

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: 5.48 元
2017年04月18日

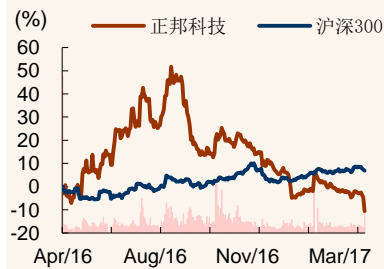
三轨并行强化育肥, 下半年量增迅猛

基础数据

上证综指	3197
总股本(万股)	229076
已上市流通股(万股)	136302
总市值(亿元)	129
流通市值(亿元)	77
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	15.9
资产负债率	49.1%
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	-22	-10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《正邦科技(002157)——受益超长猪周期, 养殖盈利高企》
2017-04-18
- 2、《正邦科技(002157)中报点评——养殖高弹性, 饲料现拐点》
2016-08-16
- 3、《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

自 2016 年下半年以来, 公司大量猪场进行技改, 同时将出栏结构转变为肥猪为主, 造成公司短期出栏减少, 但能繁母猪数量已实现暴涨, 随着年中技改完成, 下半年的出栏量将大超预期, 成本也将进一步下降, 业绩将迎来巨大弹性的反转。

□ 公司 4 月 17 日, 公司发布 2017 年一季报, Q1 实现营收 46.22 亿, 同增 15.25%; 归母公司净利润 1.23 亿, 同减 45.88%。公司预计 2017 上半年归母净利润为 2.6-3.3 亿, 同减 57.36%-45.87%, 收入增加、利润减少的原因在于猪价下跌和育肥比例大幅上升。

□ 开拓“公司+家庭农场”, 三轨并行加大育肥量

公司产业链重心由仔猪移至育肥, Q1 生猪销售量为 45.47 万头, 我们估计仔猪占比大幅下降至 10%, 商品猪占比大幅提升至 90%。公司拥有“饲料+仔猪+兽药”的完整产业布局, 将在繁殖场模式(卖仔猪、种猪)和自繁自养模式的基础上发展“公司+家庭农场”模式以快速提高育肥的产能。

□ 技改将在年中完成, 下半年迎来量价齐升

17 年 Q1, 公司产能扩建速度明显加快, 生产性生物资产同比大增 121%, 较年初增加 29.25%, 为下半年的出栏量井喷埋下伏笔。以母猪 3000 元/头计算, 公司目前存栏母猪约 20 万头, 以 PSY=20 计算, 可支撑 400 万头以上的出栏量。2016 年下半年以来, 公司大量猪舍进行技改, 将育肥场改扩建为繁殖场, 对短期出栏量形成一定影响。技改或将于 2017 年年中完成, 下半年出栏量将迎来爆发式增长, 预计 H1、H2 分别出栏 100、250 万头, 全年 350 万头。我们判断猪价将于二季度末迎来向上的拐点, 届时量价齐升, 业绩弹性巨大。

□ 产业链配套, 协同效应逐步体现

随着养殖量的快速增长, 公司对下游养殖的把控力逐渐增强, 饲料销量和毛利率将有更好的表现, 产业链一体化的协同效应得以充分发挥。

□ 盈利预测与估值: 预计 2017/18/19 年出栏量为 350/430/550 万头, 饲料销量为 600/680/760 万吨, 公司的归母净利润为 13.19/14.70/15.35 亿, 对应 EPS 为 0.58/0.64/0.67 元, 给予 17 年 12-15 倍 PE, 得出目标价 7.80-9.75 元, 较现价具有 42%-78% 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。

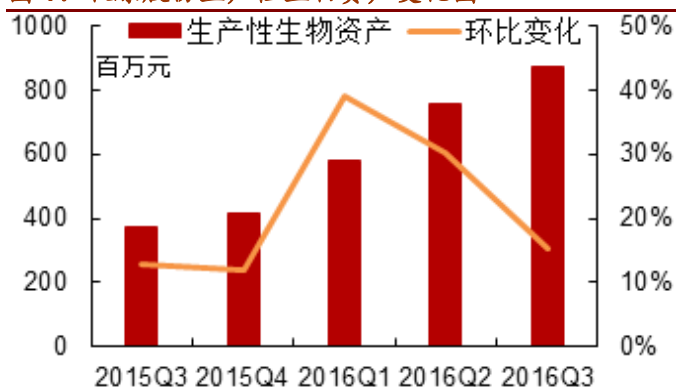
财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	16416	18920	23789	26238	29648
同比增长	0%	15%	26%	10%	13%
营业利润(百万元)	281	999	1280	1434	1502
同比增长	1077%	255%	28%	12%	5%
净利润(百万元)	311	1046	1319	1470	1535
同比增长	658%	236%	26%	11%	4%
每股收益(元)	0.46	0.46	0.58	0.64	0.67
PE	11.8	12.0	9.5	8.5	8.2
PB	1.2	2.2	1.8	1.6	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

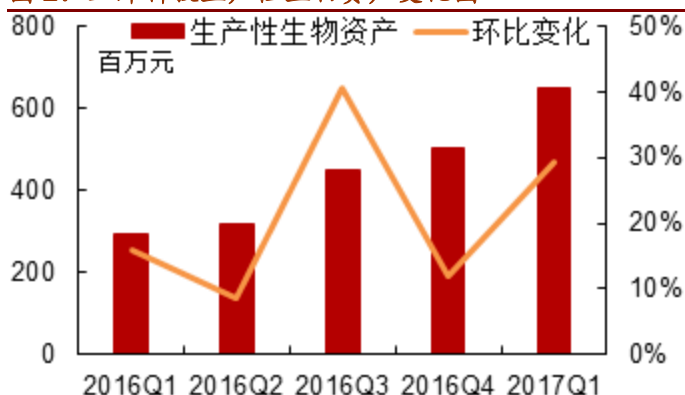
对标牧原的生产性生物资产，以母猪 3000 元/头计算，正邦目前的存栏母猪数约 20 万头，以 PSY=20 计算，可支撑 400 万头以上出栏量。

图 1：牧原股份生产性生物资产变化图



资料来源：招商证券

图 2：正邦科技生产性生物资产变化图



资料来源：招商证券

出栏量增量主要来自两次定增：2015 年，公司通过定向增发募集资金新增产能 50 万头，2016 年通过定向增发募集资金新增产能 84.8 万头。

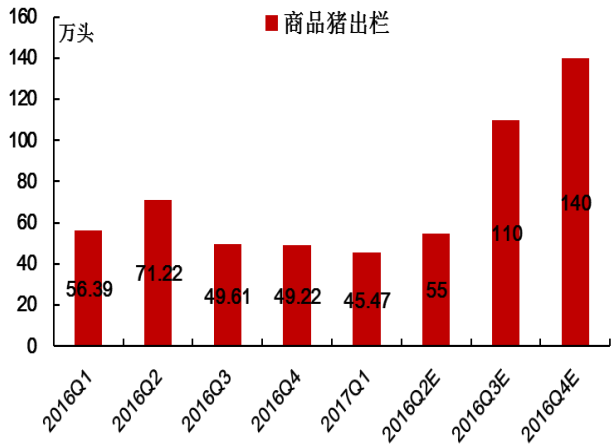
表 1：公司历年经营规划及兑现情况

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
收入 (亿元)	预计	130	150	155	164	200	230
	实际	136	138	165	164	189	/
饲料销售量 (万吨)	预计	/	500	510	550	550	560-620
	实际	423	442	461	483	537	/
生猪出栏量 (万头)	预计	/	120	150	200	220-260	320-360
	实际	/	115	146	158	226	/
养殖收入 (亿元)	预计	/	10	/	26	/	/
	实际	/	11	15	21	34	/
农药 (亿元)	预计	/	/	/	5	/	5
	实际	/	/	/	5	4	/
兽药 (亿元)	预计	/	1	/	2	/	2
	实际	/	/	1	1	1	/

资料来源：公司公告、招商证券 注：该经营计划不构成公司对投资者的业绩承诺，投资者对此保持足够的风险意识，并且应当理解经营计划与业绩承诺之间的差异。

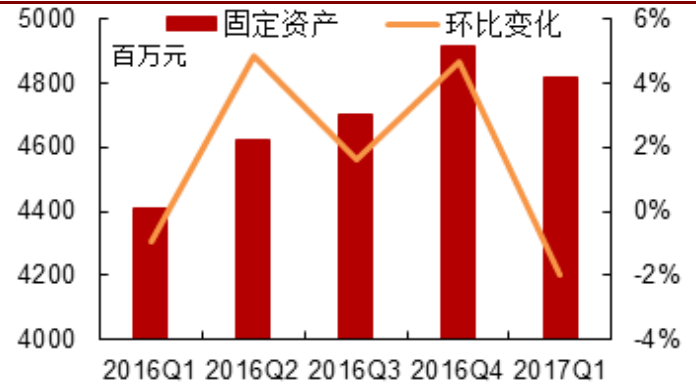
随着养殖量的快速增长，公司对下游养殖的把控力逐渐增强，将进一步利于饲料业务的发展。

图 3：公司生猪出栏量及预测



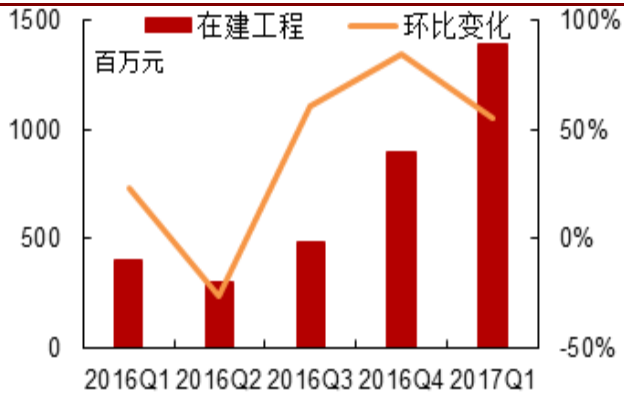
资料来源：公司公告、wind、招商证券

图 4：公司固定资产变化图



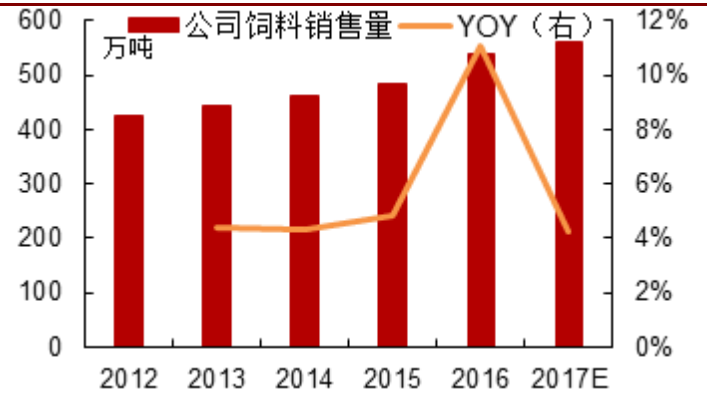
资料来源：公司公告、招商证券 注：一季度固定资产下降是因为猪舍技改，转入在建工程

图 5：公司在建工程变化图



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：公司饲料销量



资料来源：公司公告、招商证券

盈利预测与估值

1、盈利预测

关于公司财务数据大幅波动的解释：

- 1、货币资金较年初减少 40.57%，主要原因为猪场建设投入增加所致；
- 2、在建工程较年初增加 55.28%，主要原因为生产规模不断扩大，生猪养殖建设项目投入增加所致；
- 3、生产性生物资产较年初增加 29.25%，主要原因为公司加大能繁母猪、种猪培育投入规模所致；
- 4、预付账款较年初增加 46.39%，主要原因为业务增长，加大采购力度所致。

我们预计 2017/18/19 年出栏量为 350/430/550 万头，饲料销量为 600/680/760 万吨，公司的归母净利润为 13.19/14.70/15.35 亿，对应 EPS 为 0.58/0.64/0.67 元，给予 17 年 12-15 倍 PE，得出目标价 7.80-9.75 元，较现价具有 42%-78% 上涨空间，给予“强烈推荐-A”评级。

表 2：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	3584	4010	4684	5193	5032	4622
营业毛利	83	200	331	334	77	138
营业费用	152	182	172	173	155	152
管理费用	170	169	207	147	223	170
财务费用	66	52	43	43	46	66
投资收益	8	19	1	31	-10	8
营业利润	208	350	334	108	128	208
归属母公司净利润	228	382	296	140	123	228
EPS (元)	0.10	0.17	0.13	0.06	0.05	0.10
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	14.7%	17.6%	14.5%	8.8%	12.2%	14.7%
营业费用率	3.8%	3.9%	3.3%	3.4%	3.4%	3.8%
管理费用率	4.2%	3.6%	4.0%	2.9%	4.8%	4.2%
营业利润率	5.2%	7.5%	6.4%	2.1%	2.8%	5.2%
有效税率	0.7%	1.2%	2.7%	14.0%	2.9%	0.7%
净利率	5.7%	8.1%	5.7%	2.8%	2.7%	5.7%
YoY	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	12.4%	-1.7%	15.4%	40.4%	15.3%	12.4%
归属母公司净利润	-462.8%	451.0%	67.4%	9.3%	-45.9%	-462.8%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18920	23789	26238	29648
饲料	14516	16519	18925	21380
养殖-猪业	3329	6206	6194	7043
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
其他	56	41	30	22
收入增长率	15.3%	25.7%	10.3%	13.0%
饲料	10.8%	13.8%	14.6%	13.0%
养殖-猪业	62.3%	86.4%	-0.2%	13.7%
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%
其他	-26.3%	-26.3%	-26.3%	-26.3%
毛利率	13.8%	12.5%	11.6%	11.4%
饲料	7.3%	7.5%	7.0%	7.0%
养殖-猪业	38.8%	23.0%	22.0%	21.0%
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%
其他	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 4: 盈利预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16416	18920	23789	26238	29648
营业成本	14893	16312	20938	23283	26420
营业税金及附加	3	15	18	20	148
营业费用	556	680	664	628	621
管理费用	513	694	705	726	820
财务费用	198	204	166	130	122
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	1280	1434	1502
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	1351	1506	1573
所得税	32	33	42	47	49
净利润	336	1038	1309	1459	1524
少数股东损益	24	(8)	(10)	(11)	(11)
归属于母公司净利润	311	1046	1319	1470	1535
EPS (元)	0.46	0.46	0.58	0.64	0.67

资料来源: 公司数据、招商证券

2、估值对比

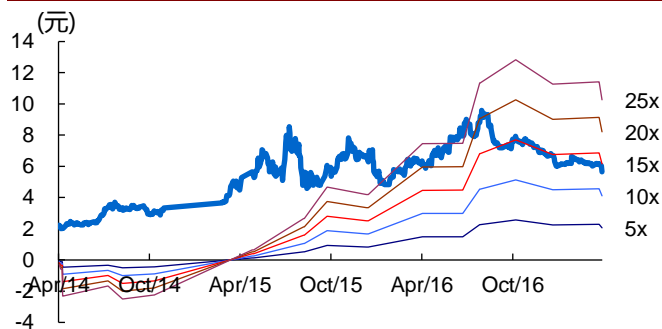
表 5：估值对比表

公司	最新	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB	ROE	市值
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
简称	股价										(MRQ)	(TTM)	(亿)
正邦科技	5.48	0.46	0.46	0.58	658%	236%	26%	12	12	10	2.31	18.01%	126
天邦股份	10.38	0.51	0.53	0.69	296%	271%	30%	20	20	15	5.62	29.10%	80
雏鹰农牧	5.49	0.22	0.37	0.45	225%	421%	23%	25	15	12	3.17	16.51%	172
牧原股份	26.62	1.23	2.12	2.54	643%	274%	21%	22	13	10	4.72	40.75%	275
平均					455%	301%	25%	22	16	13	4.50	28.79%	

资料来源：公司数据、招商证券

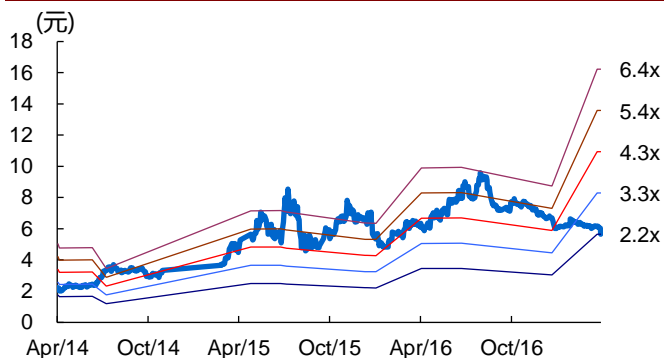
3、PE-PB Band

图 7：正邦科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8：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.SZ) -受益超长猪周期，养殖盈利高企》2016-04-17，4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%。<http://t.cn/RXxjwkR>
- 2、《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>
- 3、《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	5644	6249	7556
现金	1527	2203	1881	2072	2821
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	6	8	8	10
应收款项	433	460	525	579	654
其它应收款	307	195	246	271	306
存货	1505	2075	2664	2962	3361
其他	314	251	321	357	404
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	13092	14042	15661
流动负债	3878	4565	4203	4090	4626
短期借款	1172	1639	1356	996	1202
应付账款	959	1302	1672	1859	2109
预收账款	137	188	241	268	304
其他	1610	1436	935	968	1011
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	5678	5564	6101
股本	672	2291	2291	2291	2291
资本公积金	1676	1756	1756	1756	1756
留存收益	783	1762	2967	4040	5135
少数股东权益	420	410	400	390	378
归属于母公司所有者权益	3131	5809	7014	8088	9182
负债及权益合计	9764	12259	13092	14042	15661

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	735	1691	1687	1957	1984
净利润	311	1046	1319	1470	1535
折旧摊销	414	514	559	594	626
财务费用	200	178	166	130	122
投资收益	(47)	(59)	(59)	(59)	(59)
营运资金变动	(199)	4	(295)	(173)	(236)
其它	57	7	(3)	(5)	(4)
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	(1129)	(886)	(356)
借款变动	1117	286	(849)	(360)	206
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)	(396)	(441)
其他	(98)	(737)	(166)	(130)	(122)
现金净增加额	1034	806	(322)	191	749

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	23789	26238	29648
营业成本	14893	16312	20938	23283	26420
营业税金及附加	3	15	18	20	148
营业费用	556	680	664	628	621
管理费用	513	694	705	726	820
财务费用	198	204	166	130	122
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	1280	1434	1502
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	1351	1506	1573
所得税	32	33	42	47	49
净利润	336	1038	1309	1459	1524
少数股东损益	24	(8)	(10)	(11)	(11)
归属于母公司净利润	311	1046	1319	1470	1535
EPS (元)	0.46	0.46	0.58	0.64	0.67

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	0%	15%	26%	10%	13%
营业利润	1077%	255%	28%	12%	5%
净利润	658%	236%	26%	11%	4%
获利能力					
毛利率	9.3%	13.8%	12.0%	11.3%	10.9%
净利率	1.9%	5.5%	5.5%	5.6%	5.2%
ROE	9.9%	18.0%	18.8%	18.2%	16.7%
ROIC	6.4%	12.1%	14.0%	14.1%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	63.6%	49.3%	43.4%	39.6%	39.0%
净负债比率	32.6%	28.1%	19.8%	15.9%	15.6%
流动比率	1.1	1.1	1.3	1.5	1.6
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	1.7	1.5	1.8	1.9	1.9
存货周转率	10.1	9.1	8.8	8.3	8.4
应收帐款周转率	50.9	42.4	48.3	47.5	48.1
应付帐款周转率	15.1	14.4	14.1	13.2	13.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.46	0.46	0.58	0.64	0.67
每股经营现金	1.09	0.74	0.74	0.85	0.87
每股净资产	4.66	2.54	3.06	3.53	4.01
每股股利	0.10	0.05	0.17	0.19	0.20
估值比率					
PE	11.8	12.0	9.5	8.5	8.2
PB	1.2	2.2	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	28.1	14.3	12.0	11.1	10.7

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，担任农林牧渔首席分析师。

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农林牧渔小组。

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。