

**正邦科技(002157)/饲料**
**出栏量持续增长，生物资产企稳回升**
**评级：买入(维持)**

市场价格：4.08

分析师：陈奇

执业证书编号：S0740514070005

电话：021-20315189

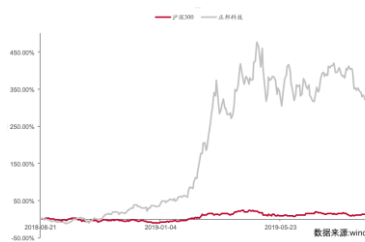
Email: chenqi@r.qlzq.com.cn

研究助理：唐翌

Email: tangyi@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 2435  |
| 流通股本(百万股) | 2173  |
| 市价(元)     | 16.81 |
| 市值(百万元)   | 4093  |
| 流通市值(百万元) | 3653  |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

| 指标         | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)  | 20,614.9 | 22,113.0 | 25,092.7 | 38,345.6 | 58,598.1 |
| 增长率 yoy%   | 9.0%     | 7.3%     | 13.5%    | 52.8%    | 52.8%    |
| 归母净利润(百万元) | 525.7    | 193.4    | 2,613.2  | 8,126.2  | 13,121.0 |
| 增长率 yoy%   | -49.7%   | -63.2%   | 1251.0%  | 211.0%   | 61.5%    |
| 每股收益(元)    | 0.22     | 0.08     | 1.11     | 3.44     | 5.55     |
| 净资产收益率     | -0.33    | -0.07    | 0.07     | 0.38     | 2.16     |
|            | 8.3%     | 3.0%     | 30.9%    | 50.2%    | 46.9%    |
| P/E        | 77.9     | 211.6    | 15.2     | 4.9      | 3.0      |
| PEG        | 0.5      | 0.7      | 0.4      | 0.0      | 0.0      |
| P/B        | 6.5      | 6.3      | 4.7      | 2.5      | 1.4      |

备注：以 2019 年 08 月 21 日收盘价为基准

**投资要点**

- **事件：**正邦科技公布 2019 年半年报，1H2019 实现营业收入 113.77 亿元，同比降低 6.91%，归母净利润-2.75 亿元，同比下滑 43.98%，扣非后归母净利润-1.91 亿元，同比下滑 10.44%。加权 ROE 为-4.33%。
- **生猪出栏量持续提升，成本上涨整体可控。**公司上半年出栏 309.36 万头，同比增加 24.7%，中报披露消耗性生物资产 33.72 亿元，环比增长 10%，我们预计公司 2019 年出栏量大概率持续提升。受累于 2019Q1 猪价大幅下滑，预计上半年养殖板块净亏损 3.2 亿左右，估算公司上半年完全成本不足 14 元/公斤，我们认为在疫情背景下，公司成本上涨幅度整体合理可控。随着 2 季度猪价上涨，公司生猪养殖业务已经扭亏为盈。受益于行业母猪产能去化，下半年生猪价格预计将持续上涨，8 月多地猪价上涨至 25 元/公斤以上，因此我们认为公司下半年生猪养殖业务将迎来“量”“价”齐升。
- **防疫+复产稳步推进，生产性生物资产企稳回升。**中报生产性生物资产企稳回升(12.53 亿)，较 Q1 增加 24%，我们认为生产性生物资产的回升反映当前公司防疫体系逐步完善，复产工作开始推进。公司上半年资本支出 9.02 亿，仍旧维持在较高水平。
- **怎么看公司后续的扩张和业绩？**疫情影响下，上市公司同时面临巨大的风险和机遇，当前阶段我们认为公司后续成长性可期，核心原因有三：(1) **公司战略清晰，持续聚焦生猪养殖业务。**过去 3 年资本支出大幅提升(约 100 亿的资本支出)，对应养殖产能大幅提升；(2) **行业困难期资金充裕，抗风险和底部扩张能力增强。**2019 年通过大股东定增和股权转让的方式，预计募集资金超过 20 亿，大幅增强公司抗风险和扩张能力。(3) **成本改善明显，管理水平提升。**公司过去两年养殖成本持续下降(测算 2017/2018 年完全成本分别为 13.8/12.7 元/公斤)，虽然受疫情影响，上半年成本有所提升，但上涨幅度有限，当前成本水平趋近行业龙头。
- 综上所述，我们认为公司出栏量有望持续提升，19/20 年公司生猪出栏量有望达到 650/1100 万头，对应公司净利润分别达到 26.13/81.26 亿元，对应当前估值仍有空间，给予公司继续推荐。
- **风险提示：**大规模疫病风险或公共卫生安全事件风险，原料价格大幅波动，猪价短期大幅下跌。

图表 1：正邦科技三大报表预测

| 利润表 (百万元)   | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E           |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b> | <b>20,614.9</b> | <b>22,113.0</b> | <b>25,092.7</b> | <b>38,345.6</b> |
| 减:营业成本      | 18,218.4        | 19,851.0        | 20,132.6        | 26,643.5        |
| 营业税费        | 25.2            | 29.9            | 28.0            | 47.2            |
| 销售费用        | 668.1           | 736.0           | 803.0           | 1,207.9         |
| 管理费用        | 921.2           | 682.6           | 777.9           | 1,188.7         |
| 财务费用        | 193.9           | 329.0           | 476.3           | 410.7           |
| 资产减值损失      | 29.2            | 27.9            | 31.0            | 32.0            |
| 加:公允价值变动收益  | -               | -               | -               | -               |
| 投资和汇兑收益     | 16.5            | -11.1           | 16.0            | 16.0            |
| <b>营业利润</b> | <b>610.7</b>    | <b>257.8</b>    | <b>2,859.9</b>  | <b>8,831.6</b>  |
| 加:营业外净收支    | -22.2           | -54.6           | -60.0           | -60.0           |
| <b>利润总额</b> | <b>588.5</b>    | <b>203.2</b>    | <b>2,799.9</b>  | <b>8,771.6</b>  |
| 减:所得税       | 32.0            | 10.6            | 148.4           | 464.9           |
| <b>净利润</b>  | <b>525.7</b>    | <b>193.4</b>    | <b>2,613.2</b>  | <b>8,126.2</b>  |

| 资产负债表 (百万元)      | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 1,407.7         | 1,583.8         | 1,756.5         | 2,684.2         |
| 交易性金融资产          | -               | -               | -               | -               |
| 应收帐款             | 727.1           | 829.4           | 425.2           | 1,705.1         |
| 应收票据             | 6.2             | 8.8             | 5.1             | 16.2            |
| 预付帐款             | 209.1           | 235.5           | 234.3           | 387.4           |
| 存货               | 3,328.9         | 4,233.6         | 3,931.3         | 6,430.0         |
| 其他流动资产           | 61.4            | 96.5            | 100.0           | 100.0           |
| 可供出售金融资产         | 30.3            | 27.0            | 28.6            | 28.6            |
| 持有至到期投资          | -               | -               | -               | -               |
| 长期股权投资           | 144.9           | 132.8           | 132.8           | 132.8           |
| 投资性房地产           | -               | -               | -               | -               |
| 固定资产             | 6,663.5         | 9,236.1         | 10,137.9        | 10,974.7        |
| 在建工程             | 2,225.8         | 3,073.1         | 4,609.6         | 5,609.6         |
| 无形资产             | 317.5           | 345.7           | 354.0           | 361.3           |
| 其他非流动资产          | 1,493.3         | 1,523.5         | 1,607.2         | 1,595.3         |
| <b>资产总额</b>      | <b>16,615.7</b> | <b>21,325.6</b> | <b>23,322.5</b> | <b>30,025.3</b> |
| 短期债务             | 2,587.5         | 3,693.6         | 5,906.5         | 4,767.5         |
| 应付帐款             | 2,690.5         | 3,241.6         | 1,696.8         | 5,312.0         |
| 应付票据             | 370.3           | 1,348.9         | 190.1           | 327.9           |
| 其他流动负债           | 1,497.6         | 1,493.4         | 1,276.6         | 1,790.8         |
| 长期借款             | 2,086.7         | 3,344.7         | 4,221.0         | -               |
| 其他非流动负债          | 681.5           | 1,384.1         | 1,189.8         | 1,085.1         |
| <b>负债总额</b>      | <b>9,914.1</b>  | <b>14,506.2</b> | <b>14,480.9</b> | <b>13,283.3</b> |
| <b>少数股东权益</b>    | <b>386.0</b>    | <b>340.9</b>    | <b>379.2</b>    | <b>559.7</b>    |
| 股本               | 2,333.7         | 2,363.9         | 2,363.9         | 2,363.9         |
| 留存收益             | 4,109.1         | 4,254.9         | 6,098.5         | 13,818.5        |
| <b>股东权益</b>      | <b>6,701.7</b>  | <b>6,819.4</b>  | <b>8,841.6</b>  | <b>16,742.0</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>16,615.7</b> | <b>21,325.6</b> | <b>23,322.5</b> | <b>30,025.3</b> |

| 现金流量表 (百万元)       | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E           |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润               | 556.5           | 192.5           | 2,613.2         | 8,126.2         |
| 加:折旧和摊销           | 644.5           | 914.0           | 413.8           | 479.8           |
| 资产减值准备            | 29.2            | 27.9            | -               | -               |
| 公允价值变动损失          | -               | -               | -               | -               |
| 财务费用              | 184.4           | 314.7           | 476.3           | 410.7           |
| 投资收益              | -16.5           | 11.1            | -16.0           | -16.0           |
| 少数股东损益            | 30.8            | -0.9            | 38.3            | 180.5           |
| 营运资金的变动           | -1,025.2        | 424.2           | -2,259.4        | 42.9            |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>911.8</b>    | <b>1,330.7</b>  | <b>1,266.3</b>  | <b>9,224.1</b>  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-4,179.7</b> | <b>-3,148.3</b> | <b>-2,846.1</b> | <b>-2,308.1</b> |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>2,466.8</b>  | <b>1,647.6</b>  | <b>1,752.6</b>  | <b>-5,988.4</b> |
| <b>现金净流量</b>      | <b>-797.0</b>   | <b>-173.9</b>   | <b>174.2</b>    | <b>928.2</b>    |

| 财务指标         | 2017   | 2018   | 2019E   | 2020E  |
|--------------|--------|--------|---------|--------|
| <b>成长性</b>   |        |        |         |        |
| 营业收入增长率      | 9.0%   | 7.3%   | 13.5%   | 52.8%  |
| 营业利润增长率      | -38.9% | -57.8% | 1009.3% | 208.8% |
| 净利润增长率       | -49.7% | -63.2% | 1251.0% | 211.0% |
| EBITDA增长率    | -18.8% | 18.7%  | 130.9%  | 159.3% |
| EBIT增长率      | -36.1% | 0.7%   | 330.8%  | 177.0% |
| 净资产增长率       | 7.8%   | 1.8%   | 29.7%   | 89.4%  |
| <b>利润率</b>   |        |        |         |        |
| 毛利率          | 11.6%  | 10.2%  | 19.8%   | 30.5%  |
| 营业利润率        | 3.0%   | 1.2%   | 11.4%   | 23.0%  |
| 净利润率         | 2.6%   | 0.9%   | 10.4%   | 21.2%  |
| EBITDA/营业收入  | 6.6%   | 7.3%   | 14.9%   | 25.4%  |
| EBIT/营业收入    | 3.7%   | 3.5%   | 13.3%   | 24.1%  |
| <b>运营效率</b>  |        |        |         |        |
| 固定资产周转天数     | 101    | 129    | 139     | 99     |
| 流动资产周转天数     | 95     | 104    | 96      | 83     |
| 应收帐款周转天数     | 12     | 13     | 9       | 10     |
| 存货周转天数       | 47     | 62     | 59      | 49     |
| 总资产周转天数      | 252    | 309    | 320     | 250    |
| 投资资本周转天数     | 147    | 182    | 209     | 167    |
| <b>投资回报率</b> |        |        |         |        |
| ROE          | 8.3%   | 3.0%   | 30.9%   | 50.2%  |
| ROA          | 3.3%   | 0.9%   | 11.4%   | 27.7%  |
| ROIC         | 11.2%  | 5.5%   | 25.8%   | 51.9%  |
| <b>费用率</b>   |        |        |         |        |
| 销售费用率        | 3.2%   | 3.3%   | 3.2%    | 3.2%   |
| 管理费用率        | 4.5%   | 3.1%   | 3.1%    | 3.1%   |
| 财务费用率        | 0.9%   | 1.5%   | 1.9%    | 1.1%   |
| 三费/营业收入      | 8.6%   | 7.9%   | 8.2%    | 7.3%   |

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                   |
|------|----|--------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上      |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间   |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上      |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上       |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。