

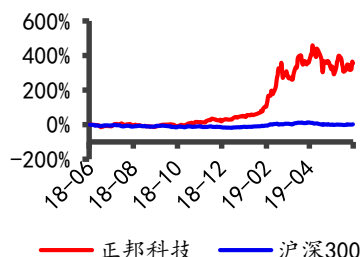
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	18.72
52周最高(元)	24.61
52周最低(元)	3.43
总市值(亿元)	444
流通市值(亿元)	406
总股本(亿股)	23.72
流通股本(亿股)	21.69
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	69.89

股价走势图



研发部

分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：杨浩
SAC 执业证书编号：S1340118010016
Email: yanghao@cnpsec.com
电话：010-67017788-9506

相关研究报告

《正邦科技(002157)：聚焦饲料与生猪养殖，业务增长前景乐观》-2019.5.15

非公开发行正式获批，助力公司把握周期机会

——正邦科技(002157)

事件：

6月18日晚间，公司发布公告：非公开发行股票申请获证监会核准批复，自核准发行之日起6个月内有效。

此前，5月10日公司已公告获得证监会审核通过，此次为收到证监会正式书面核准文件。

核心观点

● **十亿级定增获批，助力生猪产能扩张。**公司此次获准非公开发行不超过4.68亿股，计划募集资金不超过9.93亿元，认购方为江西永联农业控股（并列大股东，公司实控人控制公司），发行失败风险小，募集资金将主要用于烈山1.6万头母猪繁殖场、虞城3.2万头母猪繁殖场两个项目以及偿还约5.5亿银行贷款。定增完成后，一方面公司生猪养殖产能扩张计划将得以加速推进，按每只能繁母猪对应商品猪出栏20头计算，定增项目对应商品猪出栏增量约96万头；另一方面，目前公司经营杠杆较高，定增偿还贷款后，公司资产负债率将下降约2.59个百分点，减轻财务费用压力。

● **19H2猪价上行将加速，中期价格高位韧性超预期。**价格上行空间上，截止6月14日，19年22省市生猪均价为14.06元/公斤，区间同比+17.8%，而伴随19H2消费端回暖，价格上行将加速，参考2015年生猪产能去化对猪价影响、近年养殖PSY提升以及消费替代的影响，保守估计2019年猪价同比上行区间为25%-40%，即15.9-17.8元/公斤，最高价可能阶段性突破20元/公斤。猪价高位持续时间上，我们认为此轮猪价高位持续时间将超预期，主要基于两个方面：1) 中小养殖户缺乏补栏信心。2018年8月以来的“非洲猪瘟”是此轮生猪产能去化加速的主要推手，生猪后续补栏的核心在于疫情，但由于中小养殖户缺乏较强疫情防控能力，其在疫情未得到可控、可防的背景下，缺乏补栏信心。数据验证方面，根据农业农村部数据，5月能繁母猪存栏环比-4.1%，同比-23.9%，自2018年10月以来，存栏同比下滑持续加剧，未见企稳；2) 中短期规模养殖户补栏，不会导致猪价严重承压。一方面，我国生猪养殖以中小农户散养为主，规模化养殖占比小，以2017年为例，行业前五市占率仅5%左右，规模化猪场补栏供给冲击不如想象中大；另一方面，规模化生猪养殖场建设前期资金投入大，而2018年猪价低位导致普通猪企留存收益有限，同时叠加非上市公司融资渠道制约，普遍缺乏大规模扩产实力。

● **受益短期猪价上行、中期补栏恢复，饲料业绩高增长可期。**公司饲料业务以猪禽类饲料为主，其中 2018 年猪饲料收入占比约七成。我们认为饲料业务 2019-2020 年期间存在向好加速契机：短期来看，猪饲料价格变动与生猪价格存在一致性特征，全年生猪价格周期向上，将带动猪饲料业绩高增长；中期来看，此次“非洲猪瘟”导致产能去化严重，后期规模化养殖户补栏，为猪饲料需求奠定基础，同时利好大型饲料生产商对中小饲料生产商的挤出。

● **盈利预测与评级：**暂不考虑非公开发行影响，结合产能去化持续超预期的情况，上调公司盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.20 元、3.11 元和 1.57 元，目前股价对应 2019-2021 年市盈率分别为 15.6 倍、6.0 倍和 12.0 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。

● **风险提示：**下游养殖业疫情、自然灾害影响；上游玉米、大豆（豆粕）价格波动；生猪价格大幅波动；农业政策风险。

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	22,113	29,057	36,927	38,378
增长率（%）	7.3%	31.4%	27.1%	3.9%
净利润（百万元）	193	2,835	7,342	3,702
增长率（%）	-63.2%	1365.7%	159.0%	-49.6%
EPS（元）	0.08	1.20	3.11	1.57

财务预测表

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,584	4,473	9,589	8,780
交易性金融资产	-	-	-	-
应收及预付	744	978	1,242	1,291
其他应收款	330	470	470	470
存货	4,234	5,202	6,153	5,918
其他流动资产	96	126	126	126
流动资产合计	6,988	11,248	17,580	16,585
长期投资	133	133	133	133
固定资产	9,236	10,024	10,828	11,875
无形资产	346	454	577	600
其他非流动资产	4,624	4,642	5,260	5,145
非流动资产合计	14,338	15,253	16,798	17,752
资产总计	21,326	26,502	34,378	34,338
短期借款	3,694	4,854	5,551	5,128
应付及预收	3,328	4,373	5,558	5,776
其他流动负债	2,756	1,768	577	358
流动负债	9,777	10,995	11,686	11,262
长期借款	3,345	4,395	5,585	5,805
应付债券	527	527	527	527
其他非流动负债	857	1,003	1,028	1,067
非流动负债	4,729	5,925	7,141	7,398
负债合计	14,506	16,919	18,827	18,661
股本	2,364	2,364	2,364	2,364
资本公积	2,005	2,017	2,017	2,017
留存收益	2,110	4,850	10,806	10,918
母公司所有者权益	6,479	9,231	15,187	15,299
少数股东权益	341	351	364	377
负债和股东权益	21,326	26,502	34,378	34,338

现金流量表摘要

会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
经营现金流净额	1,331	3,830	8,560	5,445
投资现金流净额	-3,148	-1,707	-2,375	-1,855
筹资现金流净额	1,648	766	-1,069	-4,398

利润表

会计年度 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,113	29,057	36,927	38,378
营业成本	19,851	23,637	26,360	31,705
营业税金及附加	30	32	41	43
销售费用	736	886	1,063	1,040
管理费用	683	869	1,036	1,005
研发费用	209	247	267	265
财务费用	329	374	381	386
资产减值损失	28	65	82	86
其他收益	22	22	28	29
投资净收益	-11	30	33	39
公允变动收益	-	-	-	-
资产处置收益	-1	0	0	0
汇兑净收益	-	-	-	-
营业利润	258	3,000	7,758	3,917
加：营业外收入	63	124	157	164
减：营业外支出	118	122	155	161
利润总额	203	3,002	7,761	3,920
减：所得税	11	157	406	205
净利润	193	2,845	7,354	3,715
减：少数股东损益	-1	10	13	13
归属母公司净利	193	2,835	7,342	3,702

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	10.2%	18.7%	28.6%	17.4%
净利率	0.9%	9.8%	19.9%	9.7%
净资产收益率	3.0%	30.7%	48.3%	24.2%
市盈率 (倍)	82.28	15.61	6.03	11.95
市净率 (倍)	1.94	4.79	2.91	2.89
EPS	0.08	1.20	3.11	1.57
每股净资产 (元/股)	2.74	3.91	6.42	6.47
经营现金流 (元/股)	0.56	1.62	3.62	2.30

数据来源:公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；

中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；

中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；

弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；

中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。