

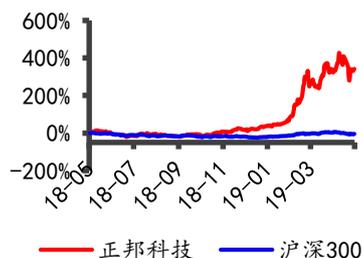
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	19.37
52周最高(元)	24.67
52周最低(元)	3.44
总市值(亿元)	459
流通市值(亿元)	420
总股本(亿股)	23.72
流通股本(亿股)	21.69
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	69.89

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
 SAC 执业证书编号：S1340511010001
 Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
 SAC 执业证书编号：S1340118010016
 Email: yanghao@cnpsec.com
 电话：010-67017788-9506

相关研究报告

聚焦饲料与生猪养殖，业务增长前景乐观
——正邦科技(002157)
核心观点

● 聚焦饲料与生猪养殖，养殖板块业绩弹性高。公司前身为1996年成立的江西大和实业，历经更名以及2004年改制，2007年在深交所上市，主要从事饲料、生猪、兽药及农药的生产和销售，公司以构建产业链一体化竞争战略为导向，聚焦猪用饲料和生猪养殖两大业务，目前公司饲料销量规模处于行业领先地位，同时生猪出栏规模位居A股同类上市公司第三位。2018年公司实现营业收入221.1亿元，同比+7.27%；因受生猪价格疲软、养殖业务毛利率大幅下滑拖累，实现归母净利1.93亿元，同比-63.2%。收入结构上，各业务占比为：饲料60.1%、生猪养殖34.5%、农药2.7%、兽药1.1%以及其它约1.6%；饲料业务贡献毛利占比约六成，占据主导地位，但养殖板块受生猪价格影响较大，为公司业绩弹性所在。历史业绩上，2014-2018年期间公司收入、归母净利复合增速分别为7.6%、47.3%，收入端增速稳健，利润端受行业周期影响，波动较大，但利润底部出现抬升。我们认为，收入端稳健增长是利润端兑现的基础，利润端周期性波动导致的股价过度反应，正为中期周期投资者与长期价值投资者提供了更具性价比的配置机会。

● 饲料业务：猪饲料增长较快，增长前景乐观。公司主要提供猪饲料、禽饲料以及少量水产、反刍饲料，产品结构以全价料为主，2018年饲料板块实现收入132.79亿元，同比-5.41%，公司通过调整市场影响策略、组织机制和业务流程变革，叠加高毛利猪饲料收入占比提升，饲料板块整体毛利率同比提升0.85个百分点，达到10.11%。板块细分来看：1)猪饲料收入92.71亿元，同比增长5.85%，毛利率12.31%，同比提升0.35个百分点。短期来看，2018年受生猪养殖行情低迷、环保政策以及“非洲猪瘟”影响，下游生猪存栏下降导致了猪饲料需求的短期疲软，但目前生猪价格已处于底部向上通道，养殖户饲料投料积极性将得到提高，毛利率存提升预期；中长期来看，目前北方地区受非洲猪瘟影响更为严重，公司北方片区收入也因此受到一定影响，后期北方地区规模养殖户补栏将助力猪饲料业务增速回暖；2)禽饲料收入31.93亿元，同比-27.91%，毛利率4.15%，同比提升0.2个百分点。一方面，禽饲料18H1受禽产业低谷、禽料需求低位影响，同比有所下滑；另一方面，公司战略重心向生猪产业链转移，禽饲料业务2019年应有所回暖，保持稳健。

● 养殖业务：聚焦生猪养殖，多模式拓展做大做强。2017年，公司将禽类养殖剥离，聚焦于生猪养殖业务，2018年公司生猪养殖收入76.26亿

元，同比增长 38.33%，同期出栏量达到 553.99 万头，同比增长 61.87%，出栏量位列上市公司前三。公司预判生猪价格自 2019 年 3 月已经进入新一轮上涨周期，从而制定了以扩大生猪养殖规模为首要任务的业务方针，未来几年将通过加快生猪养殖场建设、寻找并购机会、积极推进“公司+农户”/“公司+农场主”的轻资产合作养殖模式，三线共同发展来确保公司生猪出栏量的较快增长，2019 年计划出栏达到 650-800 万头。

● **产业链竞争优势凸显，助力养殖效率提升、抵御周期波动。**公司近年逐步聚焦构建生猪产业链竞争优势，已初步建成“饲料-兽药-种猪繁育-商品猪养殖”的一体化农牧产业链，希望借由产业链上下游周期时间错配来达到平滑单一业务业绩周期波动过大的作用。目前来看，公司主要业绩基础为饲料、业绩弹性与空间看养殖，兽药、原料贸易主要起协同作用，产业链协同有助于提升整体养殖效率、抵御周期波动，利好公司估值提升。

● **盈利预测与评级：**预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.25 元、1.80 元和 2.17 元，目前股价对应 2019-2021 年市盈率分别为 47.7 倍、10.8 倍和 13.7 倍，首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

● **风险提示：**下游养殖业疫情、自然灾害影响；上游玉米、大豆（豆粕）价格波动；生猪价格大幅波动；农业政策风险。

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	22,113	25,336	28,940	33,043
增长率（%）	7.3%	14.6%	14.2%	14.2%
净利润（百万元）	193	960	4,231	3,343
增长率（%）	-63.2%	396.4%	340.7%	-21.0%
EPS（元）	0.08	0.41	1.79	1.41

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。