

猪价出栏双轮驱动，公司业绩有望腾飞

投资要点

- **事件:** 近期我们对公司进行了调研，对公司未来的经营情况进行了深入探讨。
- **环保高压，散户产能快速出清，行业集中度提升。** 近年来国家密集出台政策管控畜牧业污染问题，中小养殖户生存空间进一步压缩。2007年至2016年，全国年出栏数500头以下规模猪场数由8222万户减少到4629万户。而龙头企业以产业结构转型为契机，积极扩张产能，养殖行业的集中度逐步提升。
- **非洲猪瘟爆发，农业部严格管控调运环节，产销区价差扩大。** 2018年8月3日非洲猪瘟首次爆发，农业部陆续出台监管政策，重点管控生猪调运环节。在9月11日被限制调运的18个省市中，河南，山东，湖北，河北4个省份的调出量均为全国调出量前五名，是生猪调运大省。被限制调运的产区供大于求，生猪价格下调明显，低于行业成本价，养殖场持续亏损，补栏意愿降低。
- **非洲猪瘟疫情后续的不确定性进一步降低了补栏意愿。** 非洲猪瘟后续疫情的不确定性导致我国生猪养殖行业补栏意愿都在降低。全国仔猪价格持续下跌，散户及中小规模养殖厂的补栏意愿低。大规模厂补栏意愿受到影响。2019年1月份全国400个监测县的生猪存栏比去年同期减少12.6%，能繁母猪存栏比去年同期减少14.7%。叠加非洲猪瘟影响，国内多个地区母猪产能去化严重，部分地区超过40%，我们认为国内生猪出栏量将呈快速下降态势，猪价拐点有望提前到来。
- **全产业链发展的战略布局，生猪养殖业务持续高速扩张。** 公司发展“饲料—兽药—种猪繁育—商品猪养殖”农牧产业链。生猪养殖业务持续高速扩张，2016年和2017年生猪出栏量分别较上年增长43.4%和51.1%。与同类上市公司相比扩张速度处于高位。2017、2018年公司出栏342.5、553万头，预计2019、2020年出栏量分别为750、1000万头，随着猪价反转，将有望大幅提升公司业绩。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2018-2020年EPS分别为0.08元、0.62元、2.15元。我们认为公司2019年生猪出栏量仍将保持高速增长，就增速而言有可能成为各家上市企业之首，且成本端管控合理，随着猪价上涨仍有较大弹性空间。给予公司2019年25倍估值，对应目标价15.5元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 猪价上涨不达预期，疫病风险，政策风险，非公开发行事项进展或不及预期的风险。

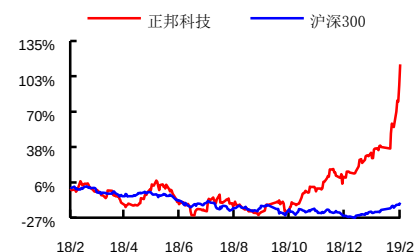
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	20614.92	22011.97	26970.50	36131.44
增长率	8.96%	6.78%	22.53%	33.97%
归属母公司净利润(百万元)	525.75	186.49	1462.37	5077.16
增长率	-49.74%	-64.53%	684.17%	247.19%
每股收益EPS(元)	0.22	0.08	0.62	2.15
净资产收益率ROE	8.30%	2.91%	18.64%	40.15%
PE	50	140	18	5
PB	4.12	4.07	3.33	2.07

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
 执业证号: S1250518120001
 电话: 021-68415832
 邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.67
流通A股(亿股)	21.63
52周内股价区间(元)	3.51-11.0
总市值(亿元)	260.37
总资产(亿元)	199.21
每股净资产(元)	2.69

相关研究

目 录

1 生猪养殖业务迅速扩张.....	1
2 猪价拐点有望提前到来.....	2
2.1 非洲猪瘟持续影响	3
2.2 农业部严格管控调运环节，产销区猪价分化明显	6
2.3 非洲猪瘟后续疫情不确定性 进一步降低补栏意愿.....	6
3 出栏量增长引领公司业绩腾飞.....	8
3.1 全产业链发展的格局	8
3.2 生猪养殖快速扩张	9
3.3 持续的资本投入，市场份额有望进一步扩大	10
4 盈利预测与估值.....	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1：公司 2018 年上半年主营业务结构情况	1
图 2：公司 2018 年上半年主营业务毛利结构	1
图 3：公司 2009 年以来营业收入（百万元）	1
图 4：公司生猪养殖业务营业收入及增速	1
图 5：全国生猪出栏量（亿头）	3
图 6：全国生猪饲养年出栏数小于 500 头规模场(万户)数	3
图 7：9 月 11 日被限制调运的省份一览（深色为疫情省相邻省）	6
图 8：河北、河南、湖北、山东、浙江生猪价格对比	6
图 9：辽宁黑龙江河南广东浙江仔猪价格（元/千克）	7
图 10：全国仔猪平均价（元/千克）	7
图 11：能繁母猪存栏数目	8
图 12：二元能繁母猪价格（元/千克）	8
图 13：公司 2009 年来归母净利润及增速	9
图 14：公司 2014 年来生猪出栏量及增速	9
图 15：正邦科技与其他上市公司生猪出栏量对比（万头）	10
图 16：公司的生猪养殖全国布局	10

表 目 录

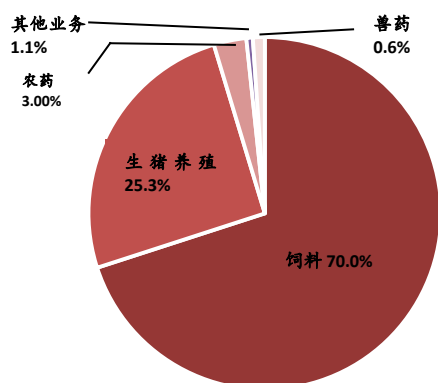
表 1：环保政策密集出台	2
表 2：我国非洲猪瘟爆发情况一览	4
表 3：拉脱维亚和波兰非洲猪瘟 2018 年以来爆发一览	7
表 4：散户与规模场非洲猪瘟爆发数目对比	8
表 5：募集资金去向	10
表 6：分业务收入及毛利率	11
表 7：可比公司估值情况	12
附表：财务预测与估值	13

1 生猪养殖业务迅速扩张

正邦科技是一家涉及饲料、生猪、兽药及农药四大业务板块的综合性农牧企业。公司发展完整农牧产业链，形成产业链上下游高度关联、相互支撑的战略发展格局，最大限度的降低了单一业务周期性波动给公司整体盈利水平带来的负面影响，抵御市场风险的能力强。

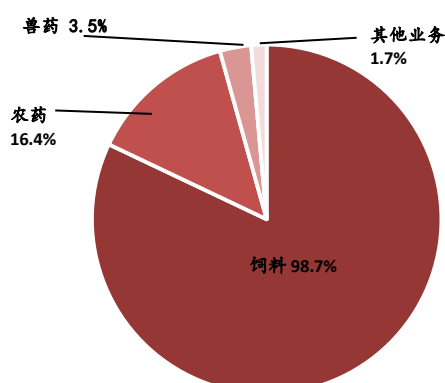
公司主营业务结构：2018 年公司收入主要来自饲料，占比 70.0%，生猪养殖占比 25.3%。近年来公司的生猪养殖业务增速持续提升，2017 年营业收入同比增长 63.3%，2018 年上半年同比增长 91.6%。饲料业务贡献了 98.7% 毛利，而 2018 年生猪养殖业务板块因为生猪销售价格持续低迷，对毛利影响较大，养殖业务出现亏损。

图 1：公司 2018 年上半年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

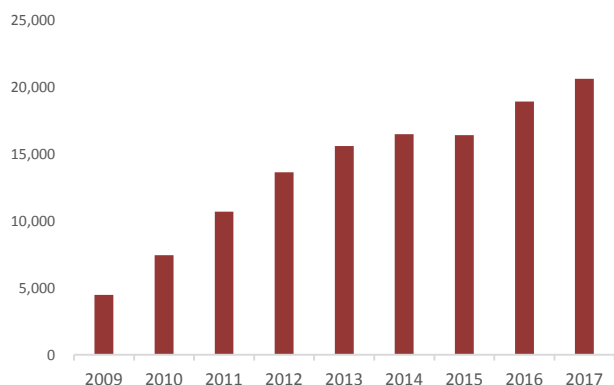
图 2：公司 2018 年上半年主营业务毛利结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

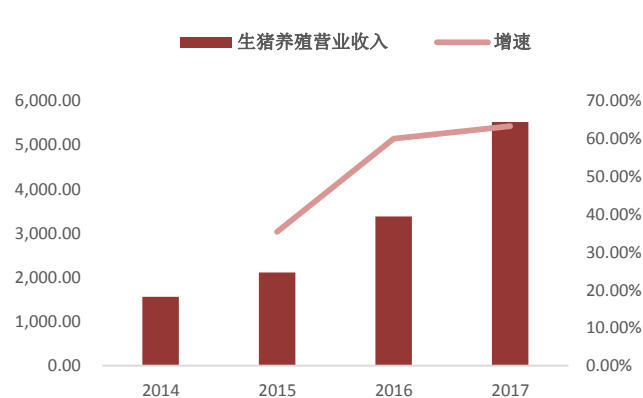
公司业绩状况：公司着力发展“公司+农户”“公司+农场主”的轻资产养殖模式，生猪养殖业务实现了跨越式发展，2017 年生猪出栏较上年增长 51.1%。从生猪出栏量来看，2017 年全国生猪出栏 6.9 亿头，公司出栏 342 万头，市场占有率不足 1%。但从生猪养殖类上市公司披露的出栏量来看，公司的生猪出栏量位居同类上市公司前列，据行业领先地位，公司仍有很大成长空间。

图 3：公司 2009 年以来营业收入（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司生猪养殖业务营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 猪价拐点有望提前到来

近年来我国生猪养殖业发展迅速，肉、蛋、禽总产量连续保持世界第一。2015 年之前生猪出栏量快速增长，总供给量达到 7.3 亿。但是同时，养殖场的环保问题日益严重。其中畜产废弃物是造成养殖场环境污染的主要污染源：按粪便排泄量计算，1 头猪的排粪量相当于 2 个人的排粪量，而按 BOD5（生化需氧量）的排泄量计，1 头猪相当于 13 个人。根据第一次全国污染源普查数据表明，畜禽养殖业 COD、总氮、总磷的排放量分别为 1268 万吨、106 万吨和 16 万吨，分别占全国总排放量的 41.9%、21.7%、37.7%，分别占农业源排放量的 96%、38%、65%。近年的污染源普查动态更新数据显示，畜禽养殖污染物排放量在全国污染物总排放量中的占比有所上升。

为应对与日俱增的环保压力，国家密集出台新《环保法》、《水污染防治行动计划》、《“十三五”生态环境保护规划的通知》等政策法规，畜牧养殖行业整体进入了环保高压期。各地区逐步划定限养区、禁养区，地方政府依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非超载区转移。全国多数地区要求在 2016 年底划定畜禽养殖禁养区，在 2017 年底前依法关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场（小区）和养殖专业户，京津人、冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。湖南、河北、福建、浙江、天津、北京、上海 7 个省市在 2016 年底基本完成猪场的关闭、拆迁工作；福建、江苏等南方省份在 2017 年也陆续完成相关工作。在环保监管趋严的要求下，猪场关闭、拆迁的情况大量发生，行业产能被动淘汰，特别是南方水网、城市周边等区域影响最为巨大。除了猪场的拆除以外，养殖场的环保要求提高，进入行业的难度加大，补栏难度增加。

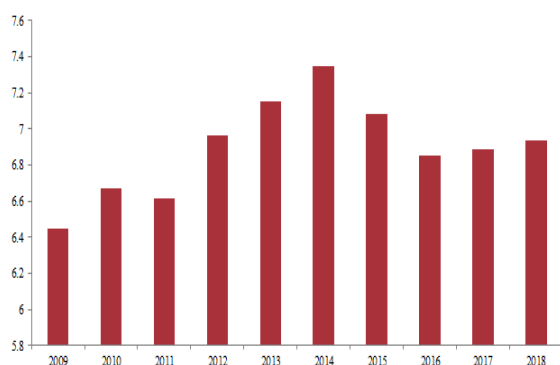
表 1：环保政策密集出台

日期	政策情况
2014 年 1 月	《畜禽规模养殖污染防治条例》开始施行，明确畜牧业发展规划应当统筹考虑环境承载能力以及畜禽养殖污染防治要求，合理布局，科学确定畜禽养殖的品种、规模、总量。《条例》明确了禁养区划分标准、使用对象（畜禽养殖场、养殖小区）、激励和处罚办法。
2015 年 1 月	新《环保法》开始施行，明确畜禽养殖场、养殖小区、定点屠宰企业等的选址、建设和管理应当符合有关法律、法规规定
2015 年 4 月	国务院发布“水十条”，明确要求，要科学划定畜禽养殖禁养区，2017 年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
2015 年 8 月	农业部发文，要求各级畜牧兽医行政主管部门要积极配合环保部门做好禁养区划定工作，及时报送禁养区划定情况
2015 年 11 月	农业部出台《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》，意见提出，主产区要制定生猪养殖规划，合理划定适宜养殖区域和禁止建设畜禽养殖场和养殖小区的区域。禁养区按照《水污染防治行动计划》时限要求，由地方政府依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非超载区转移
2016 年 5 月	国务院发布“土十条”，要求明确合理确定畜禽养殖布局和规模，强化畜禽养殖污染防治。
2016 年 11 月	环保部、农业部发布《畜禽养殖禁养区划定技术指南》，将作为后期全国各地划定禁养区的依据。文件要求综合考虑各区域主体功能定位及生态功能重要性，在与生态保护红线格局相协调前提下，以饮用水水源保护区、自然保护区的核心区和缓冲区、风景名胜區、城镇居民区、文化教育科学研究区等区域为重点，兼顾江河源头区、重要河流岸带、重要湖库周边等对水环境影响较大的区域，科学合理划定禁养区
2016 年 12 月	国务院印发《“十三五”生态环境保护规划》，要求 2017 年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户

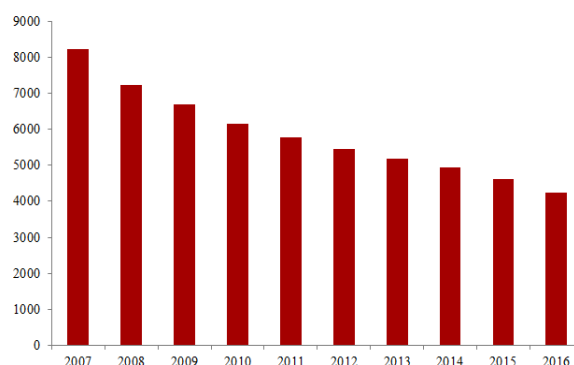
数据来源：农业部，西南证券整理

中小养殖户面临环保高压，生存空间被进一步压缩，退出速度加快。同时伴随着城市化进程的不断加快，农村人口大量涌进城市务工、生活，从事养殖业的散户数量逐步减少。2007年至2016年，全国年出栏数500头以下规模猪场数目由8222万户减少到4629万户。大规模厂的数量和规模却在逐渐扩大。2007至2016年，全国年出栏数500头以上的规模厂户数由124641户增加到256612户，占比由不到0.2%增加至0.6%。大型养殖企业的规模经济优势明显，受益于合理的产业链整合，完善的疾病防治体系，有效的成本优化等优势，产能不断增长，对我国的生猪出栏量贡献越来越大。

虽然集中度在显著提升，但是目前我国生猪养殖行业的行业集中度还是远远落后于欧美发达国家，散户对生猪出栏量影响较大。散户通常缺乏对未来猪价的合理判断，大多根据当期价格安排下期生产，所以我国的生猪价格随着供给量而出现明显的周期变化。区别于散户不稳定的出栏量，大型养殖场的出栏量受周期影响小，因此，散户的退出也使得生猪的供给量变化幅度减小，预计未来猪肉价格波动将逐渐延长或无明显规律波动趋势。我国每年生猪总出栏量在7亿头小幅波动，散户产能的加速出清为龙头企业提供了更大的市场，使得龙头养殖企业的地位更加牢固，成长空间巨大。

图 5：全国生猪出栏量（亿头）


数据来源：WIND，西南证券整理

图 6：全国生猪饲养年出栏数小于 500 头规模场(万户)数


数据来源：WIND，西南证券整理

2.1 非洲猪瘟持续影响

2018年8月3日，农业农村部发布疫情信息，辽宁省沈阳市沈北新区发生一起非洲猪瘟疫情，成为我国首次发生非洲猪瘟疫情。非洲猪瘟（African Swine fever）是由非洲猪瘟病毒感染家猪和各种野猪引起一种急性、出血性、烈性传染病。其特征是发病过程短，最急性和急性感染死亡率高达100%，临床表现为发热（达40至42℃），心跳加快，呼吸困难，部分咳嗽，眼、鼻有浆液性或粘液性脓性分泌物，皮肤发绀，淋巴结、肾、胃肠粘膜明显出血。非洲猪瘟临床症状与猪瘟症状相似，只能依靠实验室监测确诊。非洲猪瘟是全世界最严重的跨国界猪病之一，联合国粮农组织描述此病具有迅速在全球蔓延的可能性。截至目前，非洲猪瘟无有效的治疗措施或者防疫用疫苗，扑杀是唯一手段。在我国2018年12月之前发生的68起非洲猪瘟疫情的调查中发现，传播途径主要有三种：一是生猪及其产品跨区域调运，占全部疫情约19%；二是餐厨剩余物喂猪，占全部疫情约34%；三是人员与车辆带毒传播，这是当前疫情扩散的最主要方式，占全部疫情约46%。因此，限制生猪的跨区域调运及控制运载车辆的消毒成为防控疫情的重中之重。

表 2：我国非洲猪瘟爆发情况一览

	时间	地区	存栏生猪	发病	死亡
1	8 月 2 日	辽宁省沈阳市沈北新区	383	47	47
2	8 月 14 日	河南省郑州市经济开发区双汇屠宰场	260	30	30
3	8 月 15 日	江苏省连云港市海州区	4626	615	88
4	8 月 22 日	浙江省温州市乐清市		430	340
5	8 月 30 日	安徽省芜湖市南陵县	459	185	80
6-7	9 月 2 日	安徽省宣城市宣州区古泉镇和五星乡	725		134
8	9 月 3 日	江苏省无锡市宜兴市	97	12	9
9	9 月 3 日	安徽省宣城市宣州区金坝办事处	308	152	83
10	9 月 5 日	黑龙江佳木斯市郊区长青乡	87	39	12
11-12	9 月 6 日	安徽省芜湖市南陵县和宣城市宣州区	82	28	19
13	9 月 6 日	黑龙江省佳木斯市向阳区	203	26	10
14-15	9 月 6 日	安徽省滁州市凤阳县和铜陵市义安区	1105	125	45
16	9 月 14 日	河南省新乡市获嘉县	148		64
17	9 月 14 日	内蒙古自治区锡林郭勒盟阿巴嘎旗		16	16
18	9 月 15 日	内蒙古自治区锡林郭勒盟正蓝旗	159	14	8
19	9 月 17 日	吉林省公主岭市南崴子镇	484	56	565
20	9 月 17 日	内蒙古自治区兴安盟科尔沁右翼中旗	138	23	22
21	9 月 24 日	内蒙古自治区呼和浩特市	388	4	2
22-23	9 月 28 日	辽宁省营口市和吉林省松原市长岭县	422		105
24-25	10 月 7 日	辽宁省营口市大石桥市和鞍山市台安县	3818	494	253
26-27	10 月 11 日	辽宁省大连市普兰店区	1353	20	11
27	10 月 12 日	天津市蓟州区侯佳营镇	639	292	189
28	10 月 12 日	辽宁省鞍山市台安县新台镇	120	88	72
29-30	10 月 14 日	辽宁省盘锦市	1841	238	238
31	10 月 14 日	辽宁省锦州市	19938	221	221
32	10 月 14 日	辽宁省鞍山市	180	14	14
33-34	10 月 15 日	辽宁神盘锦市大洼区	7546	1061	1050
35	10 月 15 日	辽宁省铁岭市开原市庆云堡镇	6640	50	14
36-37	10 月 16 日和 17 日	辽宁省盘锦市大洼区和山西省大同市	176	50	47
38-39	10 月 20 日	云南省邵通市镇雄县母响镇和牛场镇	1157	545	545
40-41	10 月 21 日和 22 日	浙江省台州市三门县湖南省常德市桃源县	2548	264	87
42-43	10 月 22 日和 30 日	湖南省益阳市桃江县和沅陵县	690	69	39
44-45	10 月 25 日	贵州省毕节市赫章县和七星关区	59	33	33
46	10 月 27 日	湖南省常德市桃源	7684	106	99
47-48	10 月 30 日	山西省阳曲县和云南省普洱市思茅区	246	80	48
49-50	11 月 3 日和 4 日	山西省阳曲县西陵井乡和重庆市丰都县	356	28	10
51	11 月 5 日	湖南省湘西土家族苗族自治州保靖县	119	11	4
52	11 月 7 日	湖北省罗田县	821	22	4
53	11 月 8 日	福建省莆田市城厢区	4521	85	85

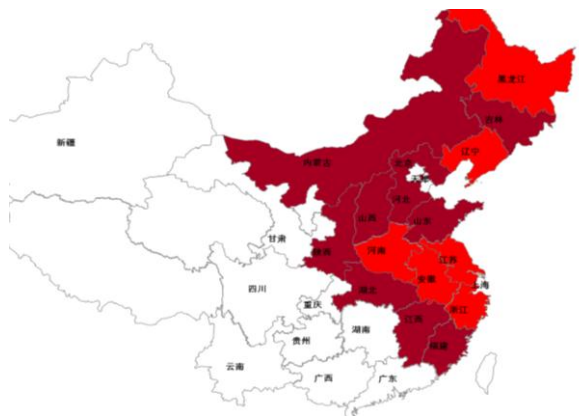
	时间	地区	存栏生猪	发病	死亡
54-55	11月8日	江西省万年县和吉林省龙井市	1084	193	193
56	11月8日和	湖南省涟源市	9	4	1
57	11月9日	安徽省青阳县	8339	96	47
58	11月12日	湖北省武穴市	147	7	6
59-60	11月15日	湖北省黄冈市浠水县和四川省高县	676	40	23
61-62	11月16日和17日	云南省威信县和云南省昆明市呈贡区	349	1	1
63-64	11月17日	上海市金山区和四川省新津县	424	77	24
65	11月17日	江西省鄱阳县	150	10	10
66	11月19日	黑龙江省哈尔滨市道外区	900	269	269
67	11月20日	湖南省怀化市鹤城区	73	61	55
68-69	11月23日	北京市房山区青龙湖镇和琉璃河镇	1754		86
70	11月23日	内蒙古自治区包头市昆都仑区	88	69	53
71-72	11月25日和29日	湖北省黄石市阳新县和天津市宁河区	424	76	72
73	11月30日	江西省九江市柴桑区	159	16	4
74	12月2日	黑龙江省农垦总局北安管理局	375		77
75	12月2日	北京市通州区	9835	85	17
76	12月2日	西安市鄠邑区	245	205	79
77	12月5日	北京市顺义区	2461	53	26
78	12月5日	陕西省西安市长安区	245	85	64
79	12月6日	四川省合江县和山西省临汾市尧都区	256	113	103
80-81	12月9日	陕西省榆林市和神木市	33	19	19
82	12月9日	贵州省贵阳市白云区	26	5	5
83	12月12日	青海省西宁市大通县	69	14	14
84	12月12日和16日	四川省巴中市巴州区和绵阳市盐亭县	327	86	45
85-86	12月17日	黑龙江省鸡西市鸡冠区	84	24	24
87-88	12月18日和19日	重庆市璧山区和广东省珠海市香洲区	73	19	14
89	12月20日	福建省尤溪县	11950	27	27
90	12月21日	贵州省龙里县	156	42	42
91	12月22日	广东省广州市黄埔区	6027	30	9
92	12月24日	福建省南平市延平区	5776	35	11
93	12月25日	广东省惠州市博罗县	90	11	11
94	12月30日	山西省晋城市泽州县	8016	24	7
95	1月1日	黑龙江省绥化市明水县	73000	4686	3766
96	1月12日	江苏省泗阳县	68969	2452	1369
97-98	1月13日	甘肃省庆阳市庆城县和兰州市七里河区	299	187	46
99	1月19日	宁夏回族自治区永宁县望远镇	57	26	13
100	2月8日	湖南省永州市经济技术开发区	4600	270	171
101	2月18日	广西壮族自治区北海市银海区	23555	1629	924
102	2月20日	山东省济南市莱芜区	4504	17	3

数据来源：农业部，西南证券整理

2.2 农业部严格管控调运环节，产销区猪价分化明显

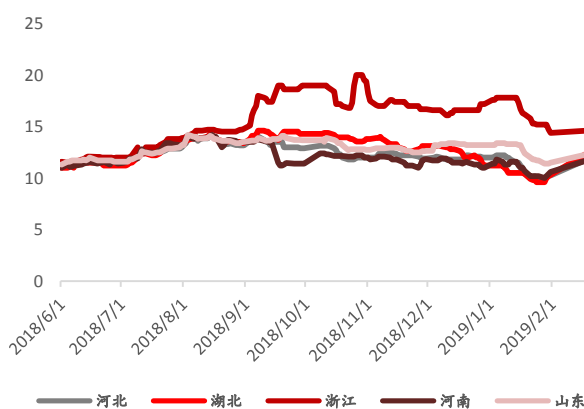
疫情爆发之后，农业农村部陆续出台监管政策，重点管控生猪调运环节。8月31日，农业部印发了《农业农村部关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》，限制发生疫情的县市省暂停生猪调运出本省市县，关闭省内所有生猪交易市场。9月11日，农业部发布了《农业农村部关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》，进一步限制与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份生猪跨省调运。截止到9月11日，全国爆发疫情的省份6个（辽宁、河南、江苏、浙江、安徽、黑龙江），疫情省的相邻省份10个（河北、山西、内蒙古、吉林、上海、福建、江西、山东、湖北、陕西）。12月28日，农业农村部发布了《关于规范生猪及生猪产品调运活动的通知》，限制疫区所在的省暂停生猪调出本省，但符合规定的生猪、生猪产品可在本省范围内与屠宰企业实施出栏肥猪“点对点”调运，疫情相邻的省份的生猪调运不再受到限制。虽然新规一定程度上允许了生猪调运，但是因为涉及到拿批文等事项，全国绝大部分省份生猪调运仍受到限制。截止至2019年一月份，禁运政策对养殖场的影响还是很大，预计2019年4月或5月份天气转热后才会有所缓解。生猪只能在定点的规模屠宰场屠宰，屠宰能力的限制使得屠宰企业具有较强的话语权。我国生猪的产能分布差异化明显。前五大生猪调出大省的调出量占全国调运总量的73%，合计919万吨。在9月11日被限制调运的18个省市中，河南，山东，湖北，河北4个省份的调出量均为全国调出量前五名，是生猪调运大省。河南是被限制调运省份中生猪调出量最大的省份，浙江是被限制调运省份中调入量最大的省份。河南和浙江省的猪肉价格差9月开始增大，最高达到7.80元（10月26日）。生猪调运受限，限制调运的销区供大于求，生猪价格上涨，被限制调出的产区供大于求，生猪价格下调明显，低于行业成本价，养殖场持续亏损，补栏意愿降低。

图7：9月11日被限制调运的省份一览（深色为疫情省相邻省）



数据来源：农业部，西南证券整理

图8：河北、河南、湖北、山东、浙江生猪价格对比



数据来源：WIND，西南证券整理

2.3 非洲猪瘟后续疫情不确定性 进一步降低补栏意愿

非洲猪瘟具有早期发现难、预防难等特点，该病潜伏期长，生猪感染后，可能在3周内不表现出临床症状，但病毒可在此期间由病猪及其产品，通过市场交易、屠宰、人员工具携带、长途调运、餐厨剩余物饲喂等多种途径传播病毒。虽然我国疫情得到有效控制，但是从全球范围内非洲猪瘟的爆发历史来看，除了极少数的国家和地区能够在短时间内彻底消灭非洲猪瘟，绝大部分国家的非洲猪瘟疫情都会出现反复爆发的现象。以波兰和拉脱维亚两国为

例，两国的非洲猪瘟疫情都出现了多次反复的现象。因此，我国后续疫情也存在较大不确定性，疫情的不确定性将对养殖户的补栏意愿造成较大影响。

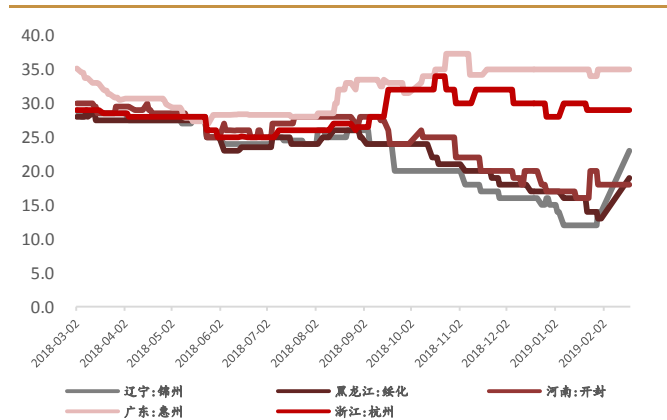
表 3：拉脱维亚和波兰非洲猪瘟 2018 年以来爆发一览

时间	波兰	拉脱维亚
2019 年 2 月	196	18
2019 年 1 月	155	70
2018 年 12 月	126	69
2018 年 11 月	97	35
2018 年 10 月	124	53
2018 年 9 月	121	36
2018 年 8 月	36	15
2018 年 7 月	157	38
2018 年 6 月	132	33
2018 年 5 月	127	34
2018 年 4 月	149	27
2018 年 3 月	442	57
2018 年 2 月	87	0
2018 年 1 月	68	38

数据来源：农业部，西南证券整理

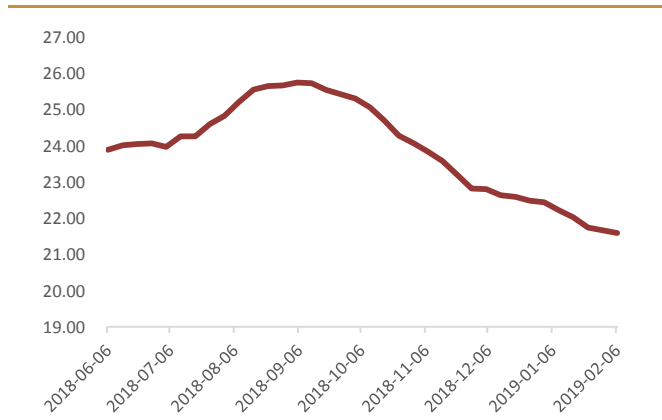
我国生猪养殖产业由散户，中小规模厂和大规模厂构成。散户和中小规模养殖场通过购买仔猪补栏。全国仔猪价格持续下跌，表明散户及中小规模养殖厂的补栏意愿低。分地区来看，产销区差异化明显。受生猪价格影响，广东省、浙江省等地的仔猪价格在疫情爆发后有所上升（最高广州惠州 37.3 元/千克、浙江杭州 34 元/千克），而持续的低价导致辽宁省、黑龙江省、河南省等地的仔猪价格下降（最低辽宁锦州 12 元/千克、黑龙江绥化 13 元/千克、河南开封 16 元/千克）。整体来说，全国的仔猪平均价格下降明显。部分养殖场为了规避风险，恐慌性出栏体重未达标的肥猪，进一步面临亏损风险，导致补栏资金短缺。

图 9：辽宁黑龙江河南广东浙江仔猪价格（元/千克）



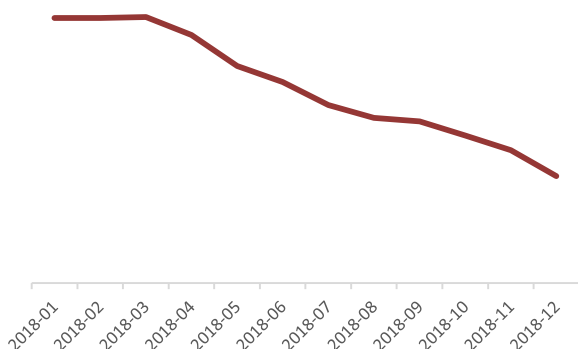
数据来源：WIND，西南证券整理

图 10：全国仔猪平均价（元/千克）

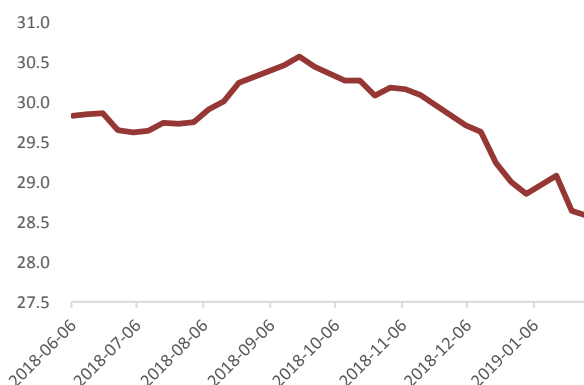


数据来源：WIND，西南证券整理

除散户外，大规模厂补栏意愿同样受到影响。二元母猪价格下跌，能繁母猪存栏大幅减少，产区产能加速出清。据农业部消息，12月份和1月份全国400个监测县的生猪存栏分别比上月减少3.7%和5.7%，去年同期减少4.8%和12.6%，能繁母猪存栏分别比上月减少2.3%和3.6%，去年同期减少8.3%和14.6%。虽然散户产能的出清意味着我国生猪供给量未来将趋于平稳，猪周期效应可能减弱，但是非洲猪瘟造成的影响同时减弱了散户和规模厂的补栏意愿，出栏量大幅减少，使此轮周期的价格变化的幅度仍然很大。且目前受非洲猪瘟影响，国内多个地区能繁母猪产能去化严重，部分地区超过40%，我们认为2019年国内生猪出栏量将呈快速下降态势，猪价上涨或成定局，拐点的到来也有可能早于预期。

图 11：能繁母猪存栏数目


数据来源：WIND，西南证券整理

图 12：二元能繁母猪价格（元/千克）


数据来源：WIND，西南证券整理

表 4：散户与规模场非洲猪瘟爆发数目对比

时间	散户发生非洲猪瘟数目（起）	存栏生猪	死亡	规模场非洲猪瘟发生数目（起）	存栏生猪数目	死亡
2019 年 2 月	0	0	0	3	32659	1098
2019 年 1 月	3	356	59	2	141969	5135
2018 年 12 月	15	1979	497	6	44065	97
2018 年 11 月	18	2921	336	7	17472	611
2018 年 10 月	13	2276	803	12	52359	2157
2018 年 9 月	18	4346	1094	0	0	0
2018 年 8 月	4	1102	497	1	4626	88

数据来源：农业部，西南证券整理

3 出栏量增长引领公司业绩腾飞

3.1 全产业链发展的格局

正邦科技是一家涉及饲料、生猪、兽药及农药四大业务板块的综合性农牧企业。公司发展“饲料—兽药—种猪繁育—商品猪养殖”完整农牧产业链，形成产业链上下游高度关联、相互支撑的战略发展格局。当上游产业链的饲料、兽药产品处于供大于求、价格下跌的阶段时，下游生猪养殖行业往往处于供不应求、价格上涨的阶段。农牧产业链上下游行业之间盈利水平天然相互传导。公司以整条产业链参与市场竞争，最大限度的降低了单一饲料或者单一生猪养殖业务价格周期性波动对企业盈利水平的影响。同时，公司打造全新的服务网络营销

模式，整合公司强大的产品体系、综合服务能力和公司内部资源，在养殖集中区域为规模猪场提供完整的技术服务方案。

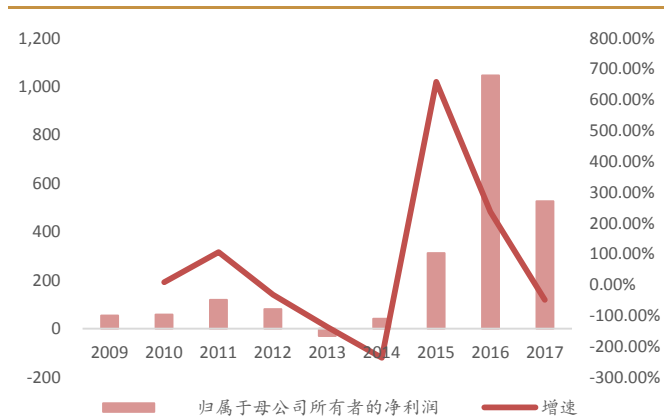
在生猪养殖方面，公司利用生猪养殖的技术及经验优势，打造生猪一体化产业链，有效降低中间环节的交易成本，避免因饲料、兽药、疫苗、种猪、仔猪等价格波动造成的不利影响，养殖成本处于行业领先水平。传统猪舍劳动力成本越来越高，而自动化水平高的现代猪舍养殖成本大大下降。根据不同的猪舍条件，一名饲养员可以管理 2500-3400 头肥猪，人工成本降低。现代化猪舍为生猪提供最佳生长环境，结合现代防疫技术，可以提升生猪健康水平，稳定生产业绩。

公司为了快速扩张生猪养殖业务，突破自建猪场的资金瓶颈，发展了“公司+农户”的轻资产扩张模式。这种模式有效的将公司成熟的猪场管控技术及环保建设优势、养殖技术优势、肥猪的销售等优势与农户的固定资产建设、土地资源等结合来实现盈利。2017 年，在此模式基础上，公司又发展了“公司+农场主”模式。农场主经营着适度规模的种植业，拥有配套的土地资源。规模适度的生猪养殖场所产生的排泄物对农场主的种植业务是宝贵的生物有机肥，为生猪养殖业探索出一条绿色环保的可行的经营之道。

3.2 生猪养殖快速扩张

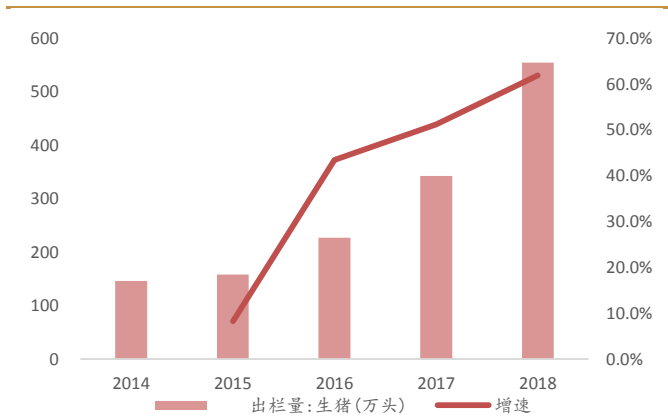
我国生猪出栏量自 1996 年至 2012 年间持续快速增长，2012 年后至今，出栏总量稳定在 7 亿头上下波动。2017 年全国生猪出栏量 6.89 亿头，较上年小幅增长 0.5%。公司近年来大力发展生猪养殖业务板块。生猪出栏量持续高增长。2016 年和 2017 年生猪出栏量分别较上年增长 43.4%和 51.1%。与同类上市公司相比扩张速度也处于高位，2017 年公司出栏 342.5 万头，处于行业领先地位。但是公司市场占有率不足 1%，仍有很大成长空间。

图 13：公司 2009 年来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

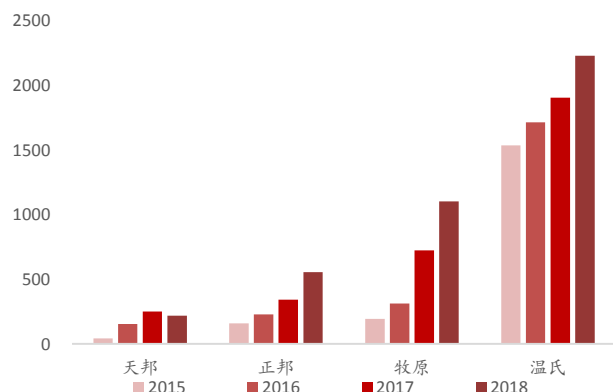
图 14：公司 2014 年来生猪出栏量及增速



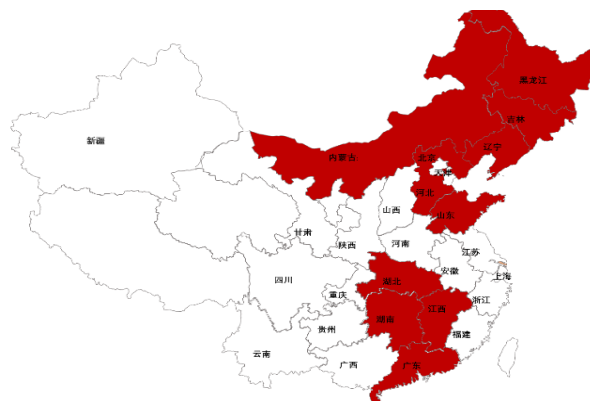
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司以销售肥猪产品为主，肥猪产品主要出售给批发商、肉联厂及肉食品加工厂进行屠宰及深加工，外销的仔猪产品占比较小。2015、2016 年受益于猪周期猪价高点带来的高毛利，归母净利润实现了巨额增长，增速分别高达 657.6%和 235.9%。2017 年生猪价格开始跌落，但公司仍然保持较好的盈利能力，毛利额达到 7.9 亿元。2018 年上半年，公司生猪养殖业务同比增长 91.6%。但是受猪周期猪价低点及非洲猪瘟调运禁令的影响，毛利率为 -5.7%，同比下降 27.5%。2018 年以来，生猪价格持续低迷，最低价仅为 10.1 元/千克，低于行业成本价，使得生猪养殖业务的净利润为负。叠加非洲猪瘟影响，规模化养殖场和散户

均受到较大影响，出栏量及能繁母猪存栏均呈下降态势。但是公司今年来不断调整养殖方式，养殖综合成本持续下降，随着未来猪周期拐点的来临，盈利水平有望好转。

图 15：正邦科技与其他上市公司生猪出栏量对比（万头）


数据来源：WIND，西南证券整理

图 16：公司的生猪养殖全国布局


数据来源：公司公告，西南证券整理

珠江三角洲、长江三角洲、环渤海地区为生猪三大主销区，价格居于高位，非洲猪瘟调运政策实施以来，价格更是和主产区形成了价差。产销区根据流通成本相互对应，公司生猪养殖主要在江西、湖南、湖北、广东、山东、东北、河北、内蒙古等区域，分别对应供应了三大主销区。2019 年 1 月份，公司销售生猪 76.4 万头，其中江西（20%）、广东（18%）、东北三省（14.4%）、湖北（11.7%）等区域出栏量占比较大，山东、四川、广西、江苏、安徽等区域比较均匀，出栏量占比在 3%到 6%之间；河南、河北、新疆、云南、贵州、湖南、内蒙古等区域占比较低，不超过 3%。由于此次非洲猪瘟在北方的高爆发，公司 2019 年将放缓在北方猪舍的建设，将重点转移到云南、贵州、四川、广州等南方地区，我们认为公司 2019 年出栏量将继续发力保持快速增长。

3.3 持续的资本投入，市场份额有望进一步扩大

2018 年 10 月 23 日，公司发布公告，拟通过非公开发行股票，计划募集资金总额不超过 9.9 亿元。募集的资金将用于进一步发展“公司+农户”、“公司+农场主”等轻资产发展模式，提升公司全面竞争力。公司预计生猪出栏量稳步提升，市场份额有望进一步扩大。

表 5：募集资金去向

项目	项目名称	拟投资总额	募集资金拟投入额
发展生猪养殖	烈山区古饶谷山村正邦存栏 16000 头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目	28223.26	22422.58
	虞城正邦存栏 32000 头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目	28026.14	22114.02
偿还银行贷款	偿还银行贷款	54737.89	54737.89
		110987.29	99274.49

数据来源：公司公告，西南证券整理

募集的资金将用于进一步扩大存栏母猪和出栏仔猪的生产规模，快速增加生猪养殖业务的产能以获取更大的市场份额。公司持续扩建猪场以提升生猪养殖的产能，2016 年和 2017 年在建工程分别同比增长 173.9%和 147.6%，主要集中在猪场建设投入中。

目前受非洲猪瘟影响下，在不考虑此次募投项目的情况下，我们保守预计 2019、2020 年全年出栏量约为 750、1000 万头。在目前公司生猪养殖业务的产销率接近 100%的情形下，随着猪价的上涨，公司业绩有望腾飞。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：预计 2019 年、2020 年的出栏量约为 750 万头、1000 万头。预计公司生猪养殖业务 2018-2020 年销量增长为 13.5%、68.0%、80.0%；

假设 2：考虑公司饲料业务大部分为禽料，预计 2018-2020 销量呈稳步增长态势。预计公司饲料业务 2018-2020 年销量增长为 5%、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
生猪	收入	5513.0	6257.3	10512.3	18922.1
	增速	63.3%	13.5%	68.0%	80.0%
	毛利率	14.4%	9.5%	25.0%	38.0%
饲料：全价料	收入	12012.8	12613.5	13244.1	13906.4
	增速	-2.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	6.8%	6.5%	6.0%	5.5%
饲料：预混料	收入	433.6	455.3	478.1	502.0
	增速	-3.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.5%	34.0%	34.0%	34.0%
饲料：浓缩料	收入	1299.5	1364.5	1432.7	1504.3
	增速	-7.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	24.5%	24.0%	23.0%	22.0%
饲料：其他料	收入	292.7	263.4	245.0	232.7
	增速	-13.2%	-10.0%	-7.0%	-5.0%
	毛利率	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
农药	收入	454.5	477.2	501.1	526.2
	增速	4.5%	5%	5%	5%
	毛利率	32.78%	31%	31%	31%
兽药	收入	219.3	230.3	241.8	253.9
	增速	49.9%	5%	5%	5%
	毛利率	78.7%	65.0%	65.0%	65.0%
其他	收入	389.4	350.4	315.4	283.9
	增速	-12.73%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	16.5%	10%	10%	10%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	20614.9	22011.9	26970.4	36131.3
	增速	9.0%	6.78%	22.5%	34.0%
	毛利率	11.6%	10.2%	15.8%	24.4%

数据来源：Wind，西南证券

表 7：可比公司估值情况

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）			市盈率		
		2019/02/22	17A	18E	19E	17A	18E	19E
300498	温氏股份	33.10	1.29	0.88	1.20	26.05	37.79	27.5
002124	天邦股份	11.68	0.34	0.05	0.37	51.67	-	31.28
平均估值						38.86	-	29.39

数据来源：wind，西南证券整理（均值计算扣除美邦服饰数据）

可比上市公司我们主要挑选申万三级行业—生猪养殖几家上市公司作为参考。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.08 元、0.62 元、2.15 元。我们认为公司 2019 年生猪出栏量仍将保持高速增长，就增速而言有可能成为各家上市企业之首，且成本端管控合理，随着猪价上涨仍有较大弹性空间。给予公司 2019 年 25 倍估值，对应目标价 15.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

猪价上涨不达预期，疫病风险，政策风险，非公开发行事项进展或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20614.92	22011.97	26970.50	36131.44	净利润	556.51	197.40	1547.94	5374.25
营业成本	18218.39	19766.91	22696.98	27304.09	折旧与摊销	644.55	434.94	434.94	434.94
营业税金及附加	25.23	44.02	59.34	86.72	财务费用	193.91	234.28	591.54	580.14
销售费用	668.05	730.80	890.03	1192.34	资产减值损失	29.20	0.00	0.00	0.00
管理费用	921.21	990.54	1213.67	1625.91	经营营运资本变动	-301.56	-552.26	-156.73	-368.04
财务费用	193.91	234.28	591.54	580.14	其他	-210.83	-22.26	-19.91	-21.17
资产减值损失	29.20	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	911.79	292.10	2397.78	6000.12
投资收益	16.52	20.00	19.00	22.00	资本支出	-3091.72	-4330.00	-3190.00	-2102.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1088.01	-1080.00	-481.00	-378.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4179.73	-5410.00	-3671.00	-2480.00
营业利润	610.70	265.42	1537.94	5364.25	短期借款	948.09	12917.56	3995.47	1096.87
其他非经营损益	-22.21	-68.02	10.00	10.00	长期借款	851.13	500.00	30.00	0.00
利润总额	588.49	197.40	1547.94	5374.25	股权融资	174.97	0.00	0.00	0.00
所得税	31.98	0.00	0.00	0.00	支付股利	-114.54	-105.15	-37.30	-292.47
净利润	556.51	197.40	1547.94	5374.25	其他	607.18	-797.41	-731.54	-660.14
少数股东损益	30.76	10.91	85.57	297.08	筹资活动现金流净额	2466.83	12514.99	3256.63	144.25
归属母公司股东净利润	525.75	186.49	1462.37	5077.16	现金流量净额	-800.91	7397.09	1983.41	3664.38
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1407.70	8804.79	10788.20	14452.58	成长能力				
应收和预付款项	942.42	1048.86	1242.03	1634.92	销售收入增长率	8.96%	6.78%	22.53%	33.97%
存货	3328.85	3614.50	4151.63	4993.91	营业利润增长率	-38.90%	-56.54%	479.44%	248.79%
其他流动资产	61.42	65.58	80.35	107.65	净利润增长率	-46.40%	-64.53%	684.17%	247.19%
长期股权投资	144.91	144.91	144.91	144.91	EBITDA 增长率	-15.63%	-35.51%	174.38%	148.76%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8889.30	8516.01	8142.72	7769.42	毛利率	11.63%	10.20%	15.85%	24.43%
无形资产和开发支出	355.95	319.99	284.02	248.06	三费率	8.65%	8.88%	9.99%	9.41%
其他非流动资产	1485.19	2559.51	3033.82	3408.14	净利率	2.70%	0.90%	5.74%	14.87%
资产总计	16615.74	25074.14	27867.68	32759.58	ROE	8.30%	2.91%	18.64%	40.15%
短期借款	2587.49	15505.05	19500.52	20597.38	ROA	3.35%	0.79%	5.55%	16.41%
应付和预收款项	2313.94	2398.79	2781.11	3404.94	ROIC	4.64%	2.66%	10.65%	26.21%
长期借款	2086.70	2586.70	2616.70	2616.70	EBITDA/销售收入	7.03%	4.25%	9.51%	17.66%
其他负债	2925.92	2119.67	2184.77	2376.20	营运能力				
负债合计	9914.05	22610.20	27083.10	28995.23	总资产周转率	1.43	1.06	1.02	1.19
股本	2333.66	2333.66	2333.66	2333.66	固定资产周转率	3.56	3.40	4.42	6.31
资本公积	1936.00	1936.00	1936.00	1936.00	应收账款周转率	48.73	50.74	51.18	54.24
留存收益	2173.11	2254.45	3679.53	8464.21	存货周转率	6.74	5.69	5.84	5.97
归属母公司股东权益	6315.73	6397.07	7822.15	12606.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.24%	—	—	—
少数股东权益	385.96	396.87	482.44	779.52	资本结构				
股东权益合计	6701.69	6793.94	8304.58	13386.36	资产负债率	59.67%	90.17%	97.18%	88.51%
负债和股东权益合计	16615.74	29404.14	35387.68	42381.58	带息债务/总负债	52.45%	82.34%	83.61%	81.88%
					流动比率	0.80	0.70	0.68	0.82
					速动比率	0.34	0.51	0.51	0.63
					股利支付率	21.79%	56.38%	2.55%	5.76%
					每股指标				
					每股收益	0.22	0.08	0.62	2.15
					每股净资产	2.67	2.70	3.30	5.33
					每股经营现金	0.39	0.12	1.01	2.53
					每股股利	0.05	0.04	0.02	0.12
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1449.17	934.64	2564.42	6379.32					
PE	49.52	139.62	17.80	5.13					
PB	4.12	4.07	3.33	2.07					
PS	1.26	1.18	0.97	0.72					
EV/EBITDA	20.22	36.01	13.67	5.02					
股息率	0.44%	0.40%	0.14%	1.12%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn