

产能大幅扩张，成本有望持续改善

——正邦科技（002157）半年度财报点评

2018年08月09日

推荐/首次

正邦科技

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
程诗月	研究助理		
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458	

事件：

8月7日，公司发布半年报称，2018年上半年公司实现营收122.22亿元，同比增长35.21%；归母净利润为-1.91亿元，同比下降169.48%；扣非后归母净利润-1.73亿元，同比下降164%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	5032.44	4621.8	4417.08	5689.94	5886.11	4958.69	7262.98
增长率（%）	40.41%	15.25%	-5.70%	9.56%	16.96%	7.29%	64.43%
毛利率（%）	8.77%	12.18%	13.81%	11.34%	9.83%	9.54%	5.38%
期间费用率（%）	7.23%	9.16%	10.59%	8.70%	6.75%	8.32%	8.51%
营业利润率（%）	2.89%	2.71%	3.98%	2.42%	2.91%	1.25%	-3.56%
净利润（百万元）	107.26	129.23	155.25	140.22	131.81	48.15	-270.93
增长率（%）	-30.42%	-41.79%	-58.76%	-57.84%	22.89%	-62.75%	-274.52%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.05	0.07	0.06	0.05	0.03	-0.11
资产负债率（%）	49.27%	49.06%	55.25%	58.11%	59.67%	59.88%	65.96%
净资产收益率（%）	1.72%	2.04%	2.41%	2.09%	1.97%	0.71%	-4.17%
总资产收益率（%）	0.87%	1.04%	1.08%	0.88%	0.79%	0.29%	-1.42%

观点：

- **生猪出栏量大幅提升，市场低迷拖低业绩。**公司落实规模扩张战略，2018H1生猪出栏量达到248.18万头，同比增长157.38%；公司母猪存栏量增加至44.42万头，生产性生物资产较年初增加39.75%，猪场建设投入增加，在建工程较期初增加37.8%，预计2018年全年生猪出栏量超过600万头，产能储备及后续猪场建设的逐步推进给出栏量的持续扩张提供基础。18年上半年生猪价格持续低迷，养殖板块盈利收到较大影响，按照销售均价11.5元/公斤，完全成本12.5元/公斤计算，预计养殖业务上半年亏损2.5亿元左右。6月份以来猪价全面反弹，预计公司下半年盈利将明显改善。
- **饲料产品结构优化，猪料业务平滑养殖亏损。**公司18年上半年饲料销量278.16万吨，同比增长7.62%，销售收入85.57亿元，同比增长24.53%。公司以猪料作为主要发展方向，不断优化饲料业务产品结构，猪料收入占比由48.34%大幅提升至59.53%。此外，通过定制化技术支持、加大人才激励等方式增强营

销力度，在市场低迷的情况下实现猪料产品销量逆势增长32.53%。饲料业务毛利润达到8.52亿元，毛利率较去年同期增长0.49%。农药业务销售收入同比增长31.96%，兽药业务销售收入同比下降17.22%。公司完整的“饲料—农药—养殖”产业链在猪价波动行情下，在一定程度上平滑了养殖业务造成的亏损。

结论：

我们认为，公司产能具备持续扩张的基础，养殖成本有下行空间，在下半年猪价反弹的背景下有望迎来估值修复。我们预计公司2018-2020年归母净利分别为1.24亿元，3.41亿元和18.74亿元，EPS分别为0.05，0.15和0.80，对应PE分别为79X，29X，5X，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：猪价波动风险，疫病风险，成本优化不及预期等。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	5190	5740	7351	8715	10103	营业收入	18920	20615	24261	28326	33218
货币资金	2203	1408	1941	2266	2657	营业成本	16312	18218	21977	25437	28304
应收账款	460	386	598	698	819	营业税金及附加	15	25	24	28	33
其他应收款	195	341	401	468	549	营业费用	680	668	786	918	1076
预付款项	206	209	429	683	966	管理费用	694	921	1092	1275	1495
存货	2075	3329	3914	4530	5040	财务费用	204	194	210	263	286
其他流动资产	37	61	61	61	61	资产减值损失	75.82	29.20	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	7069	10875	11407	11038	10589	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	126	145	500	150	150	投资净收益	59.07	16.52	10.00	10.00	10.00
固定资产	4918.7	6663.4	8817.2	8331.9	7612.6	营业利润	999	611	161	395	2014
无形资产	293	317	321	309	298	营业外收入	155.05	35.67	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	84	212	0	0	0	营业外支出	83.35	57.88	60.00	60.00	50.00
资产总计	12259	16616	18758	19754	20692	利润总额	1071	588	141	375	2004
流动负债合计	4565	7146	8826	9602	9386	所得税	33	32	7	19	100
短期借款	1639	2587	3519	4479	4402	净利润	1038	557	134	356	1904
应付账款	1302	1526	1686	1951	2171	少数股东损益	-8	31	10	15	30
预收款项	188	180	180	180	180	归属母公司净利润	1046	526	124	341	1874
一年内到期的非流	565	1063	0	0	0	EBITDA	1969	1712	1275	1600	3250
非流动负债合计	1475	2768	2144	2144	2144	EPS（元）	0.52	0.23	0.05	0.15	0.80
长期借款	1236	2087	2087	2087	2087	主要财务比率					
应付债券	116	526	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	6040	9914	10970	11746	11530	成长能力					
少数股东权益	410	386	396	411	441	营业收入增长	15.25%	8.96%	17.69%	16.76%	17.27%
实收资本(或股本)	2291	2334	2331	2331	2331	营业利润增长	255.44	-38.90	-73.64	145.44	409.66
资本公积	1804	1936	2814	2814	2814	归属于母公司净利润	-76.43	175.44	-76.43	175.44	448.85
未分配利润	1624	2009	2053	2172	2828	获利能力					
归属母公司股东权	5809	6316	7392	7597	8721	毛利率(%)	13.79%	11.63%	9.41%	10.20%	14.79%
负债和所有者权	12259	16616	18758	19754	20692	净利率(%)	5.49%	2.70%	0.55%	1.26%	5.73%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	8.53%	3.16%	0.66%	1.73%	9.06%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	18.01%	8.32%	1.68%	4.49%	21.48%
经营活动现金流	1691	912	2030	371	2036	偿债能力					
净利润	1038	557	134	356	1904	资产负债率(%)	49%	60%	58%	59%	56%
折旧摊销	765.24	907.64	0.00	910.29	919.29	流动比率	1.14	0.80	0.83	0.91	1.08
财务费用	204	194	210	263	286	速动比率	0.68	0.34	0.39	0.44	0.54
应收账款减少	0	0	-212	-100	-121	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.72	1.43	1.37	1.47	1.64
投资活动现金流	-2066	-4180	-1471	-607	-532	应收账款周转率	42	49	49	44	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.73	14.58	15.11	15.58	16.12
长期股权投资减少	0	0	-325	350	0	每股指标(元)					
投资收益	59	17	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.23	0.05	0.15	0.80
筹资活动现金流	1181	2467	-26	561	-1112	每股净现金流(最新)	0.35	-0.34	0.23	0.14	0.17
应付债券增加	0	0	-526	0	0	每股净资产(最新摊)	2.54	2.71	3.17	3.26	3.74
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	1619	43	-3	0	0	P/E	8.08	18.26	78.98	28.68	5.22
资本公积增加	60	132	878	0	0	P/B	1.66	1.55	1.32	1.29	1.12
现金净增加额	806	-801	533	325	391	EV/EBITDA	5.57	8.56	10.55	8.80	4.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

联系人简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。