

正邦科技(002157.SZ)

农林牧渔行业

评级：买入 首次评级

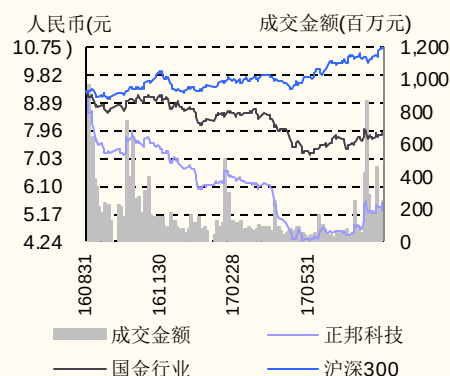
公司研究

市场价格(人民币): 5.57 元
 目标价格(人民币): 5.82-7.25 元

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) 12,754.44
 年内股价最高最低(元) 9.31/4.24
 沪深 300 指数 3834.30
 深证成指 10813.93



“手中有猪” 比 “把猪养好” 更重要

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	0.437	0.513	0.668
每股净资产(元)	4.66	2.54	2.38	3.18	5.52
每股经营性现金流(元)	1.05	0.72	0.74	0.90	0.91
市盈率(倍)	43.29	12.83	12.10	10.32	7.91
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%	-4.28%	17.28%	30.35%
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

- **环保重压下, 快速扩张意义大于短期的盈利。**规模化生猪养殖企业唯一发展道路就是规模化扩张。在行业产能持续去化、供给偏紧的背景下, “手中有猪”比“把猪养好”更重要, 且目前生猪养殖是盈利的, 在此背景下, 养殖的规模就决定了企业的盈利能力。如若在生猪行业景气、养猪盈利的环境下不扩张, 没有充足的储备, 那么在行业景气度下行, 养猪亏损的时候会更加被动。成本的差异并非不可逾越的鸿沟, 但若错过了快速扩张的黄金时期, 将会面临与其他企业之间巨大的差距。在猪价长期处于景气高位的背景下, 扩产速度决定企业成长的快慢和未来可能的最大盈利, 并直接影响企业价值。快速扩张产能是规模化进程的必然选择。
- **正邦的生产性生物资产 2016 年下半年开始快速增长, 预计其生猪出栏量将于 2017 年下半年放量。**生产性生物资产的快速增长对应生猪出栏的放量之间有一个繁殖周期, 对标牧原, 其生物性生产资产在 2016 年二季度快速提升, 对应生猪出栏放量对应时间为 2017 年二季度。正邦的生产性生物资产由 2016 年下半年 3.2 亿元, 经过 1 年时间增长到 6.5 亿元, 对应生猪出栏放量应该为 2017 年下半年。在此轮供给侧去产能的大背景下, 正邦科技顺势扩展, 加大扩产力度, 在生猪盈利的红利推动下, 规模获得高速的增长。
- **成本的差异可以缩小, 业绩弹性的来源之一。**高成本会削弱企业的竞争力, 拉低 ROE, 在市值上反应为正邦显著低于牧原的 PB 估值。饲料龙头正邦科技作为生猪养殖的后起之秀, 在温氏和牧原的模式上延伸, 将“公司+农户”进一步推广到仔猪繁殖阶段, 实现规模的快速成长。正邦从 2007 年才开始养猪, 在养殖方面经验不足, 成本控制尚不能与牧原、温氏等企业相比。但是这也正是其业绩弹性的重要来源, 随着公司在生猪养殖行业的不断积淀, 规模化扩张逐渐步入正轨, 控制成本也会逐渐成为公司治理的一个重要方面, 在实现规模化扩张的前提下, 公司必将尽最大可能的降低成本, 为公司业绩带来弹性。

估值和投资建议

- 基于对于猪价未来的看好, 在当前中国生猪养殖规模化发展的初级阶段, 养猪盈利的背景下快速实现规模化扩张为企业发展的第一要务。我们预计

周莎

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

2017/18/19 年公司归母净利 10.0/11.7/15.3 亿元，给予 18 年 12-15 倍估值，对应目标股价为 5.82-7.25 元/股，具有 10%-37%涨幅空间，首次覆盖，给予买入评级。

风险

- 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，出栏放量前夕	4
二、成本问题恰是业绩弹性来源之一	4
投资建议	6
风险提示	6

图表目录

图表 1：牧原出栏量和生产性生物资产对比	4
图表 2：正邦出栏量和生产性生物资产对比	4
图表 3：牧原和正邦 ROE 对比	5
图表 4：牧原和正邦 PB 对比	5
图表 5：正邦的养殖模式	5
图表 6：温氏和正邦对比	6

一、正邦对标牧原，出栏放量前夕

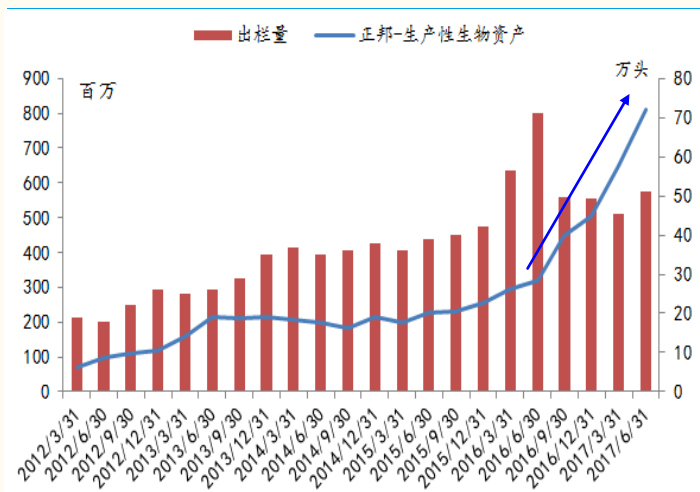
- 环保重压下，快速扩张意义大于短期的盈利。规模化生猪养殖企业唯一发展道路就是规模化扩张。在行业产能持续去化、供给偏紧的背景下，“手上有猪”比“把猪养好”更重要，且目前养猪是盈利的，在此背景下，生猪养殖的规模就决定了企业的盈利能力。如若在生猪行业景气、养猪盈利的情况下不扩张，没有充足的储备，在行业景气度下行，养猪亏损的时候会更加被动。成本的差异并非不可逾越的鸿沟，但若错过了快速扩张的黄金时期，将会面临与其他企业之间巨大的差距。在猪价长期处于景气高位的背景下，扩产速度决定企业成长的快慢和未来可能的最大盈利，并直接影响企业价值。快速扩张产能是规模化进程的必然选择。
- 以牧原为镜，可以看出正邦的产能扩张正在加速。牧原的生产性生物资产从 2016 年二季度开始快速上升，从 2016 年一季度末的 5.8 亿元，经过一年的时间，在 2017 年一季度末提升到 13.3 亿元，增长了 130%，随后在 2017 年二季度生猪出栏量单季度达到 170 万头，同比增长 157%。正邦的生产性生物资产从 2016 年下半年开始快速提升，我们预计其生猪出栏量将于 2017 年下半年放量。

图表 1：牧原出栏量和生产性生物资产对比



来源：wind、国金证券研究所

图表 2：正邦出栏量和生产性生物资产对比



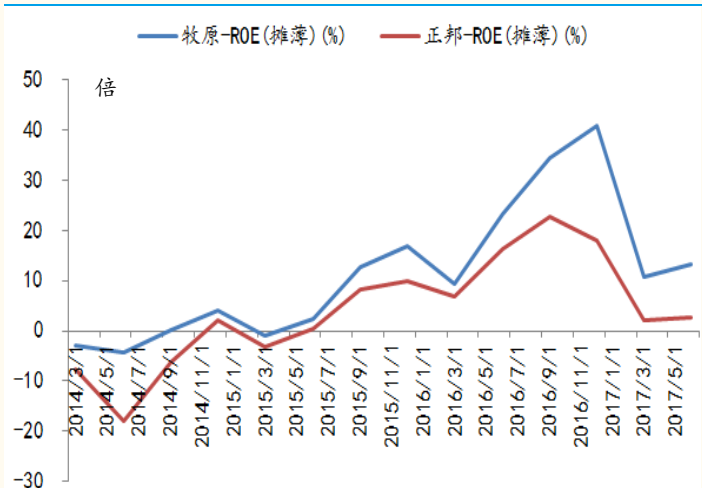
来源：wind、国金证券研究所

- 从正邦科技单季度的生产性生物资产可以看出，2016 年 2 季度以后，正邦科技明显进入快速扩张产能的时期，其生产性生物资产在短短 1 年的时间内，由 3.2 亿元到 6.5 亿元，实现了翻倍的增长。快速的产能扩张必然在高景气度下充分享受养猪盈利的红利。在当前时点，能繁母猪存栏持续下滑，猪肉价格触底回升，公司产能扩张的进度有望和猪肉价格回升同步进行。

二、成本问题恰是业绩弹性来源之一

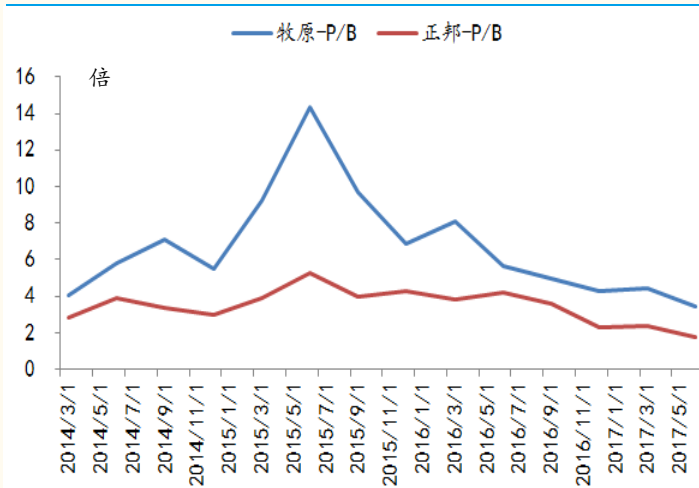
- 市场对于猪价的担忧反应在养猪股的低 PE 估值中，对于成本的担忧导致正邦的 PB 尤其便宜，但这两点不是主要矛盾。主要矛盾在于环保重压下的规模化养猪资产的稀缺性，并带来长期较高的 ROE，唯一的问题在于 ROE 的巨幅波动。高回报和稳定性难以兼顾，养猪股周期性也许不是最佳的选择，但是当抛开短期波动，把投资眼光放远，生猪养殖板块将是 A 股市场的一块优质资产。

图表 3：牧原和正邦 ROE 对比



来源：wind、国金证券研究所

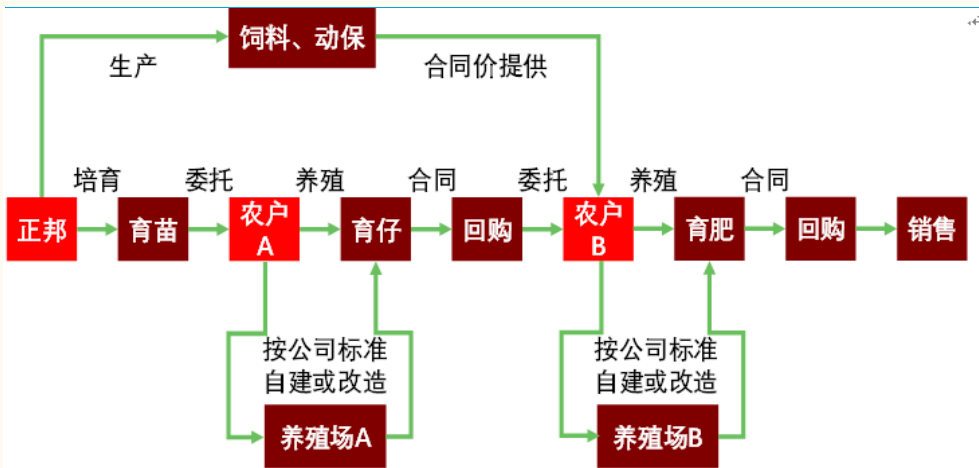
图表 4：牧原和正邦 PB 对比



来源：wind、国金证券研究所

- 成本的差异可以缩小，业绩弹性的来源之一。高成本会削弱企业的竞争力，拉低 ROE，在市值上反应为正邦显著低于牧原的 PB 估值。饲料龙头正邦科技作为生猪养殖的后起之秀，在温氏和牧原的模式上延伸，将“公司+农户”进一步推广到仔猪繁殖阶段，实现规模的快速成长。正邦从 2007 年才开始养猪，在养殖方面经验不足，成本控制尚不能与牧原、温氏等企业相比。但是这也正是其业绩弹性的重要来源，随着公司在生猪养殖行业的不断积淀，规模化扩张逐渐步入正轨，控制成本也会逐渐成为公司治理的一个重要方面，在实现规模化扩张的前提下，公司必将尽最大可能的降低成本，为公司业绩带来弹性。

图表 5：正邦的养殖模式



来源：公司公告、国金证券研究所

- 这种模式的好处同样显而易见，初期的固定资产投入压力较轻，容易快速扩张；但同时，母猪的扩繁由分散的农户负责，公司提供的技术指导在实际中很难贯彻落实、全程指导也存在成本高的问题，生产效率提升无法有效执行。在经历了近八年的高速增长后，正邦及时调整经营战略，业务重点逐步从饲料生产、生猪养殖逐渐拓展至养殖相关的服务提供和平台运营上。

图表 6：温氏和正邦对比

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
毛利率					
温氏股份	16.58%	13.51%	6.73%	22.23%	38.05%
正邦科技	19.41%	9.52%	1.68%	12.91%	38.25%
单头毛利（元）					
温氏股份	268	215	100	395	805
正邦科技	166	88	17	168	570
单头售价（元）					
温氏股份	1616	1593	1479	1778	2116
正邦科技	856	924	1016	1299	1491
单头成本（元）					
温氏股份	1348	1378	1380	1382	1311
正邦科技	690	836	999	1131	921

来源：公司公告、国金证券研究所

- 正邦生猪养殖业务未来的成本控制对标的为温氏，想要做到牧原的低成本对于正邦来讲难度较大，但是由于温氏和正邦的模式较为相似，温氏具有一定的参考意义。从两家公司历年生猪养殖业务毛利率来看，从 2013 年之后，正邦科技首次实现了对温氏的反超，虽然 38.25% 仅仅比 38.05% 高 0.2 个百分点，但是毛利率的巨大提升不仅仅是行业景气度提升的结果，同样是公司对于成本控制重视的原因。此外正邦科技还有一个优势，其是饲料业务和生猪养殖双轮驱动的公司，随着生猪养殖业务的不断壮大，饲料业务对生猪养殖的支撑作用也将越来越明显，产业上下游协同发展，更有利于降低公司生猪养殖业务的成本。
- 2014 年初猪价跌入谷底，正邦的 ROE 曾一度跌破 -15%，但是 500 万吨销量、100 多亿收入的饲料业务给公司提供充足的现金流支撑，正邦科技随后接连完成两次定增扩充资本金，扩张生猪产能。公司 ROE 的阶段性低谷并未阻止公司产能扩张。猪价的波动也无法阻挡这一趋势。因为环保的制约导致行业中绝大多数参与者无法补栏，猪价在未来相当长时间内是相对安全的。2016 年以来，正邦的 ROE 下滑源于定增增厚了股本，募投项目用于扩产，产能释放滞后于资本投入，导致头均成本偏高，这是 ROE 阶段性下行的主要原因，而猪价下跌把 ROE 打入谷底。预计正邦的 ROE 将于 2017 年四季度迎来拐点，基于产能的释放和对猪价乐观的判断，正邦科技有望不断超出市场预期。

投资建议

- 基于对于猪价未来的看好，在当前中国生猪养殖规模化发展的初级阶段，养猪盈利的背景下快速实现规模化扩张为企业发展的第一要务。我们预计 2017/18/19 年公司归母净利 10.0/11.7/15.3 亿元，给予 18 年 12-15 倍估值，对应目标股价为 5.82-7.25 元/股，具有 10%-37% 涨幅空间，首次覆盖，给予买入评级。

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	22,343	25,513	29,243
增长率		-0.4%	15.3%	18.1%	14.2%	14.6%
主营业务成本	-15,529	-14,893	-16,312	-19,434	-22,053	-25,205
%销售收入	94.2%	90.7%	86.2%	87.0%	86.4%	86.2%
毛利	954	1,523	2,608	2,909	3,460	4,038
%销售收入	5.8%	9.3%	13.8%	13.0%	13.6%	13.8%
营业税金及附加	-1	-3	-15	-18	-18	-20
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-430	-556	-680	-795	-959	-1,097
%销售收入	2.6%	3.4%	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%
管理费用	-398	-513	-694	-831	-962	-1,088
%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	1,265	1,521	1,834
%销售收入	0.8%	2.8%	6.4%	5.7%	6.0%	6.3%
财务费用	-183	-198	-204	-340	-449	-390
%销售收入	1.1%	1.2%	1.1%	1.5%	1.8%	1.3%
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%	4.2%	3.7%	2.9%
营业利润	24	281	999	968	1,116	1,490
营业利润率	0.1%	1.7%	5.3%	4.3%	4.4%	5.1%
营业外收支	43	87	72	65	97	90
税前利润	67	368	1,071	1,033	1,213	1,580
利润率	0.4%	2.2%	5.7%	4.6%	4.8%	5.4%
所得税	-26	-32	-33	-32	-39	-49
所得税率	39.7%	8.7%	3.1%	3.1%	3.2%	3.1%
净利润	40	336	1,038	1,001	1,174	1,531
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	1,001	1,174	1,531
净利率	0.2%	1.9%	5.5%	4.5%	4.6%	5.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	40	336	1,038	1,001	1,174	1,531
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	-39	170	-108
经营活动现金净流	561	707	1,659	1,691	2,061	2,091
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	-1,664	350	3,634
筹资活动现金净流	759	1,720	1,181	-1,462	-743	1,392
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	784	909	1,042
存货	1,457	1,505	2,075	2,236	2,296	2,831
其他流动资产	274	314	251	313	377	456
流动资产	2,524	4,090	5,190	5,786	6,479	9,802
%总资产	34.5%	41.9%	42.3%	43.6%	44.9%	54.0%
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%	51.9%	51.1%	43.0%
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%	56.4%	55.1%	46.0%
资产总计	7,312	9,764	12,259	13,268	14,416	18,165
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	2,451	2,890	3,503
其他流动负债	143	205	181	203	183	210
流动负债	2,943	3,878	4,565	5,987	5,317	3,713
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	7,395	6,722	5,119
普通股股东权益	2,010	3,131	5,809	5,463	7,284	12,636
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	13,268	14,416	18,165

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.069	0.464	0.519	0.437	0.513	0.668
每股净资产	3.371	4.659	2.536	2.385	3.180	5.516
每股经营现金净流	0.941	1.053	0.724	0.738	0.899	0.913
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%	18.09%	14.19%	14.62%
EBIT增长率	3.94%	261.87%	169.91%	3.63%	20.24%	20.58%
净利润增长率	-237.31%	657.57%	235.85%	-4.28%	17.28%	30.35%
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	88.8	78.1	68.7
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	0	1	2	2	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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为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