

# 正邦科技 (002157.SZ) 饲料行业

评级：买入 维持评级

公司研究

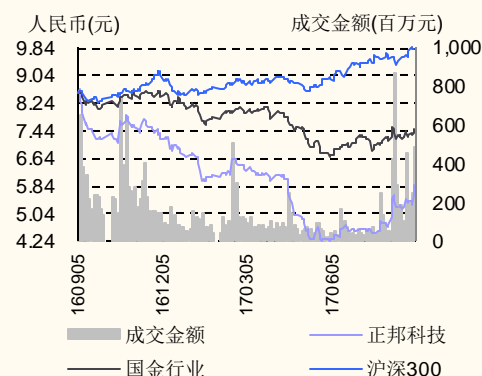
市场价格 (人民币): 5.86 元  
目标价格 (人民币): 9.48-11.78 元

## 业绩弹性巨大，静待产能释放

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,865.89
总市值(百万元)	13,418.49
年内股价最高最低(元)	8.65/4.24
沪深 300 指数	3830.54
深证成指	10880.56



### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.464	0.519	0.356	0.797	0.902
每股净资产(元)	4.66	2.54	2.38	3.23	5.57
每股经营性现金流(元)	1.05	0.72	0.66	1.13	1.14
市盈率(倍)	43.29	12.83	14.84	6.64	5.86
行业优化市盈率(倍)	12.49	12.49	12.49	12.49	12.49
净利润增长率(%)	657.57%	235.85%	-21.99%	123.70%	13.17%
净资产收益率(%)	9.95%	18.01%	39.31%	38.59%	36.17%
总股本(百万股)	670.72	2,014.47	2,289.85	2,289.85	2,289.85

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 投资逻辑

- 模式转型阵痛期，产能加速扩张。** 饲料龙头正邦科技作为生猪养殖的后起之秀，从 2007 年开始养猪，2016 年以 226 万头出栏位列国内生猪养殖第四强。2016 年底开始，公司由自繁自养全面转型“公司+农户”的养殖模式，同时将大量育肥舍改造为繁殖舍。转型期出栏量不达预期，但生产性生物资产继续保持快速增长，从 2016 年底的 5 亿元快速上升到 2017 年中期的 8 亿元，为下半年尤其是明年的出栏量大增埋下伏笔，我们预计今年四季度的出栏量将恢复高速增长。
- 静待产能释放，出栏量将大超预期。** 公司中报披露二季度末消耗性生物资产为 20 亿元，同期牧原股份为 23 亿元。二者的差距快速缩小，我们推测正邦在二季度有压栏的行为，推迟了生猪的上市计划，以待三季度末更好的价格出售。参考公司 2016 年完整育肥成本 920 元/头，其现有存栏以肥猪为主，假设其平均成本为 700 元/头，则 20.4 亿元消耗性生物资产对应的生猪存栏量约为 300 万头（不包括能繁母猪），这部分存栏肉猪绝大部分将于今年下半年出栏。公司完全有能力完成今年 320-360 万头生猪出栏的目标，我们预计年生猪出栏能力已经达到 600 万头以上，明年的出栏量有望大超预期。
- 猪周期景气延续，预期差有待修复。** 本轮猪周期的大背景是需求不好，供给短缺导致价格上涨。行业从 2015 年 3 月至今已延续了两年半的高景气，除了 2017 年二季度超预期下跌外，大部分时间都处于暴利状态。高猪价同样对养殖户形成刺激，但却受制于环保使得补栏的行为并未实际发生；而规模化企业占比极低，补栏量不及散户退出量，进而导致全行业的整体产能（农业部的能繁母猪存栏量）持续去化。能繁母猪存栏从 2013 年 9 月开始持续下滑长达 47 个月，从这个意义上来说，目前猪周期尚处于上行周期阶段。

### 估值和投资建议

- 出栏量超预期叠加猪价上涨将带来极大的业绩弹性，** 预计 2017/18/19 年公司将实现生猪出栏 350/600/800 万头，归母净利 8/18/21 亿元，给予 18 年 12-15 倍估值，对应目标股价为 9.49-11.78 元/股，具有 62%-101%涨幅空间，维持买入评级。

### 风险

### 相关报告

- 《“手中有猪”比“把猪养好”更重要》，2017.8.31

周莎

分析师 SAC 执业编号：S1130517080005  
(8621)60230241  
zhousha@gjzq.com.cn

- 进口猪肉大幅增加、突发大规模不可控疫病、产能扩张不达预期、2018年1月公司定向增发机构配售股份27629万股解禁抛售风险。

## 内容目录

一、正邦对标牧原，后起之秀发展迅猛.....	4
二、静待产能释放，出栏量将大超预期.....	4
三、猪周期景气延续，业绩弹性巨大 .....	5
投资建议 .....	6
风险提示 .....	6

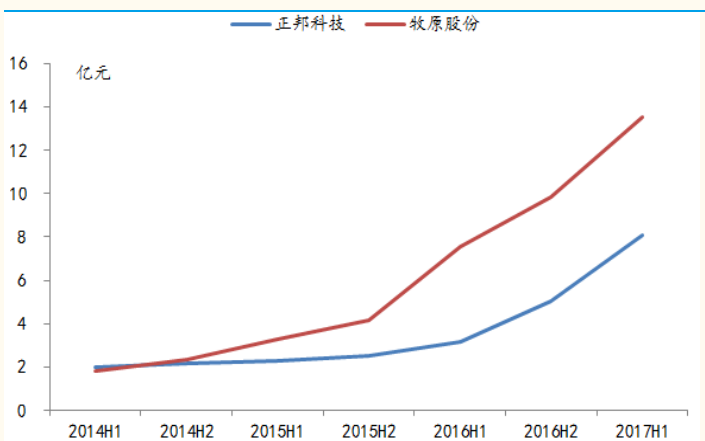
## 图表目录

图表 1：正邦和牧原的生产性生物资产对比.....	4
图表 2：正邦和牧原的消耗性生物资产对比.....	4
图表 3：正邦的生猪出栏和消耗性生物资产环比增速.....	4
图表 4：牧原的出栏和消耗性生物资产环比增速.....	4
图表 5：能繁母猪、生猪存栏同比.....	5
图表 6：中国猪肉进口量.....	6
图表 7：中国猪肉产量和消费量.....	6

## 一、正邦对标牧原，后起之秀发展迅猛

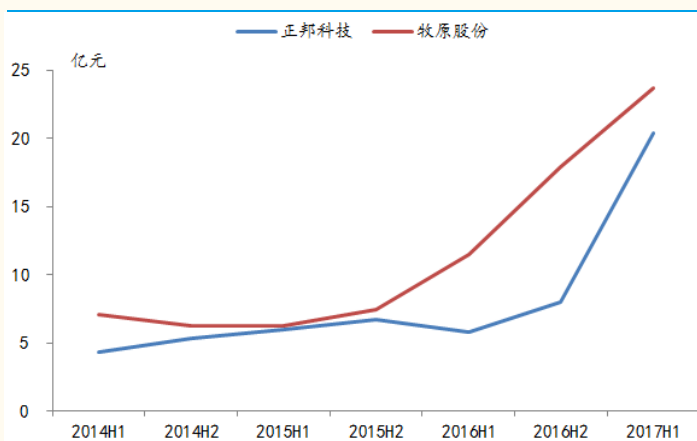
- 截至 2017 年二季度末，正邦科技生产性生物资产为 8.09 亿元，牧原为 13.55 亿元，二者的能繁和后备母猪总存栏量之比约为 6:10，但二者的市值比约为 1:4，正邦还有饲料、农药、兽药等其他业务。

图表 1：正邦和牧原的生产性生物资产对比



来源：wind、国金证券研究所（备注：生产性生物资产包括能繁母猪和后备母猪）

图表 2：正邦和牧原的消耗性生物资产对比



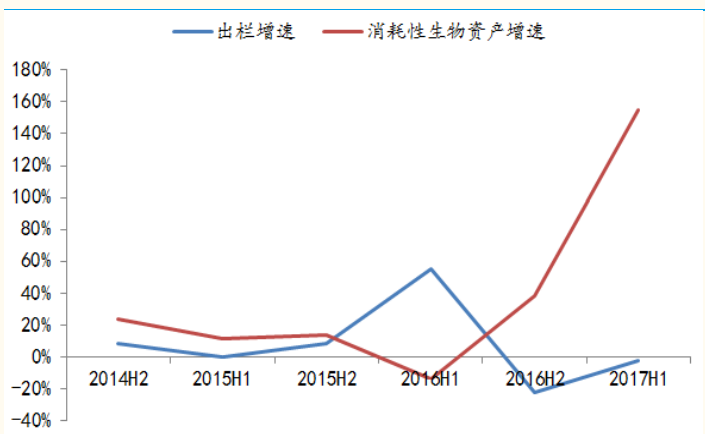
来源：wind、国金证券研究所（备注：消耗性生物资产包括育肥生猪、待售仔猪）

- 从消耗性生物资产来看，二者差距缩小。正邦和牧原的消耗性生物资产在 2015 年极度接近，从 2016 年开始差距拉大，2017 年上半年正邦的消耗性生物资产快速提升并迎头赶上。截至 2017 年中期，正邦的消耗性生物资产为 20.4 亿元，牧原的消耗性生物资产为 23.6 亿元，正邦/牧原约为 86%。牧原上半年生猪出栏量为 295 万头，正邦仅为 96 万头，我们推测正邦在上半年有明显的压栏行为，这部分生猪将在下半年集中释放。

## 二、静待产能释放，出栏量将大超预期

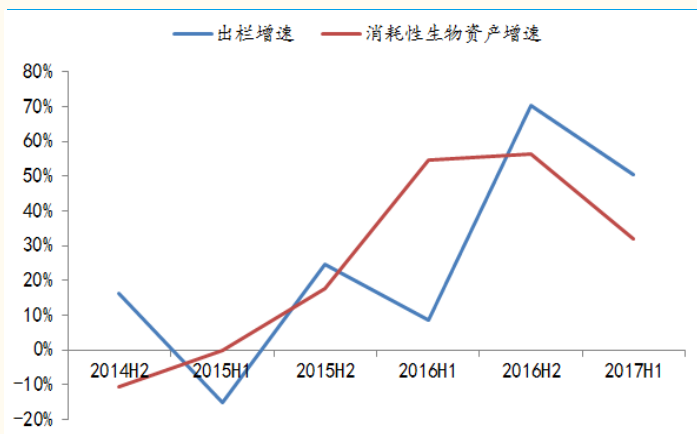
- 公司中报披露二季度末消耗性生物资产为 20 亿元，同期牧原股份为 23 亿元。二者的差距快速缩小，我们推测正邦在二季度有压栏的行为，推迟了生猪的上市计划，以待三季度末以更好的价格出售。参考公司 2016 年完整育肥成本 920 元/头，其现有存栏以肥猪为主，假设其平均成本为 700 元/头，则 20.4 亿元消耗性生物资产对应的生猪存栏量约为 300 万头（不包括能繁母猪），这部分存栏肉猪绝大部分将于今年下半年出栏。公司完全有能力完成今年 320-360 万头生猪出栏的目标，我们预计其年生猪出栏能力已经达到了 600 万头以上，明年的出栏量有望大超预期。

图表 3：正邦的生猪出栏和消耗性生物资产环比增速



来源：wind、国金证券研究所

图表 4：牧原的生猪出栏和消耗性生物资产环比增速

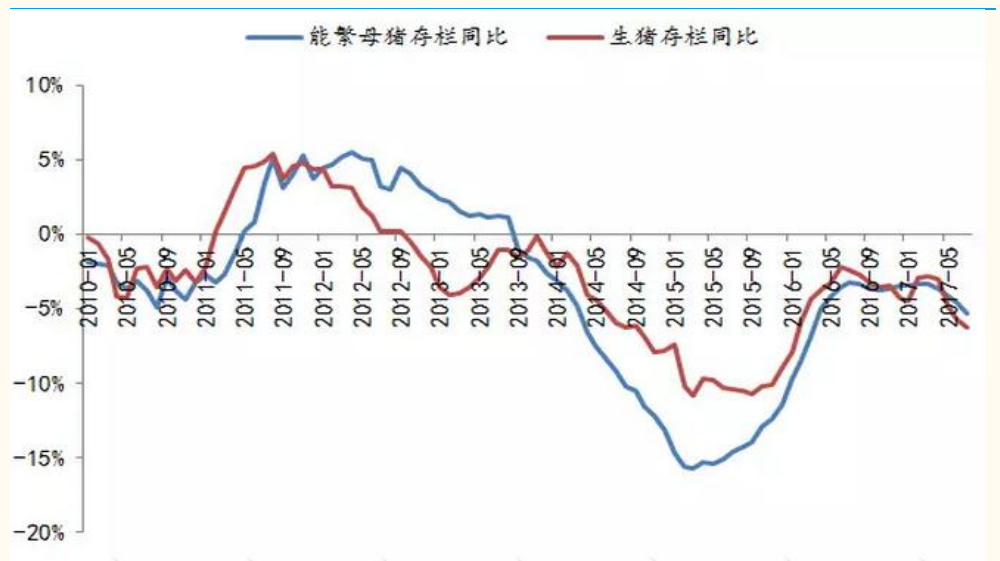


来源：wind、国金证券研究所

### 三、猪周期景气延续，业绩弹性巨大

- **供给短缺导致价格上涨，上行周期尚未结束。**本轮猪周期的大背景是需求不好，供给短缺导致价格上涨。本轮猪周期从 2015 年 3 月至今已经延续了两年半的高景气，除了 2017 年第二季度的超预期下跌外，大部分时间都处于暴利状态。高猪价同样对养殖户形成刺激，但却受制于环保使得补栏的行为并未实际发生；而规模化企业占比极低，补栏量不及散户退出量，进而导致全行业的整体产能（农业部的能繁母猪存栏量）持续去化。能繁母猪存栏从 2013 年 9 月开始持续下滑长达 47 个月，从这个意义上来说，目前猪周期尚处于上行周期阶段。
- **能繁母猪存栏环比跌幅在下半年有望扩大。**不仅仅是因为环保整治趋严，更重要的是能繁母猪的胎龄结构偏老。据了解，目前存栏的能繁母猪绝大多数是 2013 年补栏的，一方面 2012 年及更早补栏的能繁母猪都基本淘汰了（最多 8 胎，超过四年的必须淘汰），而 2014 和 2015 这两年由于猪价刚刚经历过深度亏损，养殖户手中的资金偏紧，没有能力补栏。从 2016 年至今，养殖户有能力补栏，却又受制于环保压力而无法补栏。经历过 2017 年第二季度的猪价快速下跌后，大部分养殖户对后市预期悲观，叠加环保整治趋严，使得本就超龄服役的这部分能繁母猪（2013 年补栏的）被集中淘汰。我们认为这一趋势在下半年将得以延续。
- **至少到年底前，猪价将保持温和上涨的态势。**随着气温的下降和节假日的增多，下半年的猪肉消费有望逐步回暖。我们判断至少到年底前，猪价将保持温和上涨的态势。春节后可能会出现季节性回调，但基于对能繁母猪将在今年下半年加速下滑的判断，我们认为回调的幅度有限，真正的主升浪将于明年的二季度开始并延续到三季度，上涨的高度取决于能繁母猪补栏和压栏的力度。我们认为明年的生猪均价至少不会低于今年。

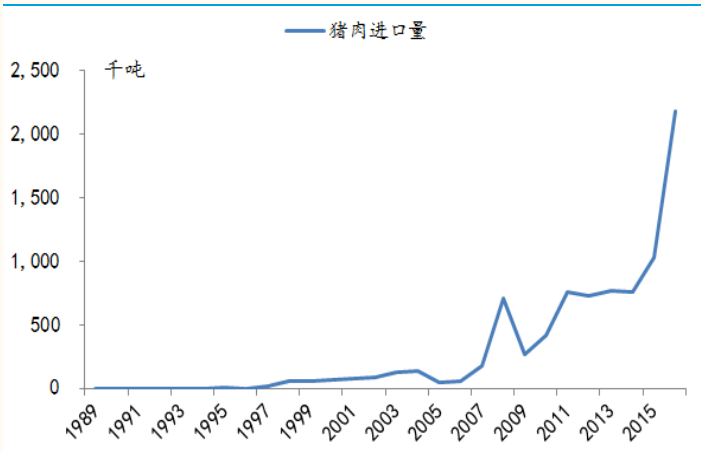
图表 5：能繁母猪、生猪存栏同比



来源：wind、国金证券研究所

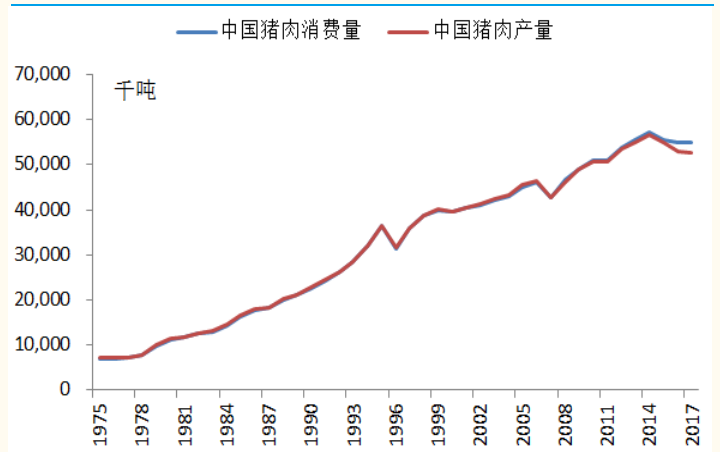
- **进口猪肉对国内猪价的冲击有限。**从国内猪肉供需平衡来看，在之前很长的一段时间内，基本处于供给和需求相互匹配的状态，所以中国进口猪肉量很少。但是，2015、2016 年中国猪肉供需平衡发生一些微妙的变化，猪肉的消费量明显大于中国猪肉的产量。因此，中国需要从国外引进一部分猪肉来弥补供给缺口。随着国内环保整治进程的加速，众多不合规的猪场将被关闭，进一步减少我国生猪供给量，需要进口更多的猪肉来弥补空缺。虽然近年来进口猪肉的数量增长很快，但是相对于国内庞大的猪肉消费基数而言，其占比仍然只有 3% 左右，尚不足以对国内猪肉价格形成较强冲击。

图表 6：中国猪肉进口量



来源：wind、国金证券研究所

图表 7：中国猪肉产量和消费量



来源：wind、国金证券研究所

### 投资建议

- 出栏量超预期叠加猪价上涨将带来极大的业绩弹性，预计 2017/18/19 年公司将实现生猪出栏 350/600/800 万头，归母净利 8/18/21 亿元，给予 18 年 12-15 倍估值，对应目标股价为 9.49-11.78 元/股，具有 62%-101% 涨幅空间，维持买入评级。

### 风险提示

- 进口猪肉大幅增加、突发大规模不可控疫病、产能扩张不达预期、2018 年 1 月公司定向增发机构配售股份 27629 万股解禁抛售风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	16,484	16,416	18,920	22,043	31,513	35,243
增长率		-0.4%	15.3%	16.5%	43.0%	11.8%
主营业务成本	-15,529	-14,893	-16,312	-19,347	-26,925	-30,200
%销售收入	94.2%	90.7%	86.2%	87.8%	85.4%	85.7%
毛利	954	1,523	2,608	2,696	4,588	5,043
%销售收入	5.8%	9.3%	13.8%	12.2%	14.6%	14.3%
营业税金及附加	-1	-3	-15	-18	-22	-25
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-430	-556	-680	-785	-1,185	-1,322
%销售收入	2.6%	3.4%	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%
管理费用	-398	-513	-694	-820	-1,188	-1,311
%销售收入	2.4%	3.1%	3.7%	3.7%	3.8%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	125	452	1,220	1,073	2,193	2,386
%销售收入	0.8%	2.8%	6.4%	4.9%	7.0%	6.8%
财务费用	-183	-198	-204	-340	-449	-390
%销售收入	1.1%	1.2%	1.1%	1.5%	1.4%	1.1%
资产减值损失	-33	-21	-76	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	115	47	59	43	45	46
%税前利润	171.8%	12.9%	5.5%	5.1%	2.4%	2.2%
营业利润	24	281	999	777	1,789	2,042
营业利润率	0.1%	1.7%	5.3%	3.5%	5.7%	5.8%
营业外收支	43	87	72	65	97	90
税前利润	67	368	1,071	842	1,886	2,132
利润率	0.4%	2.2%	5.7%	3.8%	6.0%	6.1%
所得税	-26	-32	-33	-26	-61	-67
所得税率	39.7%	8.7%	3.1%	3.1%	3.2%	3.1%
净利润	40	336	1,038	816	1,825	2,066
少数股东损益	-1	24	-8	0	0	0
归属于母公司的净利润	41	311	1,046	816	1,825	2,066
净利率	0.2%	1.9%	5.5%	3.7%	5.8%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	40	336	1,038	816	1,825	2,066
少数股东损益	-1	24	-8	0	0	0
非现金支出	326	407	558	535	562	617
非经营收益	66	130	84	195	154	51
营运资金变动	128	-166	-21	-33	45	-114
经营活动现金净流	561	707	1,659	1,513	2,586	2,620
资本开支	-1,402	-864	-2,086	-881	-919	-953
投资	-3	-572	2	-1	0	0
其他	2	13	18	43	45	46
投资活动现金净流	-1,403	-1,422	-2,066	-839	-874	-907
股权募资	1,016	1,243	1,692	0	0	0
债权募资	137	674	-191	201	-1,092	-2,242
其他	-393	-197	-320	-1,485	-176	3,106
筹资活动现金净流	759	1,720	1,181	-1,284	-1,268	863
现金净流量	-83	1,005	774	-610	444	2,576

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	395	1,527	2,203	2,453	2,897	5,473
应收账款	397	744	661	773	1,122	1,255
存货	1,457	1,505	2,075	2,226	2,803	3,392
其他流动资产	274	314	251	312	460	546
流动资产	2,524	4,090	5,190	5,764	7,282	10,666
%总资产	34.5%	41.9%	42.3%	43.5%	47.8%	56.1%
长期投资	111	110	154	155	154	154
固定资产	4,208	5,034	6,321	6,883	7,360	7,804
%总资产	57.5%	51.6%	51.6%	52.0%	48.4%	41.0%
无形资产	427	478	502	435	412	394
非流动资产	4,788	5,673	7,069	7,483	7,937	8,363
%总资产	65.5%	58.1%	57.7%	56.5%	52.2%	43.9%
资产总计	7,312	9,764	12,259	13,246	15,219	19,030
短期借款	1,156	1,619	2,205	3,333	2,243	0
应付款项	1,644	2,054	2,179	2,437	3,533	4,200
其他流动负债	143	205	181	202	225	252
流动负债	2,943	3,878	4,565	5,972	6,001	4,452
长期贷款	1,273	1,560	1,236	1,236	1,236	1,237
其他长期负债	674	773	239	172	169	169
负债	4,891	6,212	6,040	7,380	7,406	5,858
普通股股东权益	2,010	3,131	5,809	5,457	7,403	12,762
少数股东权益	411	420	410	410	410	410
负债股东权益合计	7,312	9,764	12,259	13,246	15,219	19,030

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.069	0.464	0.519	0.356	0.797	0.902
每股净资产	3.371	4.659	2.536	2.382	3.232	5.571
每股经营现金净流	0.941	1.053	0.724	0.660	1.129	1.144
每股股利	0.020	0.100	0.080	1.100	0.120	0.110
回报率						
净资产收益率	2.05%	9.95%	18.01%	39.31%	38.59%	36.17%
总资产收益率	0.56%	3.19%	8.53%	16.83%	20.47%	23.13%
投入资本收益率	1.39%	5.67%	12.10%	25.38%	30.88%	34.15%
增长率						
主营业务收入增长率	5.78%	-0.41%	15.25%	16.51%	42.96%	11.84%
EBIT增长率	3.94%	261.87%	169.91%	-12.03%	104.31%	8.78%
净利润增长率	-237.31%	657.57%	235.85%	-21.99%	123.70%	13.17%
总资产增长率	22.20%	33.53%	25.56%	41.23%	29.33%	28.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.2	0.2	0.2	8.6	9.2	9.1
存货周转天数	32.7	36.3	40.1	42.0	38.0	41.0
应付账款周转天数	23.4	24.1	25.3	26.0	27.0	27.3
固定资产周转天数	72.4	104.6	104.6	90.0	63.2	57.0
偿债能力						
净负债/股东权益	106.53%	61.90%	21.77%	36.68%	10.65%	-17.92%
EBIT利息保障倍数	0.7	2.3	6.0	9.8	11.5	18.8
资产负债率	66.89%	63.62%	49.27%	57.19%	46.96%	36.05%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	3	3	3
增持	1	1	1	1	1
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>2.00</b>	<b>1.75</b>	<b>1.60</b>	<b>1.60</b>	<b>1.60</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7BD