

强烈推荐-A (维持)

正邦科技 002157.SZ

目标估值：7.80-9.75 元

当前股价：6.08 元

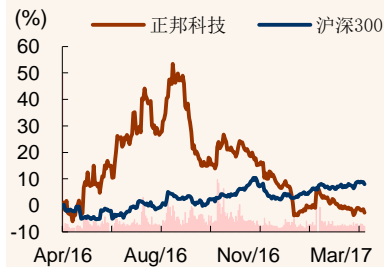
2017 年 04 月 17 日

基础数据

上证综指	3246
总股本(万股)	229076
已上市流通股(万股)	136302
总市值(亿元)	139
流通市值(亿元)	83
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	18.0
资产负债率	49.3%
主要股东	江西永联农业控股有
主要股东持股比例	21.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-16	-4
相对表现	-4	-21	-10



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《正邦科技(002157) 中报点评—养殖高弹性，饲料现拐点》 2016-08-16
- 2、《正邦科技(002157) 深度报告—养殖高弹性，饲料后周期》 2016-06-06

周莎

0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

受益超长猪周期，养殖盈利高企

4 月 10 日，公司发布 2016 年报，全年实现营收 189 亿，同增 15.25%；归母净利润 10.4 亿，同增 235.85%。

养殖：产能释放，景气高企

2016 年，公司产能进一步释放，全年出栏 226 万头，同比大增 43%，其中仔猪出栏 126 万头，生猪出栏 85 万头。叠加 2016 年猪价高企和玉米、豆粕等原材料价格下跌，公司养殖盈利能力进一步提升，毛利率达到 38.75%，同比上升 25.8 个百分点，实现毛利 12.8 亿元，同比上升 387%。在过去两年，公司通过定增募集资金新增产能 134.8 万头，随着募投项目投资达产及自筹资金建设项目的产能释放，未来几年，公司的生猪出栏量将保持快速增长。

饲料：建立直销渠道，产品结构改善

公司饲料产品结构以全价料为主，预混料和浓缩料产品为辅。2016 年公司全价料实现收入 123.1 亿元，同比增长 7.96%，而毛利更高的浓缩料实现销售收入 14.1 亿元，同比增长 69.21%，产品销售结构改善明显。同时公司通过巩固并优化原有销售渠道，建立饲料业务的直销渠道，保持了饲料销量的较快增长。2016 年实现饲料销量 537.01 万吨，同比增长 11.17%，进一步巩固了公司饲料业务在 A 股饲料类上市公司中的行业地位。

农药&兽药：战略聚焦，把握重点

2016 年公司农药板块实行聚焦战略，作物聚焦水稻、香蕉、柑橘、瓜菜四个品种；产品聚焦大产品，淘汰低毛利率和贡献率低的产品；聚焦核心市场，淘汰销量小和贡献率低的市场和客户，在核心市场组建技术服务推广团队。2016 年，在国内农药市场持续低迷、农药行业产能过剩、市场竞争激烈的环境下，农药业务销售收入同比下降 12.29%，但毛利率实现 2.12 个百分点的逆势增长。公司兽药板块聚焦养殖优势区域的重点客户群，构建庞大的技术服务团队，以动物疾病服务来带动产品销售，在国内生猪存栏不断下降的环境下，实现了销售收入同比 32.50% 的大幅增长。

盈利预测与估值：预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 14.98/16.97/19.49 亿，对应 EPS 为 0.65/0.74/0.85 元，给予 17 年 12-15 倍 PE，得出目标价 7.80-9.75 元，较现价具有 28%-60% 上涨空间，给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	16416	18920	21688	25366	29552
同比增长	0%	15%	15%	17%	17%
营业利润(百万元)	281	999	1463	1667	1926
同比增长	1077%	255%	46%	14%	16%
净利润(百万元)	311	1046	1498	1697	1949
同比增长	658%	236%	43%	13%	15%
每股收益(元)	0.46	0.46	0.65	0.74	0.85
PE	13.1	13.3	9.3	8.2	7.1
PB	1.3	2.4	1.9	1.7	1.4

资料来源：公司数据、招商证券 注：2015-2017 年股本分别为 6.72、22.91、22.91 亿股

盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计 2017/18/19 年公司的归母净利润为 14.98/16.97/19.49 亿，对应 EPS 为 0.65/0.74/0.85 元，给予 17 年 12-15 倍 PE，得出目标价 7.80-9.75 元，较现价具有 28%-60% 上涨空间，给予“强烈推荐-A”评级。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	4500	3584	4010	4684	5193	5032
营业毛利	188	83	200	331	334	77
营业费用	189	152	152	182	172	173
管理费用	179	67	170	169	207	147
财务费用	54	45	66	52	43	43
投资收益	-1	49	8	19	1	31
营业利润	186	131	208	350	334	108
归属母公司净利润	177	128	228	382	296	140
EPS (元)	0.08	0.06	0.10	0.17	0.13	0.06
主要比率	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
毛利率	13.6%	11.1%	14.7%	17.6%	14.5%	8.8%
营业费用率	4.2%	4.2%	3.8%	3.9%	3.3%	3.4%
管理费用率	4.0%	1.9%	4.2%	3.6%	4.0%	2.9%
营业利润率	4.1%	3.7%	5.2%	7.5%	6.4%	2.1%
有效税率	3.9%	10.6%	0.7%	1.2%	2.7%	14.0%
净利率	3.9%	3.6%	5.7%	8.1%	5.7%	2.8%
YoY	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
收入	-2.1%	-17.3%	12.4%	-1.7%	15.4%	40.4%
归属母公司净利润	492.6%	-18.3%	-462.8%	451.0%	67.4%	9.3%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18864	21624	25291	29464
饲料	14516	16519	19061	21684
养殖-猪业	3329	4082	5142	6577
养殖-禽业	48	38	30	23
农药	435	479	526	579
原料贸易	252	156	96	59
兽药	146	190	247	321
食品	138	161	189	221
收入增长率	15.4%	14.6%	17.0%	16.5%
饲料	10.8%	13.8%	15.4%	13.8%
养殖-猪业	62.3%	22.6%	26.0%	27.9%
养殖-禽业	-21.3%	-21.3%	-21.3%	-21.3%
农药	-12.3%	10.0%	10.0%	10.0%
原料贸易	-38.2%	-38.2%	-38.2%	-38.2%
兽药	32.7%	30.0%	30.0%	30.0%
食品	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
毛利率	8.1%	13.1%	12.3%	12.2%
饲料	7.3%	7.5%	7.5%	7.5%
养殖-猪业	38.8%	32.0%	26.0%	24.0%
养殖-禽业	3.7%	5.0%	5.0%	5.0%
农药	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%
原料贸易	-0.8%	5.0%	5.0%	5.0%
兽药	52.6%	52.6%	52.6%	52.6%
食品	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16416	18920	21688	25366	29552
营业成本	14893	16312	18791	22254	25941
营业税金及附加	3	15	17	20	148
营业费用	556	680	606	607	618
管理费用	513	694	643	702	817
财务费用	198	204	151	100	84
资产减值损失	21	76	76	76	76
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	47	59	59	59	59
营业利润	281	999	1463	1667	1926
营业外收入	119	155	155	155	155
营业外支出	32	83	83	83	83
利润总额	368	1071	1535	1739	1998
所得税	32	33	48	55	63
净利润	336	1038	1487	1685	1935
少数股东损益	24	(8)	(11)	(12)	(14)
归属于母公司净利润	311	1046	1498	1697	1949
EPS (元)	0.46	0.46	0.65	0.74	0.85

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

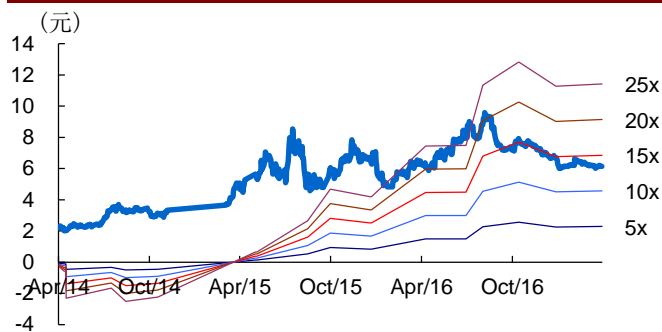
表 4：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
正邦科技	6.08	0.46	0.46	0.65	658%	236%	43%	13	13	9	2.31	18.01%	139
天邦股份	10.85	0.51	0.53	0.69	296%	271%	30%	21	20	16	5.62	29.10%	84
雏鹰农牧	5.84	0.22	0.37	0.45	225%	421%	23%	27	16	13	3.17	16.51%	183
牧原股份	27.05	1.23	2.12	2.54	643%	274%	21%	22	13	11	4.72	40.75%	280
平均					455%	301%	29%	23	16	13	4.50	28.79%	

资料来源：公司数据、招商证券 *注：牧原股份、天邦股份、雏鹰农牧 EPS 预测为 wind 一致预测

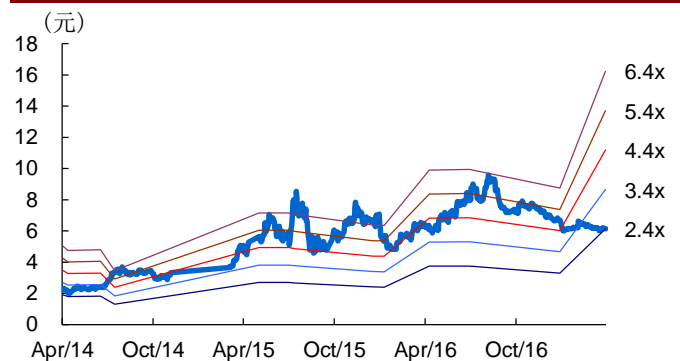
3、PE-PB Band

图 1：正邦科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：正邦科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险。

参考报告：

- 1、《正邦科技（002157）深度报告-养殖高弹性，饲料后周期》2016-06-06，正邦科技二次转型，实现从饲料到养殖到综合服务商的蜕变；“养殖+饲料”双轮驱动，曾经的“黑马”华丽转身为受人追捧的“白马”，公司正式开启业绩与估值双升的最佳投资期；给予 2016 年 20 倍 PE 得出半年内目标价为 36 元，较现价具有 66%的空间。
<http://t.cn/RtlE3UO>
- 2、《正邦科技（002157）-养殖高弹性,饲料现拐点》2016-08-16，8 月 15 日公司发布中报，实现营收 87 亿，同增 1.13%；归母净利润 6.1 亿，同增 22684%；饲料销量 243 万吨，同增 9.1%；生猪出栏 127.6 万头，同比增长 69%。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4090	5190	5079	5982	7433
现金	1527	2203	1690	1980	2768
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	6	7	8	10
应收款项	433	460	479	560	652
其它应收款	307	195	224	262	305
存货	1505	2075	2390	2831	3300
其他	314	251	289	342	398
非流动资产	5673	7069	7448	7793	8105
长期股权投资	87	126	126	126	126
固定资产	4453	4919	5362	5760	6118
无形资产	282	293	264	238	214
其他	852	1731	1697	1669	1648
资产总计	9764	12259	12527	13775	15539
流动负债	3878	4565	3461	3474	3812
短期借款	1172	1639	840	488	438
应付账款	959	1302	1500	1777	2071
预收账款	137	188	216	256	299
其他	1610	1436	905	953	1005
长期负债	2334	1475	1475	1475	1475
长期借款	1560	1236	1236	1236	1236
其他	773	239	239	239	239
负债合计	6212	6040	4936	4948	5286
股本	672	2291	2291	2291	2291
资本公积金	1676	1756	1756	1756	1756
留存收益	783	1762	3145	4393	5833
少数股东权益	420	410	399	387	372
归属于母公司所有者权益	3131	5809	7193	8440	9880
负债及权益合计	9764	12259	12527	13775	15539

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	735	1691	1998	2071	2311
净利润	311	1046	1498	1697	1949
折旧摊销	414	514	559	594	626
财务费用	200	178	151	100	84
投资收益	(47)	(59)	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	(199)	4	(142)	(257)	(284)
其它	57	7	(9)	(4)	(5)
投资活动现金流	(1422)	(2066)	(880)	(880)	(880)
资本支出	(941)	(2109)	(939)	(939)	(939)
其他投资	(481)	44	59	59	59
筹资活动现金流	1721	1181	(1631)	(902)	(643)
借款变动	1117	286	(1365)	(352)	(50)
普通股增加	76	1619	0	0	0
资本公积增加	638	80	0	0	0
股利分配	(12)	(67)	(115)	(449)	(509)
其他	(98)	(737)	(151)	(100)	(84)
现金净增加额	1034	806	(512)	290	789

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16416	18920	21688	25366	29552
营业成本	14893	16312	18791	22254	25941
营业税金及附加	3	15	17	20	148
营业费用	556	680	606	607	618
管理费用	513	694	643	702	817
财务费用	198	204	151	100	84
资产减值损失	21	76	76	76	76
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	47	59	59	59	59
营业利润	281	999	1463	1667	1926
营业外收入	119	155	155	155	155
营业外支出	32	83	83	83	83
利润总额	368	1071	1535	1739	1998
所得税	32	33	48	55	63
净利润	336	1038	1487	1685	1935
少数股东损益	24	(8)	(11)	(12)	(14)
归属于母公司净利润	311	1046	1498	1697	1949
EPS (元)	0.46	0.46	0.65	0.74	0.85

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	0%	15%	15%	17%	17%
营业利润	1077%	255%	46%	14%	16%
净利润	658%	236%	43%	13%	15%
获利能力					
毛利率	9.3%	13.8%	13.4%	12.3%	12.2%
净利率	1.9%	5.5%	6.9%	6.7%	6.6%
ROE	9.9%	18.0%	20.8%	20.1%	19.7%
ROIC	6.4%	12.1%	16.2%	16.2%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	63.6%	49.3%	39.4%	35.9%	34.0%
净负债比率	32.6%	28.1%	16.6%	12.5%	10.8%
流动比率	1.1	1.1	1.5	1.7	2.0
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	1.7	1.5	1.7	1.8	1.9
存货周转率	10.1	9.1	8.4	8.5	8.5
应收帐款周转率	50.9	42.4	46.2	48.8	48.8
应付帐款周转率	15.1	14.4	13.4	13.6	13.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.46	0.46	0.65	0.74	0.85
每股经营现金	1.09	0.74	0.87	0.90	1.01
每股净资产	4.66	2.54	3.14	3.68	4.31
每股股利	0.10	0.05	0.20	0.22	0.26
估值比率					
PE	13.1	13.3	9.3	8.2	7.1
PB	1.3	2.4	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	40.8	20.9	16.1	14.8	13.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。