

正邦科技 (002157)

## 业绩表现符合预期 静待 2020 年量价齐升

## ——2019 年业绩快报点评

	钟凯锋 (分析师)	鲁家瑞 (分析师)	李晓渊 (分析师)
	021-38674876	021-38677618	021-38674936
	zhongkaifeng@gtjas.com	lujiarui@gtjas.com	lixiaoyuan@gtjas.com
证书编号	S0880517030005	S0880518070001	S0880518070003

## 本报告导读:

公司生猪养殖规模快速扩张, 未来养殖成本具有较大改善空间, 饲料业务稳步发展, 产品结构持续优化。

## 投资要点:

**投资建议: 维持增持。**非洲猪瘟造成生猪产能大幅去化, 生猪价格上涨超预期; 2019 年公司防控疫情一次性投入大, 养殖成本阶段性上升, 2020 年成本可能回归正常, 盈利能力将大幅提升。因此我们下调 2019 年业绩 EPS 预测至 0.69 元 (前值为 0.93 元), 上调 2020-21 年业绩 EPS 预测至 4.09 和 4.47 元 (前值为 2.75、3.44 元), 给予 2020 年行业平均估值 5.86 倍 PE, 维持 23.95 元目标价, 维持增持。

**业绩表现符合预期。**公司 2019 年归属于上市公司股东的净利润 16.97 亿元, 同比增长 778%; 其中, Q4 单季度毛利润接近 15 亿元, 业绩表现符合预期。考虑到 2019Q4 有 129 万头的生猪出栏, 扣除仔猪影响, 预计育肥猪单头盈利接近 1300 元, 刷新公司历史头均盈利新纪录。

**静待 2020 年业绩量价齐升。**考虑到, 疫情和生猪产能正常递延节奏, 2020 全年猪价仍有望维持接近 30 元/公斤的均价。此外, 公司 2019 年底母猪存栏接近 120 万头, 从公司股权激励的考核要求来看, 预计 2020 年生猪出栏同比增长不低于 60%。综合来看, 公司 2020 年业绩有望迎量价齐升。

**头部企业率先恢复生产, 看好板块周期与成长共振。**从行业角度看, 目前集团化企业凭借资金和技术优势率先恢复生产, 散养户虽然存栏企稳, 但仍全面暴露在疫情的高风险下。集团化企业结构性单群体的恢复和扩产将开启非典型性猪周期成长与周期的共振, 公司作为国内养猪数量优等生, 有望充分受益行业红利, 分享周期与成长共振。

**风险提示:** 畜禽价格波动风险, 疾病发生风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,615	22,113	25,441	42,303	49,230
(+/-)%	9%	7%	15%	66%	16%
经营利润 (EBIT)	782	605	1,859	10,685	11,623
(+/-)%	-36%	-23%	207%	475%	9%
净利润 (归母)	526	193	1,697	10,037	10,989
(+/-)%	-50%	-63%	777%	491%	9%
每股净收益 (元)	0.21	0.08	0.69	4.09	4.47
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	3.8%	2.7%	7.3%	25.3%	23.6%
净资产收益率 (%)	8.3%	3.0%	20.8%	55.1%	37.6%
投入资本回报率 (%)	6.4%	4.2%	12.4%	62.0%	59.7%
EV/EBITDA	12.78	12.83	24.00	—	—
市盈率	73.48	199.72	22.76	3.85	3.52
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 23.95

上次预测: 23.95

当前价格: 15.52

2020.02.23

## 交易数据

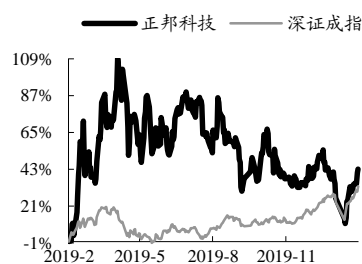
52 周内股价区间 (元)	10.25-24.67
总市值 (百万元)	38,114
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,456/2,218
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	90%
日均成交量 (百万股)	65.98
日均成交值 (百万元)	999.40

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,553
每股净资产	3.08
市净率	5.0
净负债率	102.54%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.03	-0.18
Q2	-0.10	0.06
Q3	0.09	0.13
Q4	0.06	0.68
全年	0.08	0.69

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	0%	41%
相对指数	-3%	-19%	7%

## 相关报告

《专注生猪产能投放 顺应趋势建巨头》  
2019.07.18

《出栏数据略超预期 拥抱超级猪周期》  
2019.07.09

《业绩表现符合预期 静待超级猪周期》  
2019.04.22

《业绩表现符合预期 静待周期反转》  
2019.01.09

《养殖规模持续扩张, 未来成本改善空间大》  
2018.08.08

模型更新时间: 2020.02.22

股票研究

必需消费  
农业

正邦科技 (002157)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **23.95**

上次预测: 23.95

当前价格: 15.52

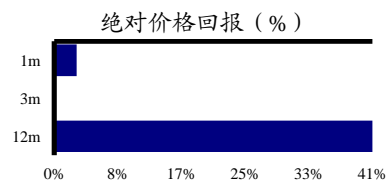
公司网址

www.zhengbang.com

公司简介

公司是一家以农业为基础、在农业产业化领域内不断进行产业拓展经营的农牧企业,分设饲料、养殖、种植、物流、金融等产业集团,以种猪育种、商品猪养殖、种鸭繁育、农作物优良新品种选育、肉食品加工、饲料、兽药、生物农药、芳樟种植及芳樟产品加工、油茶种植及油茶产品加工、大米加工、相关产品的销售与技术服务以及基于农业产业链的贷款、担保、融资租赁、资产管理为主营业务。

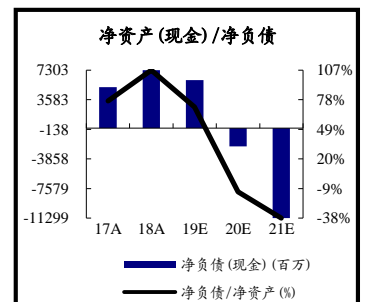
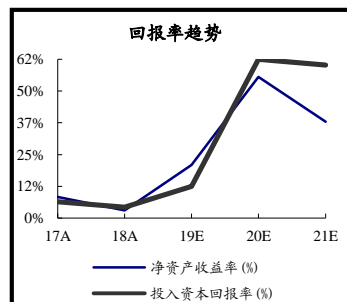
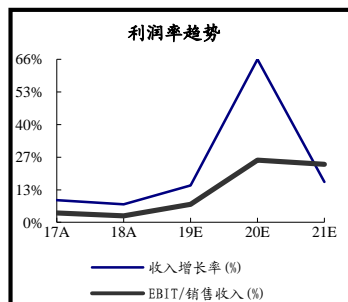
正邦饲料获得中国名牌称号,正邦商标荣获中国驰名商标。



52 周价格范围: 10.25-24.67  
市值 (百万): 38,114

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	20,615	22,113	25,441	42,303	49,230
营业成本	18,218	19,851	21,611	28,310	33,825
税金及附加	25	30	31	51	59
销售费用	668	736	850	1,417	1,654
管理费用	751	683	865	1,417	1,625
<b>EBIT</b>	<b>782</b>	<b>605</b>	<b>1,859</b>	<b>10,685</b>	<b>11,623</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	17	-11	10	10	10
财务费用	194	329	98	101	33
<b>营业利润</b>	<b>611</b>	<b>258</b>	<b>1,810</b>	<b>10,634</b>	<b>11,640</b>
所得税	32	11	90	531	581
少数股东损益	31	-1	9	50	55
<b>归母净利润</b>	<b>526</b>	<b>193</b>	<b>1,697</b>	<b>10,037</b>	<b>10,989</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,408	1,584	1,242	9,262	17,665
其他流动资产	4,333	5,404	4,462	6,151	7,251
长期投资	145	133	133	133	133
固定资产合计	6,663	9,236	9,996	10,811	11,676
无形及其他资产	4,067	4,969	4,484	5,684	7,084
<b>资产合计</b>	<b>16,616</b>	<b>21,326</b>	<b>20,317</b>	<b>32,041</b>	<b>43,810</b>
流动负债	7,146	9,777	8,447	10,083	10,808
非流动负债	2,768	4,729	3,345	3,345	3,345
股东权益	6,702	6,819	8,525	18,613	29,657
<b>投入资本(IC)</b>	<b>11,527</b>	<b>13,733</b>	<b>14,295</b>	<b>16,362</b>	<b>18,503</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	740	573	1766	10150	11042
折旧与摊销	645	914	40	85	135
流动资金增量	185	-594	-570	53	-124
资本支出	-4,094	-3,150	-686	-2,095	-2,395
<b>自由现金流</b>	<b>-2,525</b>	<b>-2,257</b>	<b>550</b>	<b>8,193</b>	<b>8,658</b>
经营现金流	918	1,331	2,424	10,215	11,391
投资现金流	-4,186	-3,148	-313	-2,085	-2,385
融资现金流	2,467	1,648	-2,453	-110	-603
<b>现金流净增加额</b>	<b>-801</b>	<b>-170</b>	<b>-342</b>	<b>8,020</b>	<b>8,403</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	9.0%	7.3%	15.0%	66.3%	16.4%
EBIT 增长率	-35.9%	-22.7%	207.3%	474.8%	8.8%
净利润增长率	-49.7%	-63.2%	777.4%	491.4%	9.5%
利润率					
毛利率	11.6%	10.2%	15.1%	33.1%	31.3%
EBIT 率	3.8%	2.7%	7.3%	25.3%	23.6%
归母净利润率	2.6%	0.9%	6.7%	23.7%	22.3%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	8.3%	3.0%	20.8%	55.1%	37.6%
总资产收益率(ROA)	3.2%	0.9%	8.4%	31.3%	25.1%
投入资本回报率(ROIC)	6.4%	4.2%	12.4%	62.0%	59.7%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	54	70	55	55	55
应收账款周转天数	8	7	8	8	8
总资产周转天数	256	313	299	226	281
净利润现金含量	174.5%	688.0%	142.8%	101.8%	103.7%
资本支出/收入	19.9%	14.2%	2.7%	5.0%	4.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.7%	68.0%	58.0%	41.9%	32.3%
净负债率	76.9%	107.1%	70.9%	-12.2%	-38.1%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	73.48	199.72	22.76	3.85	3.52
PB	2.23	2.01	4.87	0.00	0.00
EV/EBITDA	12.78	12.83	24.00	—	—
P/S	1.78	1.68	1.46	0.88	0.76
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		