

谨慎推荐 (下调)

生猪产能扩张提速，助推 2019 年业绩启航

风险评级：中风险

正邦科技 (002157) 2018 年年报点评

2019 年 4 月 22 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：周嘉瑶

SAC 执业证书编号：

S03401190200008

电话：0769-23320059

邮箱：

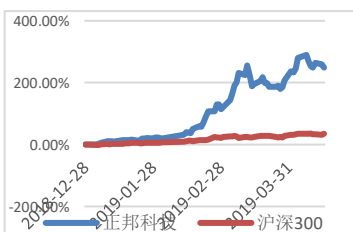
zhoujiayao@dgzq.com.cn

主要数据

2019 年 4 月 19 日

收盘价(元)	19.00
总市值(亿元)	450.65
总股本(亿股)	23.72
流通股本(亿股)	21.69
ROE (TTM)	2.99%
12 月最高价(元)	22.00
12 月最低价(元)	5.25

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

事件：公司4月19日晚发布2018年年报以及2019年一季度报。公司2018年财年实现收入221.13亿元，同比增长7.27%；实现归母净利润1.93亿元，同比下滑63.21%。公司2019年一季度实现营收51.94亿元，同比增长4.74%；归母净利润为-4.14亿元，同比下滑743.42%。

点评：

■ **受制猪价低迷行情，毛利率轻微下滑。**公司2018年综合毛利率轻微下滑1.40个百分点，主要来源于2018年生猪养殖行情的持续走低。2018年，饲料业务毛利率小幅上升，其中猪饲料、禽饲料和养殖业务毛利率实现12.31%、4.15%和7.93%，同比分别上升0.35个百分点、0.20个百分点和-6.48个百分点；受制于2018年猪价下滑，养殖业务毛利同比大幅下滑23.87%。

■ **饲料业务产品优化，盈利能力增强。**报告期内，公司猪饲料销售占比由去年的46%提升至今年的55%，且饲料业务综合毛利率由去年的7.31%提升至今年的9.27%。饲料业务盈利能力得到提升。猪、禽饲料销量实现263.65万吨和188.37万吨，同比增加6.71%和-27.15%。预期公司生猪出栏量的不断提升将提高公司猪料销量，2019年猪、禽饲料销量同比增长30%和10%，2019年猪价的上行行情将进一步推动饲料业务盈利能力。

■ **“公司+农户/农场主”模式继续推动，产能扩张深化全产业链的养殖大户。**公司2018年生猪出栏量达到553.99万头，同比增长61.87%。我们预期公司得益于“公司+农户/农场主”的轻资产模式产能将在2019年的得以迅速扩张，预期2019年出栏量达到750万头，同比增长35.38%。1Q19公司累计出栏量168.76万头，同比增长58.88%，产能逆势扩张态势确定。

■ **投资建议：下调评级到谨慎推荐。**我们认为得益于非洲猪瘟产能去化猪价已进入上升轨道，公司产能迅速提升叠加猪价上涨将驱动公司2019年业绩高弹性增长。我们预期公司2019和2020年生猪出栏量分别为750万头和975万头，生猪销售均价分别为16.0元/公斤和18.0元/公斤。生猪养殖完全成本分别为13.8元/公斤和13.5元/公斤。2019-2020年归母净利实现23.13亿元和54.75亿元，每股收益0.99元和2.26元对应PE估值20倍和8倍。考虑到公司股价年初至今已大幅上涨接近2.6倍，股价已较为充分反映标的业绩预期，我们下调评级到谨慎推荐。

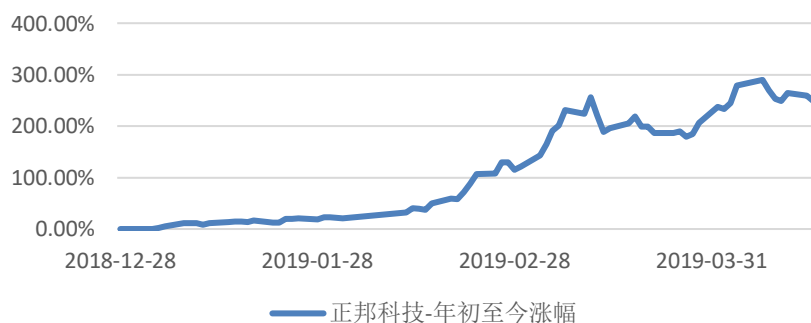
■ **风险提示：**下游养殖业产品价格低迷；大型动物疫病的爆发；大宗商品原料价格的大幅上涨。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	22,112.98	264,485.27	625,930.05	688,523.06
营业总成本	21,865.04	261,519.75	618,911.86	680,803.05
营业成本	19,850.98	237,430.32	561,901.88	618,092.06
营业税金及附加	29.90	357.62	846.35	930.98
销售费用	736.05	8,803.63	20,834.63	22,918.10
管理费用	682.63	8,164.69	19,322.53	21,254.78
研发费用	329.02	3,935.29	9,313.24	10,244.56
财务费用	314.31	3,759.35	8,896.86	9,786.55
其他经营收益	26.93	322.10	762.28	838.51
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-11.12	-133.00	-314.76	-346.24
其他收益	21.95	262.54	621.32	683.45
营业利润	257.82	3,083.69	7,297.85	8,027.64
加 营业外收入	63.47	759.14	1,796.58	1,976.24
减 营业外支出	118.10	1,412.55	3,342.94	3,677.23
利润总额	203.19	2,430.28	5,751.50	6,326.65
减 所得税	203.19	2,430.28	5,751.50	6,326.65
净利润	192.55	2,303.02	5,450.32	5,995.35
减 少数股东损益	-0.88	-10.53	-24.91	-27.40
归母公司所有者的净利润	193.42	2,313.43	5,474.95	6,022.44
基本每股收益(元)	0.08	0.96	2.26	2.49
对应 PE 估值（倍）	237.50	19.86	8.39	7.63

数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 2：正邦科技-年初至今涨幅



资料来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn