



2018 年 08 月 09 日

增持(首次评级)

当前价: 4.04 元

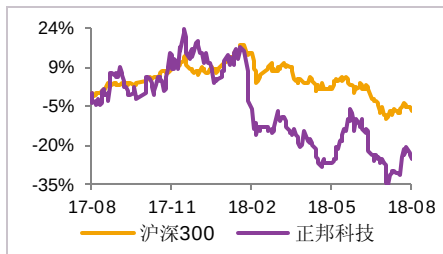
分析师: 石山虎

执业编号: S0300517060001

电话: 021-51782231

邮箱: shishanhu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	20,615	25,187	30,564	38,020
(+/-)	8.96%	22.18%	21.35%	24.40%
归母净利润	526	(45)	21	1,314
(+/-)	-49.74	-108.5	-147.73%	6035.4
EPS(元)	0.23	(0.02)	0.01	0.56
P/E	18.0	(210.4)	440.7	7.2

资料来源: 联讯证券研究院

正邦科技(002157.SZ)

【联讯农业中报点评】正邦科技：猪价低迷拖累业绩，生猪养殖规模扩张策略不变

投资要点

事件概述

公司发布 2018 年半年报, 2018 年上半年营业收入 122.22 亿元, 同比增长 35.21%; 净利润亏损 1.91 亿元, 同比减少 169.48%, 扣非后净利润亏损 1.73 亿元, 同比减少 163.75%, EPS 为-0.08 元, 上年同期 EPS 为 0.12 元。公司预计 2018 年 1~9 月净利润亏损 5000 万元~2.2 亿元, 上年同期净利润为 4.08 亿元。

饲料板块盈利未达预期

2018 年上半年, 公司饲料销量为 278.16 万吨, 同比增长 7.62%; 收入为 85.57 亿元, 同比增长 24.53%, 占营业收入的 70.02%。其中, 猪饲料收入为 57.98 亿元, 同比增长 53.12%; 禽饲料收入为 24.17 亿元, 同比下降 7.22%。报告期内, 受生猪养殖行情低迷拖累, 猪料需求疲软, 另外, 公司调整营销策略, 将“卖产品”转变为“卖服务”, 使得销售成本上升。双重因素影响下, 饲料业务盈利水平未达预期。

生猪养殖规模扩张策略不变

(1) 2018 年上半年, 公司生猪养殖业务收入 30.93 亿元, 同比增长 91.59%; 毛利率为-5.68%, 同比下降 27.48 个百分点。2018 年以来, 生猪价格一路下跌, 5 月初出现阶段性底部 10.1 元/千克, 上半年生猪均价为 11.99 元/千克, 同比下降 24.13%; 仔猪均价为 26.78 元/千克, 同比下降 42.12%。3 月初, 生猪养殖跌破成本线, 呈现负利润。报告期内, 公司养殖板块以增量和降本考核激励为主, 公司养殖综合成本呈下降趋势, 未来随着猪价的反弹, 盈利水平将有所好转。

(2) 2018 年上半年, 公司累计出栏生猪 248.18 万头, 同比增长 157.38%, 位列上市公司中第三。预计 2018 年全年出栏量为 550~560 万头, 增幅在 60%以上。母猪存栏量增加至 44.42 万头, 仔猪基本实现自供。2017 年公司部分猪场从自繁自养模式向“公司+农户”模式转型, 资产轻、投入少, 可实现生猪规模的快速扩张。

期间费用同比上涨 15.64%

2018 年上半年公司销售、管理和财务三项期间费用为 10.31 亿元, 相比去年同期 8.91 亿元上升 15.64%。其中销售费用 3.92 亿元, 同比上升 10.29%; 管理费用 4.6 亿元, 同比上升 14.16%; 财务费用 1.79 亿元, 同比上升 34.45%。

投资评级

预计公司 2018~2020 年营业收入分别为 251.87 亿元、305.64 亿元和 380.20 亿元, 归母净利润分别为-4500 万元、2100 万元和 13.14 亿元, 对应 EPS 分别为



-0.02 元、0.01 元和 0.56 元，对应 2020 年 PE 分别为 7 倍，目标价 5 元，给予公司“增持”评级。

✧ 风险提示

1、重大疫病风险；2、猪价反弹不及预期；3、环保不达标等。

附录：公司财务预测表（百万元）

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	20615	25187	30564	38020	货币资金	1,408	1,700	1,800	1,500
减：营业成本	18,218	23,165	28,336	34,350	应收票据	6	8	9	11
营业税金及附加	25	30	37	46	应收账款	386	471	572	711
销售费用	668	801	917	989	预付账款	209	257	312	388
管理费用	921	957	917	951	其他应收款	341	428	520	646
财务费用	194	252	306	190	存货	3,329	4,633	6,234	8,588
资产减值损失	29	34	36	38	其他流动资产	61	65	70	75
加：投资收益	17	17	18	19	流动资产合计	5740	7562	9516	11919
营业利润	611	-35	34	1476	长期股权投资	145	165	186	208
加：营业外收支净额	(22)	(15)	(10)	(5)	固定资产	6,663	7,077	7,191	7,024
利润总额	588	-50	24	1471	在建工程	2,226	3,226	4,026	4,526
减：所得税费用	32	(3)	1	79	无形资产	317	286	254	222
净利润	557	-48	23	1392	其他非流动资产	212	337	459	579
归属于母公司的利润	526	(45)	21	1,314	非流动资产合计	10875	11091	12116	12560
基本每股收益（元）	0.23	-0.02	0.01	0.56	资产总计	16616	18653	21632	24479
主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E	短期借款	2,587	4,721	5,839	5,276
EV/EBITDA	22.79	19.27	18.13	9.16	应付票据	370	486	623	790
成长能力					应付账款	1,526	2,039	2,547	3,160
营业收入同比	8.96%	22.18%	21.35%	24.40%	预收账款	180	232	298	378
营业利润同比	-38.9%	-105.8%	-196.4%	4244.7%	其他应付款	1,165	1,375	1,550	1,776
净利润同比	-46.40%	-108.54%	-147.73%	6035.4%	应交税费	33	35	37	39
营运能力					其他流动负债	0	0	0	0
应收账款周转率	48.73	58.76	58.63	59.29	流动负债合计	7146	8888	10894	11419
存货周转率	7.63	6.33	5.63	5.13	长期借款	2,087	2,987	3,937	4,867
总资产周转率	1.43	1.43	1.52	1.65	其他非流动负债	0	0	0	0
盈利能力与收益质量					非流动负债合计	2768	2987	3937	4867
毛利率	11.6%	8.0%	7.3%	9.7%	负债合计	9914	11874	14831	16286
净利率	2.6%	-0.2%	0.1%	3.5%	股本	2,334	2,331	2,331	2,331
总资产净利率 ROA	3.9%	-0.3%	0.1%	6.0%	资本公积	1,936	1,936	1,936	1,936
净资产收益率 ROE	8.6%	-0.7%	0.3%	18.6%	留存收益	2,173	2,128	2,150	3,464
资本结构与偿债能力					少数股东权益	386	383	385	463
流动比率	0.80	0.85	0.87	1.04	所有者权益合计	6702	6778	6801	8193
资产负债率	59.7%	63.7%	68.6%	66.5%	负债和股东权益合计	16616	18653	21632	24479
长期借款/总负债	21.0%	25.2%	26.5%	29.9%	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					经营活动现金流量	912	404	299	984
每股收益	0.23	-0.02	0.01	0.56	投资活动现金流量	(4,180)	(2,328)	(1,925)	(1,423)
每股经营现金流量	0.39	0.17	0.13	0.42	筹资活动现金流量	2,467	516	(74)	(998)
每股净资产	2.87	2.91	2.92	3.52	现金及等价物净增加	(801)	(1,408)	(1,700)	(1,437)

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士。2017 年 5 月加入联讯证券研究院，现任农林牧渔行业首席分析师。证书编号：S0300517060001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	zhaoyujie@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com