正邦科技（002157）2019 年中报点评

种猪生猪存栏大超预期，生猪养殖成本可控

强推（维持）

目标价：37 元

当前价：17.3 元

事项：

- 公司发布 2019 年中报：上半年实现营业收入 113.8 亿元，同比下降 6.9%，实现归母净利润-2.75 亿元，扣非后净亏损 1.91 亿元。

评论：

- **1H2019 生猪出栏同比增长 24.7%，生猪养殖成本可控。**2019 年 1-6 月，公司出栏生猪 309.36 万头，同比增长 24.65%，生猪养殖收入 45.15 亿元，同比增长 46%，生猪养殖业务毛利 0.99 亿元，较去年同期扭亏为盈。根据我们测算，今年上半年公司出栏生猪均价约 13.0 元/公斤，生猪单位营业成本约 12.7 元/公斤，较去年同期仅提升 1.2 元/公斤，经初略估计，生猪养殖完全成本 14 元/公斤左右，较发生非瘟前 12.5 元/公斤的完全成本，公司生猪养殖成本可控。
- **生产性生物资产环比大增 24.2%，消耗性生物资产较年初增长 10.1%，两项指标均大超市场预期。**今年 6 月末公司生产性生物资产账面价值 12.53 亿元，较 3 月末环比大增 24.2%，较 2018 年末增长 13%；其中，种猪账面价值 12.46 亿元，较 2018 年末增长 13.2%，公司上半年种猪增加主要源于自行培育，自行培育共增加种猪账面价值 4.6 亿元，而外购部分仅增加 0.34 亿元。2019 年 6 月末，公司消耗性生物资产账面价值 33.7 亿元，较年初增长 10.1%，为今年下半年生猪出栏奠定坚实基础。公司生产性生物资产和消耗性生物资产账面价值两项指标均大超市场预期。
- **猪料需求受非瘟影响明显下滑，专注高品质发展提升毛利率。**1H2019 公司饲料销量 213 万吨，同比下滑 23.4%，实现饲料销售收入 59.89 亿元，同比下滑 30%。其中，猪料销量 128.12 万吨，同比下降 22.6%，实现猪料收入 41.33 亿元，同比下滑 28.71%，猪料需求受非瘟疫情影响明显下滑。公司坚持以猪料为主的发展策略，猪料产品坚持高品质发展，猪料生产工厂增加厂区环境消毒、工艺流程消毒等措施，严防饲料产品受到非瘟疫情影响，猪料毛利率较上年同期增加 0.47 个百分点至 12.97%。
- **盈利预测、估值及投资评级**

  8 月以来猪价涨幅大超预期，长期看猪价或连续数年维持高位，中期看 2020 年春节前全国生猪价格或将突破 30 元/公斤，短期看生猪价格易涨难跌。我们判断，8 月公司生猪养殖利润已较为丰厚，我们在“未考虑 8 月 22 日-31 日期间猪价上涨，并假定上市企业与市场报价差价率不变”的前提下，8 月公司出栏价格料将达到 21 元/公斤，随着猪价持续上涨，该数据有望上修。我们预计 2019-2021 年公司生猪出栏量 650 万头、813 万头、975 万头，对应收入 224.02 亿元、302.77 亿元、349.41 亿元，上调归母净利润预测至 21.92 亿元、90.01 亿元、110.45 亿元（此前预测值 9.94 亿元、89.7 亿元、96.88 亿元），同比分别增长 1033.3%、310.6%、22.7%，对应 EPS0.9 元、3.7 元、4.54 元。生猪板块在盈利高点 PE 超过 10 倍，我们给予公司 2020 年 10 倍 PE，对应目标价 37 元，维持“强推”评级。
- **风险提示**：猪价大幅下跌；疫病。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	22,113	22,402	30,277	34,941
同比增速(%)	7.3%	1.3%	35.2%	15.4%
净利润(百万)	193	2,192	9,001	11,045
同比增速(%)	-63.2%	1033.3%	310.6%	22.7%
每股盈利(元)	0.08	0.90	3.70	4.54
市盈率(倍)	205	18	4	4
市净率(倍)	6	5	3	2

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2019 年 8 月 21 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王莺

电话：021-20572510
邮箱：wangying@hcyjs.com
执业编号：S0360515100002

公司基本数据

总股本(万股)	243,492
已上市流通股(万股)	217,267
总市值(亿元)	421.24
流通市值(亿元)	375.87
资产负债率(%)	69.9
每股净资产(元)	2.5
12 个月内最高/最低价	24.61/3.48

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《正邦科技（002157）重大事项点评：募资扩张生猪养殖，有望充分受益猪价上涨》 2019-07-09

《正邦科技（002157）2019 年中报业绩预告点评：2019Q2 环比扭亏，专注生猪养殖业务发展》 2019-07-12

未经许可，禁止转载

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,584	1,791	6,303	14,616
应收票据	9	9	12	14
应收账款	500	500	675	779
预付账款	235	213	226	256
存货	4,234	3,404	3,615	4,102
其他流动资产	426	431	583	674
流动资产合计	6,988	6,348	11,414	20,441
其他长期投资	27	30	30	30
长期股权投资	133	133	133	133
固定资产	9,236	10,118	11,586	12,904
在建工程	3,073	4,476	5,976	7,476
无形资产	346	257	231	208
其他非流动资产	1,523	1,469	1,562	1,673
非流动资产合计	14,338	16,483	19,518	22,424
资产合计	21,326	22,831	30,932	42,865
短期借款	3,694	3,894	3,894	3,894
应付票据	1,349	1,217	1,293	1,467
应付账款	1,668	1,433	1,522	1,727
预收款项	311	315	426	491
其他应付款	1,573	1,652	1,734	1,821
一年内到期的非流动负债	959	959	959	959
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	9,778	9,777	10,146	10,690
长期借款	3,345.00	2,845.00	2,345.00	1,845.00
应付债券	527.00	527.00	527.00	527.00
其他非流动负债	857	857	857	857
非流动负债合计	4,729	4,229	3,729	3,229
负债合计	14,507	14,006	13,875	13,919
归属母公司所有者权益	6,479	7,687	15,122	26,214
少数股东权益	341	1,138	1,935	2,732
所有者权益合计	6,819	8,825	17,057	28,946
负债和股东权益	21,326	22,831	30,932	42,865

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,676	4,033	9,925	12,020
现金收益	1,644	3,528	10,191	12,276
存货影响	-905	830	-211	-487
经营性应收影响	-170	-5	-192	-136
经营性应付影响	1,661	-284	358	532
其他影响	-554	-35	-221	-164
投资活动现金流	-3,148	-3,063	-4,125	-4,138
资本支出	-4,210	-3,131	-4,032	-4,025
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	1,062	68	-93	-113
融资活动现金流	1,648	-763	-1,288	431
借款增加	2,260	-300	-500	-500
财务费用	-1,961	-3,934	-29,364	-36,031
股东融资	84	84	84	84
其他长期负债变化	1,265	3,387	28,492	36,878

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,113	22,402	30,277	34,941
营业成本	19,851	17,914	19,026	21,591
营业税金及附加	30	30	41	47
销售费用	736	808	850	893
管理费用	683	980	1,029	1,081
财务费用	329	401	100	0
资产减值损失	28	28	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-11	-11	-11	-11
营业利润	466	2,230	9,220	11,318
营业外收入	64	93	93	93
营业外支出	118	73	73	73
利润总额	412	2,250	9,240	11,338
所得税	11	58	239	293
净利润	401	2,192	9,001	11,045
少数股东损益	208	0	0	0
归属母公司净利润	193	2,192	9,001	11,045
NOPLAT	722	2,583	9,099	11,045
EPS(摊薄)（元）	0.08	0.90	3.70	4.54

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	7.3%	1.3%	35.2%	15.4%
EBIT 增长率	-5.3%	257.9%	252.3%	21.4%
归母净利润增长率	-63.2%	1033.3%	310.6%	22.7%
获利能力				
毛利率	10.2%	20.0%	37.2%	38.2%
净利率	1.8%	9.8%	29.7%	31.6%
ROE	5.9%	24.8%	52.8%	38.2%
ROIC	4.8%	14.3%	35.7%	30.2%
偿债能力				
资产负债率	68.0%	61.3%	44.9%	32.5%
债务权益比	137.6%	102.9%	50.3%	27.9%
流动比率	71.5%	64.9%	112.5%	191.2%
速动比率	28.2%	30.1%	76.9%	152.8%
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	0.8
应收帐款周转天数	7	8	7	7
应付帐款周转天数	29	31	28	27
存货周转天数	69	77	66	64
每股指标(元)				
每股收益	0.08	0.90	3.70	4.54
每股经营现金流	0.69	1.66	4.08	4.94
每股净资产	2.66	3.16	6.21	10.77
估值比率				
P/E	205	18	4	4
P/B	6	5	3	2
EV/EBITDA	9,152	4,224	1,452	1,205

资料来源：公司公告，华创证券预测

农业组团队介绍

组长、首席分析师：王莺

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。

助理研究员：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019 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	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@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分析师在此作以下声明:

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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。如征得本公司许可进行引用、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 中银大厦 3402 室
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