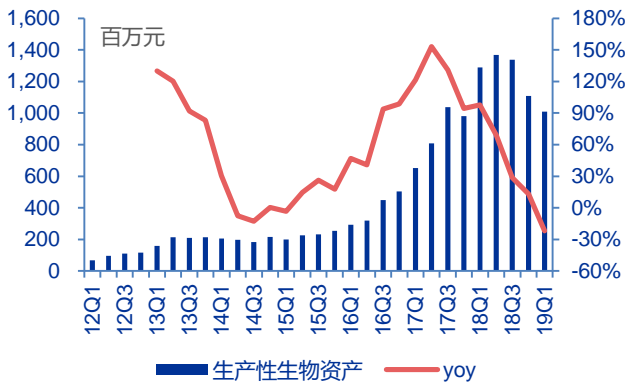
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：主要生猪养殖上市公司在建工程增速对比



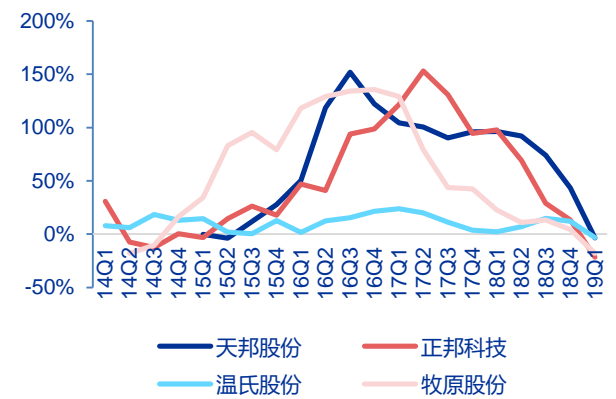
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：正邦科技生产性生物资产



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 16：主要养殖公司生产性生物资产增速对比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

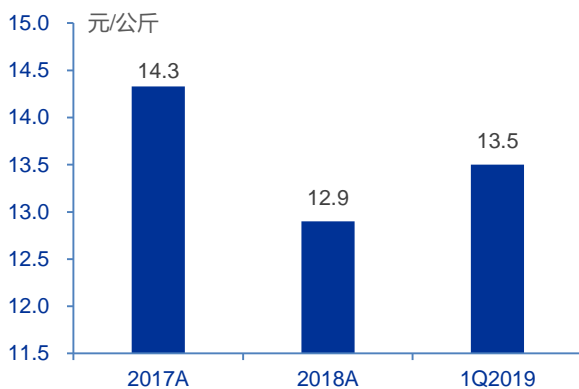
1.4 生物安全防控加强，养殖成本提高

公司建立了三级洗消制度，提高疫情防控能力。距离猪场 5 公里外，建设三级消毒点，进行泡沫浸泡；在距离猪场 3 公里处建设二级消毒点；猪场 500-1000 米处建设一级消毒点。此外，二级消毒点外建设淘汰中转房，猪苗中转房，中转料塔，物品二级消毒房。门卫设置洗澡间、消毒房。

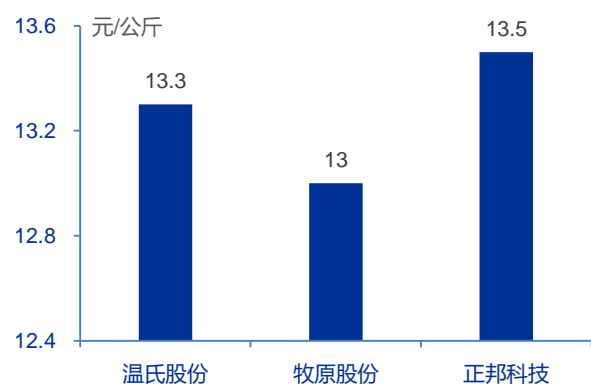
- (1) 车辆消毒：无关车辆禁止进入三级消毒点范围。所有运输淘汰猪、猪苗、饲料的车辆进出均需经过三级消毒和专用中转程序；
- (2) 物品消毒：放置在二级消毒房，包装拆开，通过臭氧+紫外线消毒 24 小时后，由专用物品车转入门卫消毒间，再经过 24 小时的消毒后，方可进入场内。
- (3) 人员进出：实行封场制度，减少人员休假。减少外部人员进场，巡检人员隔离 36 小时方可进场。

- (4) 生猪进出：出猪时，生猪经过分场出猪台、总场出猪台、中转房再转到外部车辆运出；引种时，种源场猪群经过检测合格后，经过三级消毒点、中转房、总场出猪台、进入隔离舍，由专人进行饲养，2周内进行猪瘟检测，无异常情况后方可引入。

疫情防控增加成本，预计 1Q19 公司养殖完全成本约为 13.5 元/公斤。受非洲猪瘟疫情的直接或间接影响，生猪养殖上市公司的养殖完全成本均出现不同程度上涨。1Q19 公司养殖完全成本约为 13.5 元/公斤 相比 2018 年养殖成本提升 0.6 元/公斤，但涨幅低于行业均值（温氏股份、牧原股份的成本上升 1-1.5 元/公斤）。公司养殖成本上升主要来自一次性的生物安全防护支出，主要包括新增淘汰中转房、猪苗中转房、中转料塔、物品二级消毒房、门卫洗澡间、门卫消毒房、消毒设施及物品、人工成本、饲料及猪只中转运输成本、跨地区运输成本、设施设备维护成本、合作养户疫情防控投资补贴及其他相关成本支出 1 亿元以上，使公司 2019 年一季度成本上升较快。

图 17：正邦科技养殖完全成本


资料来源：公司公告，申万宏源研究

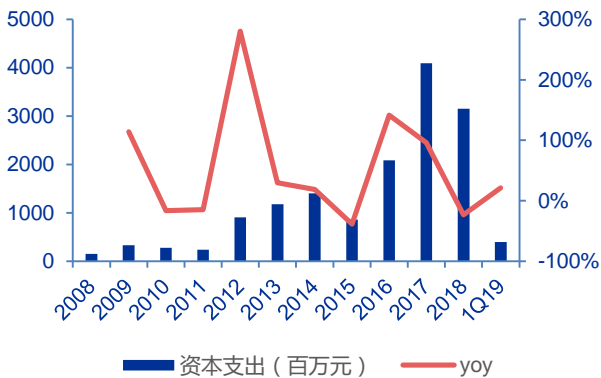
图 18：1Q19 主要上市公司完全成本对比


资料来源：公司公告，申万宏源研究

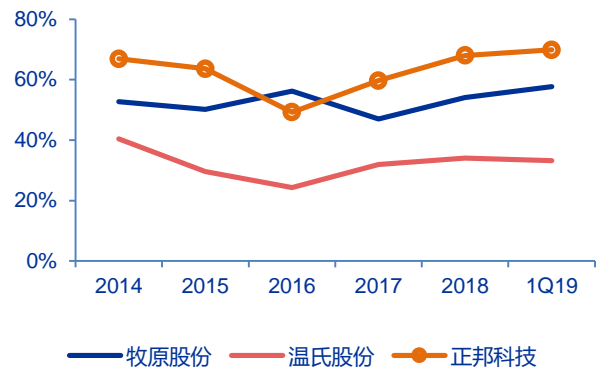
1.5 定增进展顺利，大股东将全额认购

扩产能需大额资本支出，资产负债率已处于较高水平。从现金流量表上来分析，2016 年-2019 年一季度，公司资本支出约为 97 亿元，除经营活动产生的现金流（约 40 亿元）外，公司于 2015 年、2016 年两次定增募集资金（约 22 亿元）。此外，公司新增短期借款（约 27 亿元）及长期借款（约 14 亿元）用于生产经营。因此 2016 年 1Q19，公司资产负债率由 49% 上升至接近 70%，提升幅度较大，且与可比公司（温氏股份、牧原股份）相比，公司的资产负债率最高。

10 亿元定增已过证监会发审会审核通过。公司于 2018 年 10 月发布定增预案，金额 10 亿元，其中 5.47 亿元用于偿还银行贷款，剩余用于补充产能（3.2 万头母猪）。2019 年 5 月获证监会发审会审核通过，下一步需等待证监会批文，之后定价实施。该定增将由大股东全额认购，体现大股东对公司长期发展前景的信心。

图 19：正邦科技资本支出


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：主要生猪养殖上市公司资产负债率对比


资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：正邦科技 2018 年度定增募投项目

序号	项目	实施主体	地点	建设内容	拟投资金额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	烈山区古饶谷山村正邦存栏 16,000 头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目	淮北正邦畜牧发展有限责任公司	淮北市烈山区谷山村	繁殖舍、公猪舍、隔离舍以及环保等配套基础设施	28,223.26	22,422.58
2	虞城正邦存栏 32,000 头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目（一期）	正邦高老庄（虞城）现代农业有限公司	虞城县乔集乡乔北村	公猪站 1 栋、公猪隔离舍 1 栋、GP 繁殖舍 1 栋、GP 保胎舍 1 栋、PS 繁殖舍 7 栋、后备舍 1 栋，及综合用房、宿舍房 2 栋、食堂附属用房等	28,026.14	22,114.02
3	偿还银行贷款				54,737.89	54,737.89
合计					110,987.29	99,274.49

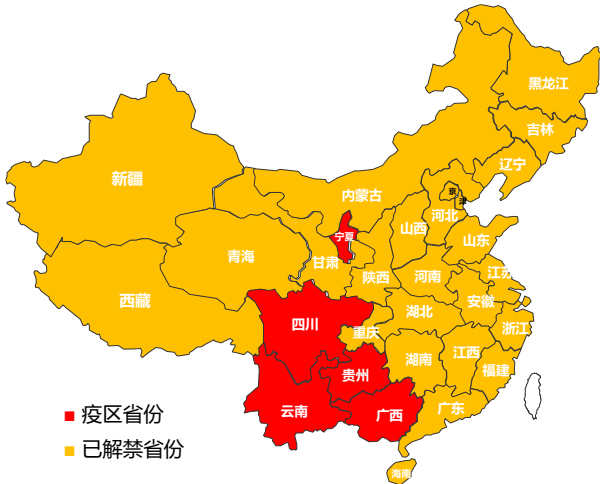
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 猪价进入上涨通道

2.1 非洲猪瘟疫情持续发生，去产能幅度超预期

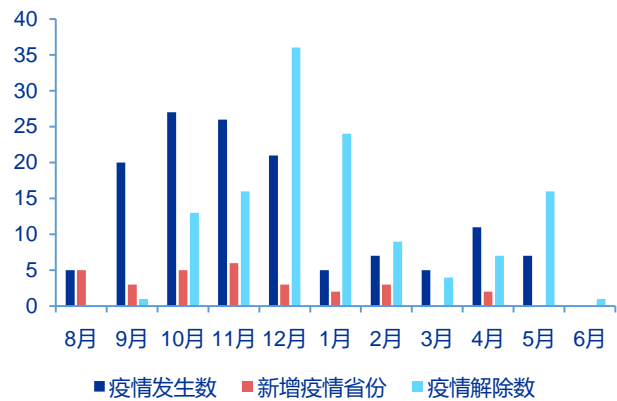
非洲猪瘟疫情持续发生。2018 年 8 月农业农村部通告第一起非洲猪瘟疫情，截止 2019 年 6 月 11 日，农业农村部共通报非洲猪瘟疫情 134 起，其中 127 起已解封，尚未解封的省份（自治区、直辖市）包括宁夏、四川、云南、贵州和广西。我们估计实际发生疫情的数量远超农业部官方通报数据。

图 21：官方通报非洲猪瘟疫情发生情况



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

图 22：目前尚有 7 起疫情未解封

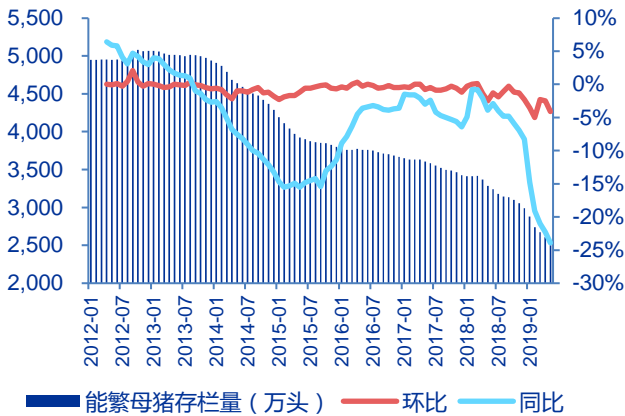


资料来源：农业农村部，申万宏源研究

预计全国生猪养殖去产能幅度 30%-40%甚至更高。市场上缺乏对全国去产能幅度的准确数据，我们采取多方验证的方式来推算，下文将分别采用农业部、畜牧业协会及终端走访的数据进行大概测算。

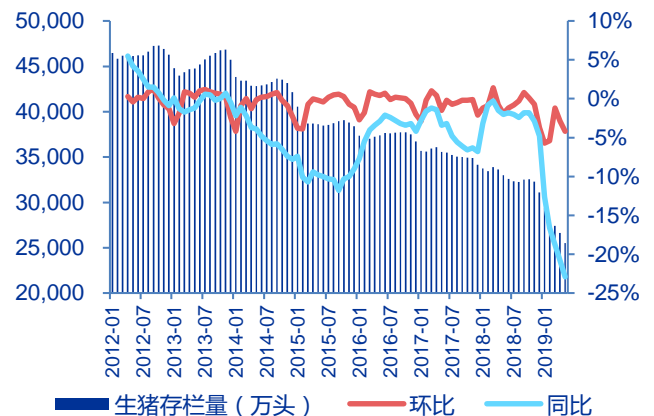
农业部数据显示能繁母猪存栏量同比降幅扩大。2019 年 5 月能繁母猪存栏量环比下降 4.1%，同比下降 23.9%（环比降幅扩大，同比降幅持续扩大）；生猪存栏量环比下滑 4.2%，同比下降 22.9%。产能去化幅度超过以往所有周期。

图 23：能繁母猪存栏量环比降幅继续扩大



资料来源：农业农村部，申万宏源研究

图 24：生猪存栏量环比降幅继续扩大

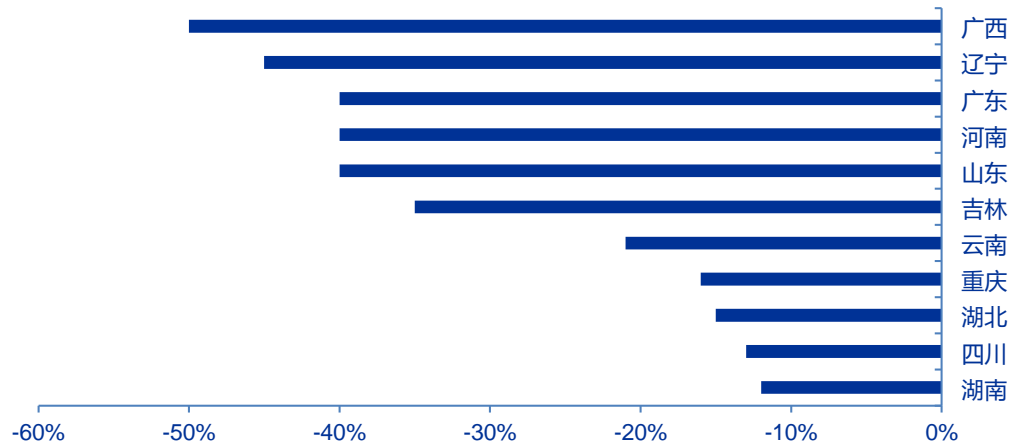


资料来源：农业农村部，申万宏源研究

畜牧业协会主要跟踪规模化养殖场的情况，其数据显示 2019 年 4 月能繁母猪存栏量下滑 12%左右。

农业农村部畜牧兽医局和全国畜牧总站赴各省走访，结果反馈生猪养殖产能大幅下滑，结合我们对部分省份的终端走访，我们测算全国去产能幅度超过 30%，甚至更高。

图 25 : 部分省份能繁母猪同比降幅举例

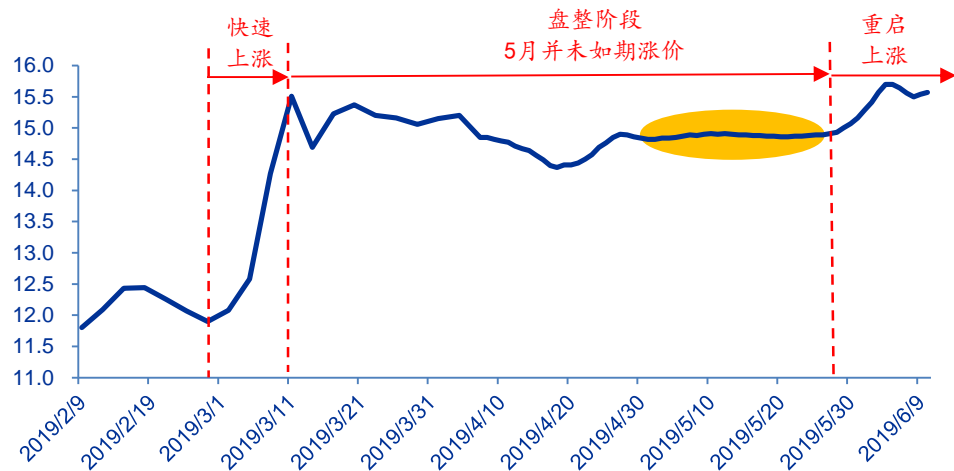


资料来源：农业农村部，畜牧业协会，申万宏源研究

2.2 多重因素导致 2019 年 5 月猪价未如期上涨

2019 年 3 月至今，猪价走势分为三个阶段。

图 26 : 2019 年生猪价格走势



资料来源：猪易通，申万宏源研究

阶段一：3 月 1 日至 3 月 11 日，10 天内猪价由 12 元/公斤快速上涨至 15 元/公斤，上涨幅度为 25%。此阶段猪价快速上涨的主要原因在于：（1）春节前的恐慌情绪导致生猪集中出栏（与春节前的“旺季不旺”相对应），导致 3 月初待售标猪减少；（2）养殖户/养殖企业对后期生猪价格上涨形成一致预期，目前压栏惜售情绪高涨；（3）冻肉收储量虽小但在心理层面对行业参与者的行为形成刺激。综合以上多种原因，导致 3 月上旬猪价快速上涨。

阶段二：3 月 12 日至 5 月底，猪价处于盘整期，大部分时间猪价处于 15 元/公斤左右，最低为 14.4 元/公斤。此前市场一致预期 5 月份猪价将会开启上涨，但并未如期兑现。主要原因分析：（1）华南地区（广西、广东）疫情加重，紧急抛售压制猪价，且在广西通报疫情之前，生猪可以长距离运输至华北甚至东北，导致全国猪价上涨乏力；（2）屠宰、流

通环节非洲猪瘟检测，导致冻肉出库积极性提高而活猪屠宰的积极性降低；（3）消费端并未出现回暖。

阶段三：5月底开始，猪价或将重启上涨通道。华南地区（广西、广东）抛售进入尾声，且5月27日农业农村部官方通告广西省玉林市博白县发生非洲猪瘟疫情，广西省生猪外调被封锁，因此两广地区抛售对猪价的压制作用大幅减弱。此外，屠宰企业检测非洲猪瘟的“百日计划”在7月1日之前将全部完成，我们估计第二阶段压制猪价的多重因素逐步缓解，6月份猪价将震荡上行，下半年随着消费恢复及产能缺口的体现，猪价将快速上涨。

表 3：屠宰流通环节检测非洲猪瘟相关文件

时间	发文部门	文件名称	主要要求
2019.3.15	农业农村部	《关于加强屠宰环节非洲猪瘟检测工作的通知》	跨省销售生猪产品和年屠宰 10 万头以上的屠宰企业以及生猪屠宰、加工一体化企业最迟于 4 月 1 日前开展非洲猪瘟自检；年屠宰 5 万头以上的屠宰企业最迟于 5 月 1 日前开展自检；其他屠宰企业最迟于 7 月 1 日前开展自检。屠宰企业检出非洲猪瘟病毒核酸阳性的，停止生产至少 48 小时，对扑杀的生猪（包括已屠宰的同批次生猪）予以补贴；如果检测不到位导致阳性产品流出，产品应召回、销毁，不予以补贴，停止生产至少 15 日。
2019.4.3	市场监管总局、农业农村部、工业和信息化部	《关于在加工流通环节开展非洲猪瘟病毒检测的公告》	猪肉制品加工企业开展非洲猪瘟病毒检测自 5 月 1 日起执行。严禁采购来自非定点屠宰厂（场）或者来源不明的生猪产品；猪肉制品加工企业原料检出非洲猪瘟病毒核酸阳性的，将同批次原料无害化处理并将场所彻底消毒；相关部门加强对食用农产品集中交易市场、销售企业和餐饮企业检查，防止带病生猪产品流入市场。
2019.4.3	湖南省防治重大动物疫病指挥部办公室	《关于加强冷冻猪肉非洲猪瘟专项抽检的紧急通知》	抽检对象为屠宰企业、生猪产品交易市场和冷库在 2018 年 1 月以来入库的冷冻猪肉，特别是从省外高风险区调入的生猪产品，时间为 4 月 20 日之前。检测结果送达前，暂停销售 2018 年 1 月-2019 年 3 月 31 日入库的库存肉；对检测合格的产品，应限期出库销售，清空库存，并彻底消毒；检测为阳性的产品，果断无害化处理，并争取当地财政予以补贴；对违规调运产品不予补贴

资料来源：农业农村部，申万宏源研究

2.3 预计 2019 年、2020 年生猪均价分别为 16 元/公斤、20 元/公斤

预计本轮周期上涨高度、时间均将超预期。非洲猪瘟导致的产能去化幅度超过以往，且非洲猪瘟将在短期内无法得到控制。我们预计本轮周期高点的或将创历史新高（上轮周期高点出现在 2016 年 6 月，为 21 元/公斤），且猪价维持高位的时间也将更长。我们预计 2019 年、2020 年生猪价格均价分别为 16 元/公斤、20 元/公斤。

3. 盈利预测与估值

3.1 预计 19/20 年公司归母净利润 21.25/73.5 亿元

通过上文分析，我们分别得到了关于生猪均价及公司出栏量的预测：（1）预计 2019 年、2020 年生猪均价分别为 16 元/公斤、20 元/公斤；（2）预计公司 2019/2020 年出栏

量分别为 700/1000 万头。此外，我们预计 2021 年出栏量 1200 万头，猪价均价 17 元/公斤，公司养殖完全成本约为 13.5 元/公斤（考虑到非洲猪瘟疫情产生的直接和间接成本）。

基于以上核心假设，我们测算 19/20/21 年分别实现营业收入 286.38/401.94/417.44 亿元，同比增速分别为 29.5%/40.4%/3.9%；归母净利润分别为 21.25/73.5/51.21 亿元，同比增速分别为 999%/246%/-30.3%。

表 4：正邦科技盈利预测

	2019E	2020E
生猪养殖业务：		
出栏量（万头）	700	1000
均价（元/公斤）	16	20
完全成本（元/公斤）	13.5	13.5
净利润（百万元）	1925	7150
其他业务利润（百万元）	200	200
合计利润（百万元）	2125	7350

资料来源：申万宏源研究

3.2 估值仍处于较低水平，给予“买入”评级

以 2019 年 6 月 13 日收盘价计算，公司当前市值对应的 19/20/21 年 PE 分别为 20/6/9X，周期高点（2020 年）的估值仍处于较低水平。通过复盘 A 股上市公司雏鹰农牧、牧原股份、温氏股份、正邦科技及美股上市公司 Smithfield（2013 年已退市）的历史周期高点 PE 估值水平，我们发现：（1）周期高点的年份，PE（市值/当年盈利）的最小值均值约为 10.28 倍，最大值均值约为 16.73 倍，则中值为 13.5X；（2）如果仅针对 A 股上市公司计算估值，其 PE 可能更高；（3）部分上市公司的 PE 最高可以超过 20 倍。考虑到非洲猪瘟疫情导致养殖产能幅度较大及恢复需要时间较长等因素，我们认为：2020 年生猪价格高点时生猪养殖公司安全 PE 为 10 倍；合理 PE 为 14X（略高于 13.5X）；乐观情况下可以达到 18X 甚至超过 20X（详见 2019 年 3 月 13 日发布的报告《生猪养殖龙头企业估值空间、弹性测算深度报告：生猪养殖板块估值仍低于合理水平，继续看好》）。

如果给予周期高点（2020 年）10 倍 PE，目标市值 735 亿元，给予“买入”评级！

4. 风险提示

1. 生猪价格上涨不达预期、公司出栏量不达预期或者成本上涨超过预期均会影响上市公司业绩。
2. 此前公司公告因为养殖场发生火灾，如果公司不能及时加强管理，再次出现此类事件，也会对上市公司业绩产生不利影响。
3. 公司 2018 年的定向增发尚未发行，目前股价上涨幅度较大，如果定增无法正常发行，则会影响后期公司项目建设及偿还银行贷款的安排。此前公司公告定增将由第二大股东江西永联全额认购，或能在一定程度上保证定增的顺利发行。

财务摘要

合并损益表

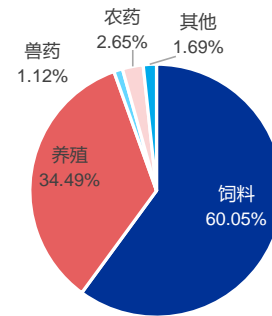
百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	20,615	22,113	28,638	40,194	41,744
饲料	14,039	13,279	14,873	15,974	16,773
养殖	5,513	7,626	12,416	22,744	23,376
兽药	219	248	273	286	315
农药	455	587	704	810	891
其他	389	373	371	380	389
营业总成本	20,056	21,865	26,305	32,509	36,346
营业成本	18,218	19,851	23,815	29,303	33,036
饲料	12,737	11,936	13,360	14,343	15,055
养殖	4,719	7,021	9,474	13,908	16,866
兽药	123	179	191	186	189
农药	306	377	458	527	579
其他	334	338	332	339	346
税金及附加	25	30	39	54	56
销售费用	668	736	945	1,206	1,252
管理费用	751	683	1,060	1,487	1,545
财务费用	194	329	444	445	443
资产减值损失	29	28	2	14	13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	17	-11	10	10	10
汇兑收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	8	-1	1	1	1
其他收益	27	22	2	17	20
营业利润	611	258	2,346	7,714	5,429
营业外收支	-22	-55	-100	30	-30
利润总额	588	203	2,246	7,744	5,399
所得税	32	11	111	384	268
净利润	557	193	2,135	7,360	5,131
少数股东损益	31	-1	10	10	10
归属于母公司所有者的净利润	526	193	2,125	7,350	5,121

资料来源：申万宏源研究

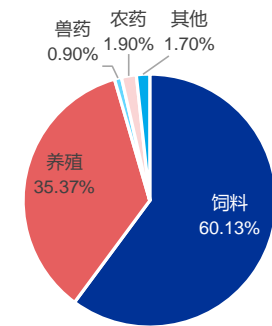
合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,740	6,988	9,399	19,410	26,841
现金及等价物	1,408	1,584	3,694	12,423	19,129
应收款项	942	1,074	1,072	1,309	1,323
存货净额	3,329	4,234	4,536	5,582	6,293
其他流动资产	61	96	96	96	96
长期投资	175	160	160	160	160
固定资产	9,869	13,418	13,433	12,999	12,604
无形资产及其他资产	831	760	780	799	817
资产总计	16,616	21,326	23,772	33,367	40,421
流动负债	7,146	9,777	8,831	9,808	10,473
短期借款	3,651	4,652	3,000	3,000	3,000
应付款项	2,319	3,539	4,245	5,222	5,887
其它流动负债	1,177	1,586	1,586	1,586	1,586
非流动负债	2,768	4,729	5,987	7,245	8,503
负债合计	9,914	14,506	14,818	17,053	18,976
股本	2,334	2,364	2,364	2,364	2,364
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,809	1,865	1,865	1,865	1,865

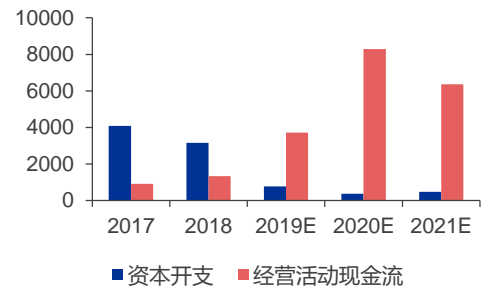
收入结构



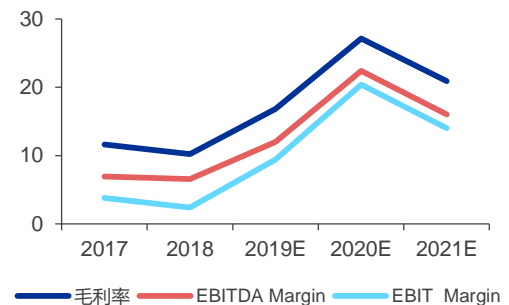
成本结构



资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)



其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	164	171	249	517	704
未分配利润	2,009	2,079	4,126	11,207	16,142
少数股东权益	386	341	351	361	371
股东权益	6,702	6,819	8,954	16,314	21,445
负债和股东权益合计	16,616	21,326	23,772	33,367	40,421

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	557	193	2,135	7,360	5,131
加：折旧摊销减值	674	942	747	810	870
财务费用	184	315	444	445	443
非经营损失	-16	4	-11	-11	-11
营运资本变动	-513	-204	403	-319	-73
其它	31	81	0	0	0
经营活动现金流	918	1,331	3,718	8,284	6,360
资本开支	4,094	3,150	779	379	479
其它投资现金流	-151	0	10	10	10
投资活动现金流	-4,186	-3,148	-769	-369	-469
吸收投资	145	84	0	0	0
负债净变化	2,187	2,275	-394	1,258	1,258
支付股利、利息	363	569	444	445	443
其它融资现金流	498	-142	0	0	0
融资活动现金流	2,467	1,648	-839	813	815
净现金流	-801	-170	2,111	8,728	6,706

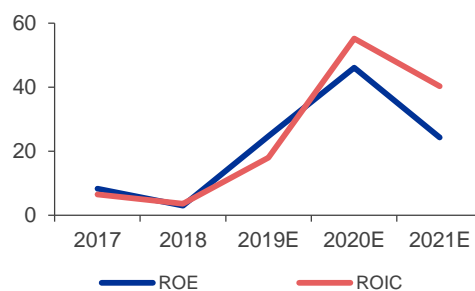
资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.08	0.90	3.10	2.16
每股经营现金流	0.39	0.56	1.57	3.50	2.69
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.66	2.73	3.64	6.75	8.92
关键运营指标(%)					
ROIC	6.5	3.6	18.0	55.2	40.3
ROE	8.3	3.0	24.7	46.1	24.3
毛利率	11.6	10.2	16.8	27.1	20.9
EBITDA Margin	6.9	6.5	12.0	22.4	16.0
EBIT Margin	3.8	2.4	9.4	20.4	14.0
收入同比增长	9.0	7.3	29.5	40.4	3.9
净利润同比增长	-49.7	-63.2	998.6	245.9	-30.3
资产负债率	59.7	68.0	62.3	51.1	46.9
净资产周转率	3.40	3.46	3.80	3.27	2.25
总资产周转率	1.43	1.17	1.27	1.41	1.13
有效税率	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	84	230	20	6	9
P/B	6.9	6.7	5.0	2.7	2.1
EV/Sale	2.4	2.3	1.7	1.0	0.9
EV/EBITDA	34.3	35.8	14.3	4.6	5.4

资料来源：申万宏源研究

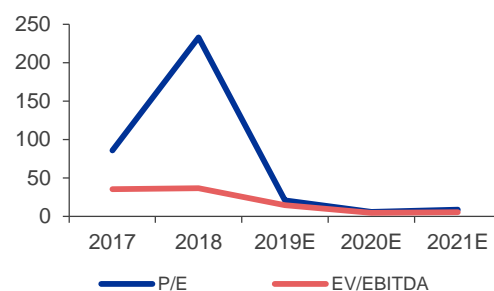
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。