

正邦科技 (002157.SZ) 出栏量步入加速释放期，养殖巨头成长性凸显

2020 年 07 月 17 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

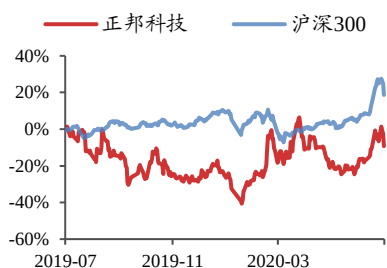
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2020/7/16
当前股价(元)	18.54
一年最高最低(元)	22.28/11.21
总市值(亿元)	464.11
流通市值(亿元)	412.80
总股本(亿股)	25.03
流通股本(亿股)	22.27
近 3 个月换手率(%)	184.15

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 生猪产业链头部企业，未来三年出栏量有望高速扩张，首次覆盖，给予“买入”评级

公司为我国生猪产业链头部企业，生猪养殖+饲料双主业驱动。公司抓住本轮超级猪周期带来的机遇大力扩张生猪产能，未来三年出栏量将快速释放，同时随着公司经营绩效的体现成本将逐步下行，成长逻辑进一步理顺。我们预计公司2020-2022 年归母净利润为 108/119/87 亿元，对应 EPS 为 4.3/4.7/3.5 元，当前股价对应 PE 为 4/4/5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 产能大力扩张，生猪出栏量步入加速释放期

公司生产性生物资产于 2019Q2 起环比恢复，至今已连续 4 个季度实现增长，截至 2020 年二季度末公司种猪存栏 135 万头，其中能繁母猪 75 万头，后备母猪 60 万头，我们认为能够支撑 2020 年 1000 万头生猪出栏体量。根据当前在建工程来看 2020 年内公司育肥舍产能将达到 1600 万头以上，同时公司抓住本轮猪周期给优质产能带来的机遇，定增募资大力扩张养殖产能，募投项目达产后育肥产能将达 2300 万头以上，未来三年出栏量有望快速释放。

● 成本有望逐季下行，成长逻辑进一步理顺

非洲猪瘟疫情爆发后，一方面公司为完善生物安全防控体系加大了各个养殖环节的投入，同时死亡率的提升及产能的扩张使得生猪板块产能利用率出现下滑；另一方面由于猪价较好公司加大了外购仔猪育肥的比例，造成养殖完全成本的大幅提升。随着公司于 2020Q2 起出栏量加速释放及外购仔猪数量的逐步减少，预计公司养殖全成本将逐季下行。

● 饲料销量稳步增长，未来以配套公司生猪养殖业务为主

公司为我国饲料行业头部企业，近年通过综合服务能力的提升实现渠道逐步下沉。随着公司生猪养殖规模的不断扩张，未来饲料外销量预计以稳定为主，同时随着猪饲料销售占比的提升公司饲料业务毛利率预计稳步提升。

● 风险提示：非洲猪瘟疫情；猪价、出栏量扩张、成本下降不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,113	24,518	47,018	58,817	64,663
YOY(%)	7.3	10.9	91.8	25.1	9.9
归母净利润(百万元)	193	1,647	10,818	11,862	8,654
YOY(%)	-63.2	751.5	556.8	9.7	-27.0
毛利率(%)	10.2	15.7	29.2	28.9	24.3
净利率(%)	0.9	6.7	23.0	20.2	13.4
ROE(%)	2.8	17.0	52.9	37.0	21.2
EPS(摊薄/元)	0.08	0.66	4.32	4.74	3.46
P/E(倍)	239.9	28.2	4.3	3.9	5.4
P/B(倍)	7.2	4.9	2.3	1.5	1.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 生猪养殖+饲料头部企业，猪价高位下业绩弹性逐步释放	4
1.1、 生猪养殖+饲料双主业驱动	4
1.2、 股权结构清晰，实际控制人为林印孙先生	5
1.3、 行业供需缺口较大，猪价高位下公司业绩加速释放	5
2、 生猪养殖板块成长逻辑有望充分兑现	6
2.1、 生猪养殖头部企业，受疫情影响 2020 上半年出栏量同比下滑	6
2.2、 “公司+农户”模式为发展重点，产能遍布全国	7
2.3、 产能扩张大力推进，未来三年出栏量有望快速增长	8
2.4、 经营绩效逐步体现，成本有望下行	12
3、 饲料业务：销量稳步增长，未来以配套公司生猪养殖业务为主	13
3.1、 我国饲料行业头部企业，综合服务能力不断升级	13
3.2、 未来饲料销售规模预计稳定，趋势向上	14
3.3、 饲料业务毛利率较为稳定，未来有望逐步提升	15
4、 盈利预测与投资建议	15
5、 风险提示	16
附：财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 公司业务涵盖农牧产业链	4
图 2： 主营业务收入拆分—以饲料及养殖为主	5
图 3： 毛利拆分—以养殖及饲料为主	5
图 4： 公司实际控制人为林印孙	5
图 5： 公司近年营业收入加速增长	6
图 6： 公司历年归母净利润周期性波动	6
图 7： 公司盈利能力呈周期性波动特征	6
图 8： 公司历年经营性现金流状况良好	6
图 9： 公司历年生猪出栏量位居行业前三	7
图 10： 公司 2020H1 出栏量同比下滑	7
图 11： 公司仔猪外销比例较低	7
图 12： 公司 2020 年一季度末生猪养殖产能为 1150 万头	8
图 13： 公司生产性生物资产大力扩张	9
图 14： 固定资产逐步增长	9
图 15： 在建工程增速较快	9
图 16： 公司近期募投项目单头投资额在 879-1050 元之间	10
图 17： 公司高速扩张时期猪场利用率较高	10
图 18： 2019 年起公司产能利用率见底回升	13
图 19： 非瘟发生后公司商品猪养殖成本大幅提升	13
图 20： 公司季度出栏量于 2020Q2 迎来拐点	13
图 21： 公司饲料销量规模位居行业前五	14
图 22： 公司营收区域分布—南方和西南区占比不断提升	14
图 23： 公司过往饲料产能稳步缓慢增长	14
图 24： 公司自用饲料占比随出栏量扩张不断提升	14

图 25: 公司饲料业务毛利率稳中有升	15
图 26: 近年公司猪饲料销量占比不断提升.....	15
表 1: “公司+农户”模式具备轻资产扩张的优势	8
表 2: 2019 年底生猪养殖板块主要在建工程余额为 34.8 亿元, 工程进度为 94%.....	10
表 3: 2020 年 3 月底生猪养殖板块在建工程余额为 40.2 亿元.....	10
表 4: 2019 年定增募投项目规划产能 64 万头.....	11
表 5: 2020 年公开发行可转债募投项目规划产能 195 万头.....	11
表 6: 2020 年定增募投项目规划产能 383 万头.....	11
表 7: 截至 2020 年 3 月底公司饲料板块在建工程账面余额为 1.08 亿元.....	14
表 8: 可比公司估值: 公司估值相对较低	16

1、生猪养殖+饲料头部企业，猪价高位下业绩弹性逐步释放

1.1、生猪养殖+饲料双主业驱动

正邦科技主要从事饲料、生猪、兽药的生产与销售，并为养殖户和种植户提供产品、养殖技术服务、植保技术服务等综合服务，目前已初步形成了“饲料→种猪育种→商品猪和仔猪养殖”的一体化产业链。

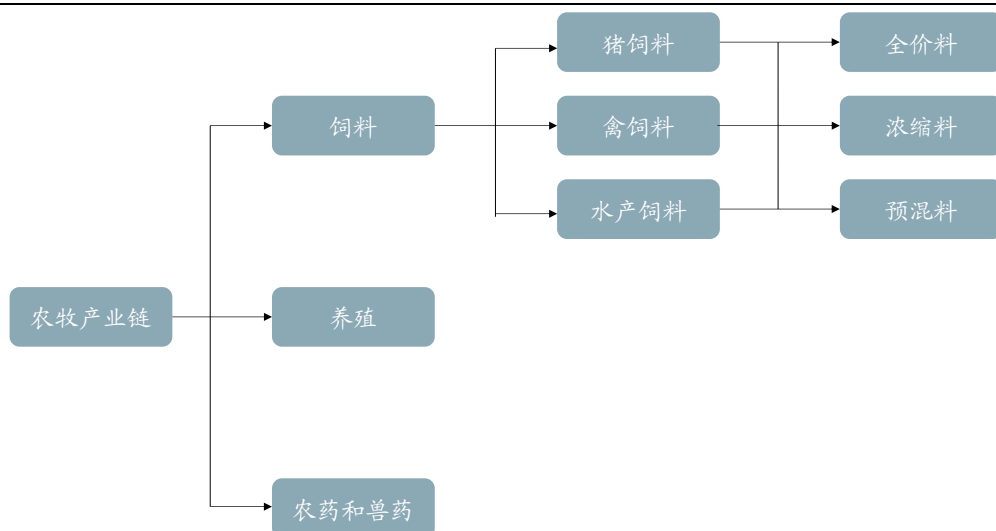
公司饲料业务主要提供猪饲料、禽饲料以及少量水产饲料和反刍饲料，产品结构以全价料为主，预混料和浓缩料产品也已形成了一定规模。公司是国内大型饲料企业，销售规模处于行业领先地位。

生猪养殖业务主要产品包括仔猪和肥猪。2019年，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。公司是国内大型生猪养殖企业，2019年生猪出栏量为578.40万头，出栏规模在A股生猪养殖类上市公司中排名第三。

兽药业务主要产品以猪、禽用兽药为主。公司主要自主研发生产和销售兽药、混合型饲料添加剂、预混合饲料添加剂等产品。兽药产品主要用于预防、治疗、诊断动物疾病或者有目的地调节动物生理机能。

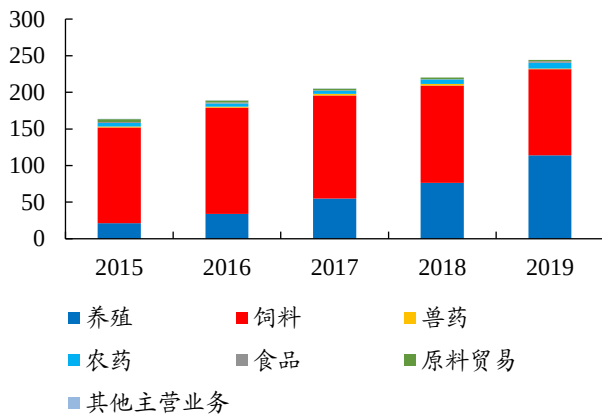
2019年公司饲料业务营收占比48%，养殖业务营收占比46%；养殖业务毛利占比61%，饲料业务毛利占比30%。

图1：公司业务涵盖农牧产业链



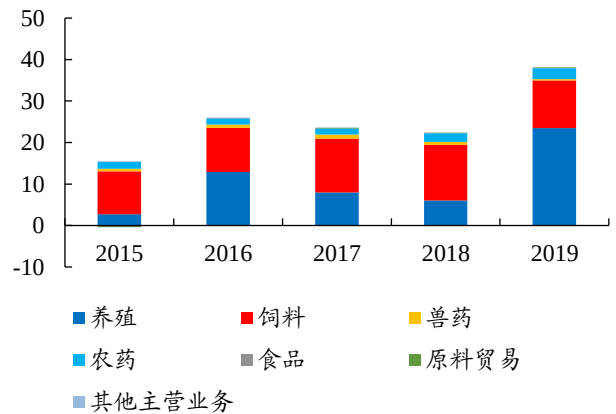
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：主营业务收入拆分——以饲料及养殖为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：毛利拆分——以养殖及饲料为主

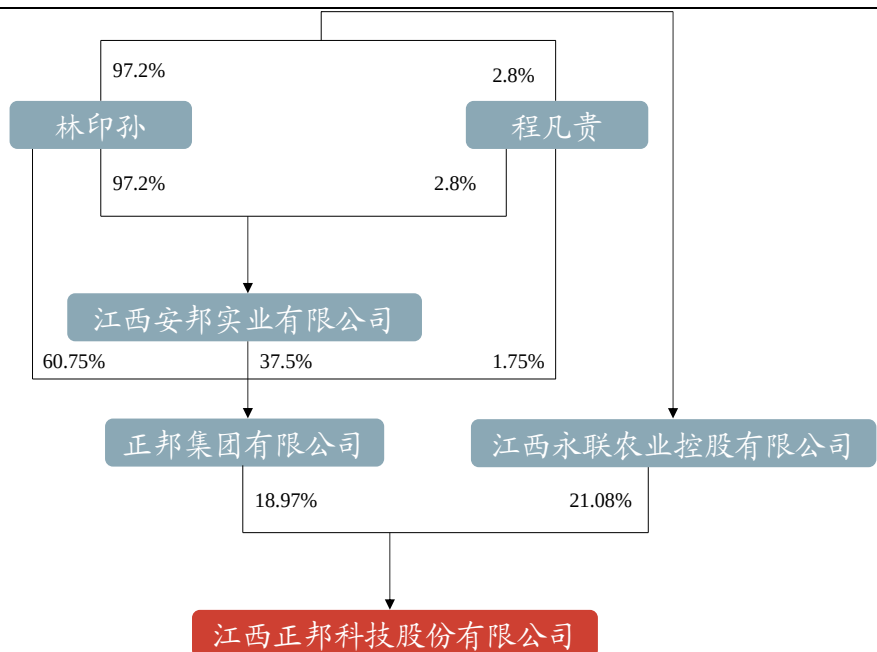


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、股权结构清晰，实际控制人为林印孙先生

公司控股股东为江西永联农业控股有限公司，持股比例 21.08%，实际控制人为林印孙。林印孙先生在农业产业化领域特别是在饲料行业生产、设备、技术和公司战略管理方面具有丰富的管理经验，2004 年 4 月至今任公司董事，2003 年 1 月至今任正邦集团董事长、总裁，2009 年 11 月至今任正邦集团党委书记。

图4：公司实际控制人为林印孙



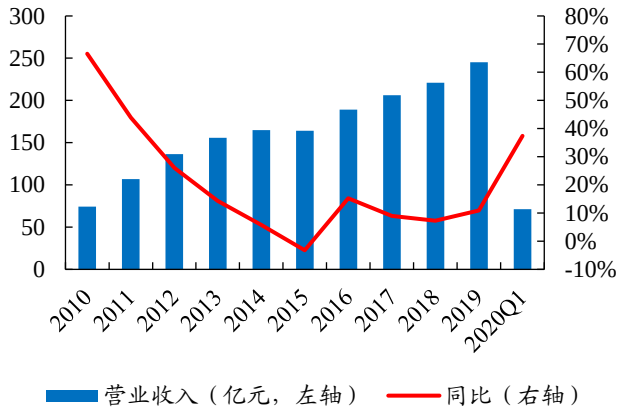
资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：以上数据截止至 2020 年 3 月 31 日

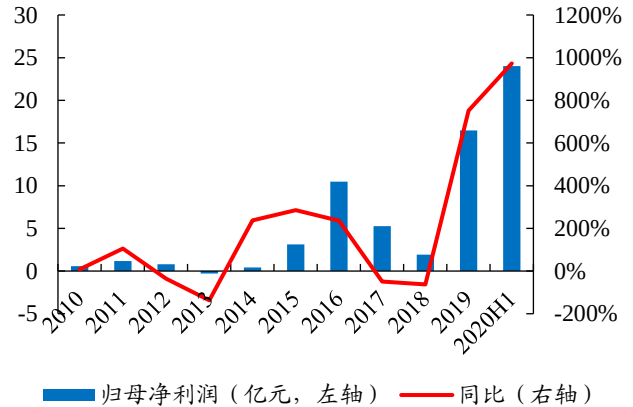
1.3、行业供需缺口较大，猪价高位下公司业绩加速释放

2018 年 8 月爆发非洲猪瘟疫情加速行业生猪产能去化，猪价步入上行周期，高

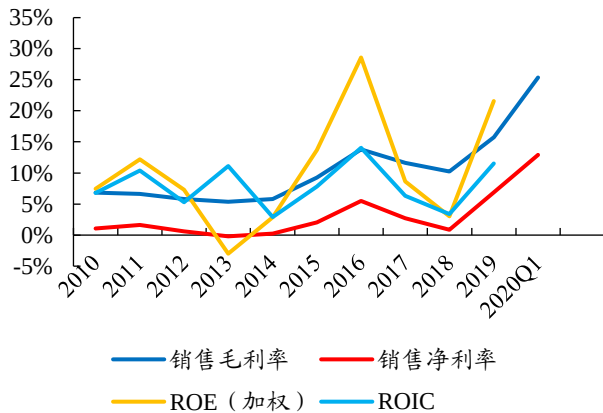
景气下公司养殖板块业绩加速释放。2019 年公司实现营业收入 245 亿元，同比增长 11%，实现归母净利润 16 亿元，同比增长 752%。根据公司业绩预告，2020H1 预计实现归母净利润 23.5-24.5 亿元，同比增长 954.79%-991.16%。从盈利能力来看，公司自 2010 年起逐步将战略重心转移至生猪养殖业务，随着养殖业务营收占比的逐步提升公司盈利的周期性不断放大，同时公司历年经营性现金流量健康。

图5：公司近年营业收入加速增长


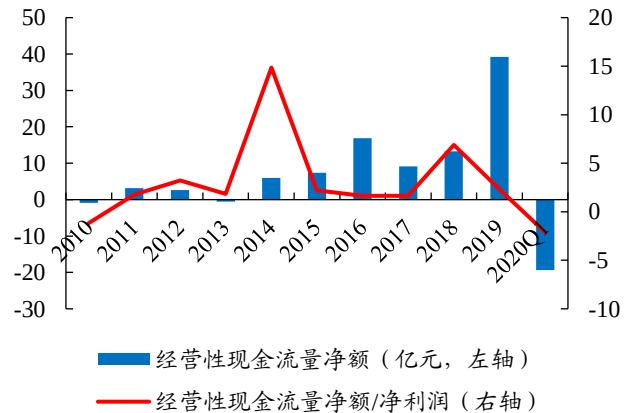
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司历年归母净利润周期性波动


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司盈利能力呈周期性波动特征


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司历年经营性现金流状况良好


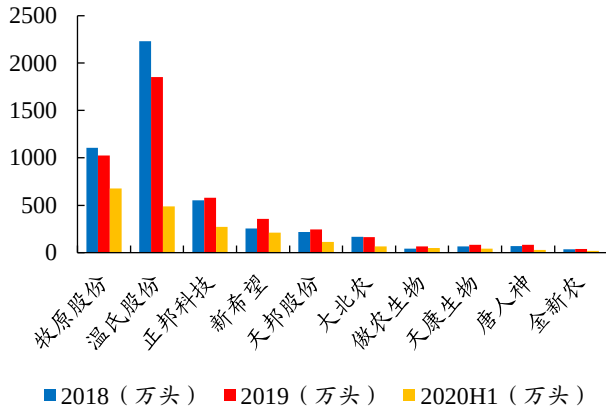
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、生猪养殖板块成长逻辑有望充分兑现

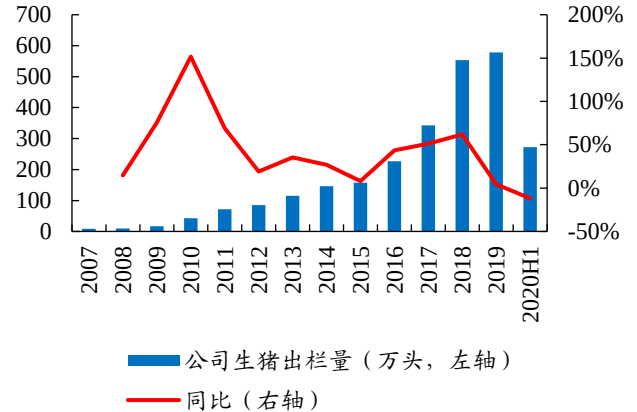
2.1、生猪养殖头部企业，受疫情影响 2020 上半年出栏量同比下滑

公司历年生猪出栏量稳居行业第三，过往来看公司生猪出栏量增长较快，2007-2019 年 CAGR 达 23%，受非洲猪瘟疫情影响公司 2019 年出栏增速放缓。2020 年上半年受新冠疫情影响，生猪运输不畅，下游需求下滑，同时在大力留种下公司出栏量 272.53 万头，同比下降 12%。从出栏结构来看，近年公司以销售肥猪为主，外销的仔猪产品占比较小，2016 年由于公司加速扩张“公司+农户”养殖模式，将部分

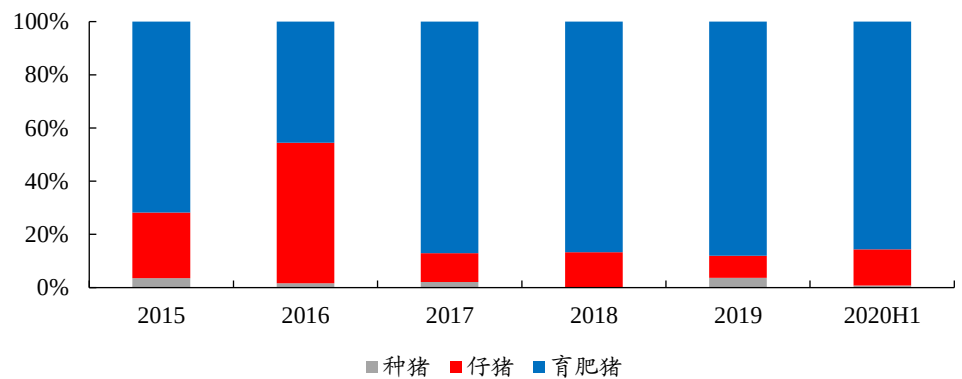
育肥舍改为母猪舍，当年外销仔猪比例较高；2020 年上半年由于仔猪均价较高带来高盈利，且未来 6 个月后肥猪均价或将回落，因此公司从 2020 年 5 月起逐步加大了仔猪销售比例。

图9：公司历年生猪出栏量位居行业前三


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：公司 2020H1 出栏量同比下滑


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司仔猪外销比例较低


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、“公司+农户”模式为发展重点，产能遍布全国

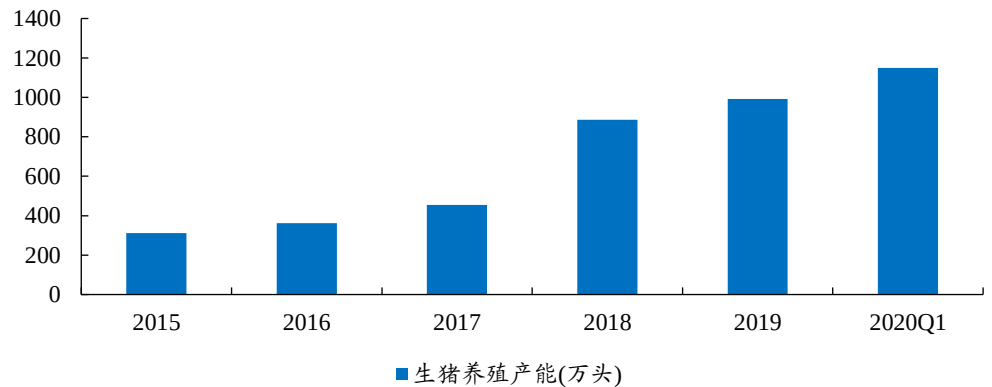
生猪养殖模式以“公司+农户”模式为主。2016 年起，公司养殖事业部着力于“公司+农户”模式的探索与实践，2019 年以来继续大力扩张该模式，已成为育肥商品猪的主要养殖模式。截至 2019 年末，与公司签订合作意向协议的养殖户总计 5721 户，其中有生猪存栏的合作养殖户 2702 户，剩余养殖户主要是处于空栏期或根据公司生物安全防控标准进行改造的新签协议养殖户。2019 年公司合作养殖户的年出栏规模 5000 头以上的占比 1%，1000-5000 头的占比 72%。

表1: “公司+农户”模式具备轻资产扩张的优势

模式	农户散养	公司+农户	自繁自养
优缺点	1、投资小、规模小；2、饲养水平参差不齐，兽药残留难以控制；3、产量不稳定。	1、投资较大、投资主体多样化；2、产量较稳定；3、通常采用协议收购或委托代养两种方法与农户合作；4、通常采用“统一供种、统一供料、统一防疫、统一收购/回收”方式，但需要公司对合作户有较强的管理、约束能力。	1、投资大、投资主体单一；2、产量稳定；3、公司对养殖场具有完全的控制能力，食品安全体系可测、可控、有效；4、公司便于采用现代化养殖设备，生产效率高，但因资金需求大，规模扩大较慢。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

产能全国布局，分布区域以南方为主。截至 2020 年一季度末，公司生猪养殖产能为 1150 万头，产能主要位于江西、湖南、湖北、广东、广西、云贵川、山东、河北、内蒙古、江苏、安徽、河南等区域，并储备了大量适宜畜牧养殖的土地，为公司未来养殖业务扩展提供支持。具体来说，“公司+农户”模式分布区域以南方为主，其中华南、华中、华东、西南地区占比 88%，华北、西北、东北地区占比 12%。

图12: 公司 2020 年一季度末生猪养殖产能为 1150 万头


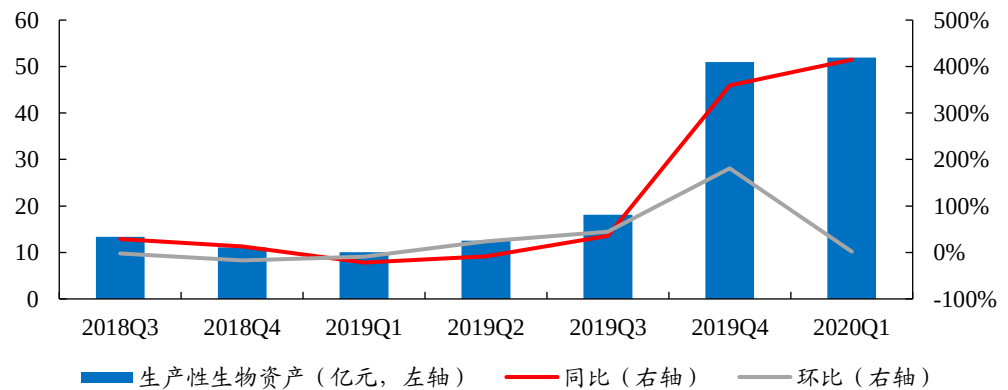
数据来源：公司公告、开源证券研究所

饲料和兽药自给率高。公司养殖业务需求主要有饲料、疫苗和规定的兽药等，其中公司自有饲料产能能够满足养殖业务的饲料需求，自给率可达 100%；自有兽药产品能够满足养殖业务 50% 的需求，而疫苗全部需要对外采购。2019 年公司饲料和兽药自给率保持在较高水平，确保了原材料品质安全以及有利于成本控制。

2.3、产能扩张大力推进，未来三年出栏量有望快速增长

生产性生物资产快速扩张，2020 年生猪出栏量有望达 1000 万头。公司生产性生物资产于 2019Q2 起环比恢复，增幅逐季扩大，至今已连续 4 个季度实现增长，根据公司披露，2020 年二季度末种猪存栏 135 万头（包括 GP+GGP），其中能繁母猪 75 万头，后备母猪 60 万头，我们认为能够支撑 2020 年 1000 万头以上生猪出栏量。我们预计 2020 年公司出栏节奏为上半年实现 30% 生猪出栏，下半年实现 70% 生猪出栏，根据公司月度生猪销售情况简报，2020H1 出栏生猪 272.53 万头，其中仔猪 37.06 万头，那么对应到全年的生猪出栏量为 908 万头，同时考虑到当前仔猪盈利较好，且未来猪价将步入下行周期，公司或将在下半年进一步加大仔猪销售力度，2020 全年出栏量有望达到 1000 万头。

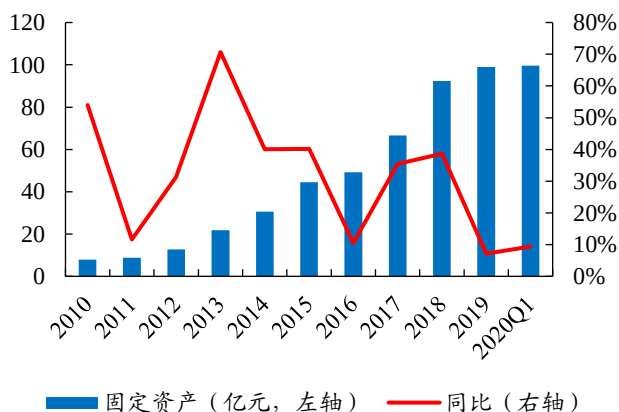
图13: 公司生产性生物资产大力扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

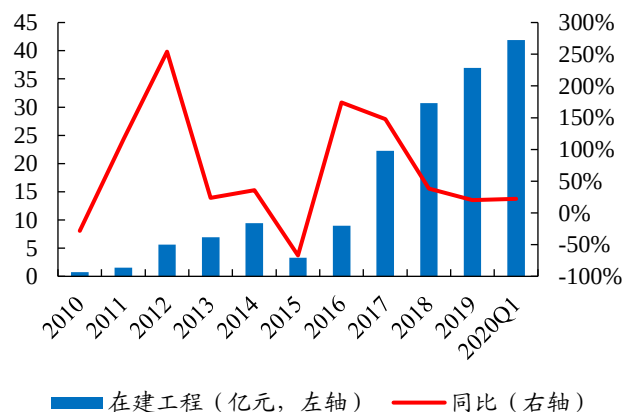
在建工程年内转固后产能将达 1600 万头以上，支撑 2021 年出栏量扩张。经过 2017-2018 年产能连续两年的高速扩张后，受非洲猪瘟疫情影响 2019 年至今固定资产增速放缓，2019 年底生猪产能为 992 万头，2020 年 3 月底生猪产能为 1150 万头。截至 2020 年 3 月底公司生猪养殖板块在建工程账面余额为 40.2 亿元，参照 2019 年报披露生猪板块在建工程进度 94%，则 2020 年 3 月底在建工程对应项目投资总额为 43.0 亿元。从单头投资额来看，2018 年至今募投项目皆为“公司+农户”模式，对应单头投资额均值为 947 元。考虑到公司近年以轻资产的“公司+农户”模式为发力点，假设当前在建工程项目的单头投资额为 947 元，则对应产能为 454 万头，我们认为 2020 年内公司生猪产能将超过 1604 万头。由于从相关产能投产到最终肥猪出栏约 6-14 个月时间，因此当年末产能将影响下一年生猪出栏量，参照公司过往高速扩张期的情况，下一年生猪出栏量与 2016/2017 年末产能的比值分别为 95%/122%，若取其均值 108%，分别依据 2019 年底及 2020 年底产能情况计算，公司 2020 年出栏量将达 1000 万头体量，2021 年出栏量将达 1700 万头体量。

图14: 固定资产逐步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15: 在建工程增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2019 年底生猪养殖板块主要在建工程余额为 34.8 亿元，工程进度为 94%

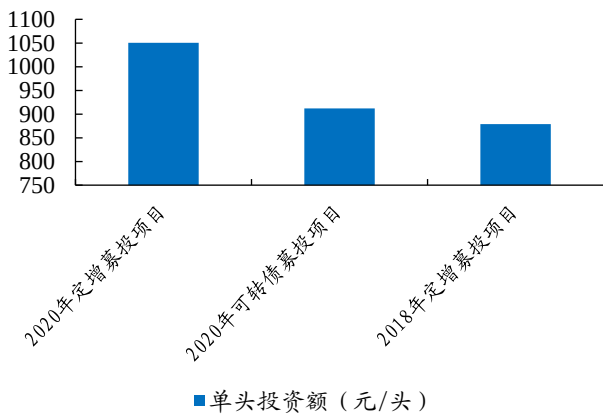
项目名称	账面余额（亿元）	工程进度	预计项目总投资额（亿元）
江西正邦养殖有限公司猪场建设	13.2	95%	14
江西正邦畜牧有限公司猪场建设	9.1	90%	10
黑龙江正邦农牧有限公司猪场建设	8.6	95%	9
加美（北京）育种猪场建设	3.9	95%	4
合计	34.8	94%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

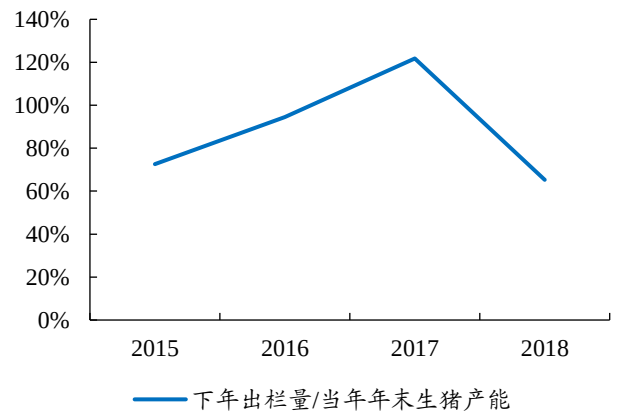
表3：2020 年 3 月底生猪养殖板块在建工程余额为 40.2 亿元

项目名称	账面余额（亿元）
黑龙江正邦农牧有限公司猪场建设工程	9.1
加美（北京）育种科技有限公司猪场建设工程	4.4
江西正邦养殖有限公司猪场建设工程	14.5
吉安市正邦畜禽有限公司零星工程	0.0
江西畜牧发展有限公司猪场建设项目	10.8
涟水正邦牧业有限公司建设项目	1.4
合计	40.2

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：公司近期募投项目单头投资额在 879-1050 元之间


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：公司高速扩张时期猪场利用率较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

募资发展生猪养殖业务，产能有望加速扩张。2019 年 6 月公司向股东江西永联非公开发行 5988 万股，募集资金净额 9.79 亿元建设安徽、河南年出栏规模 64 万头的养殖项目建设。2020 年 5 月公司获批发行面值综合 16 亿元的可转债，募集资金净额 15.81 亿元建设年出栏规模 195 万头的生猪养殖项目。2020 年 6 月，公司公告拟定增 80 亿元用于投入年出栏规模 383 万头的生猪养殖项目，发行对象为正邦集团、江西永联、邦鼎投资、邦友投资及宏桂投资，分别拟认购 40/20/10/5/5 亿元，其中正邦集团为公司控股股东，江西永联、邦鼎投资和邦友投资均为公司实际控制人林印孙先生控制的公司，实控人巨资认购彰显对公司长期前景的信心。

表4: 2019 年定增募投项目规划产能 64 万头

项目	区域	拟投资总额 (亿元)	拟投入募集资金总额 (亿元)	预计年出栏规模 (万头)	项目建设期	养殖模式
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	安徽淮北市	2.8	2.2	32	2 年	公司+农户
虞城正邦存栏 32000 头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目（一期）	河南商丘市	2.8	2.2	32	2 年	公司+农户
偿还银行贷款		5.5	5.5	-	-	-
合计		11.1	9.9	64		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5: 2020 年公开发行可转债募投项目规划产能 195 万头

项目名称	区域	拟投资总额 (亿元)	募集资金拟投入额 (亿元)	预计年出栏规模 (万头)	项目建设期	养殖模式
潘集正邦存栏 16000 头母猪的繁殖场“种养结合”基地建设项目	安徽淮南市	2.8	2.2	32	2 年	公司+农户
广西正邦隆安县振义生态养殖繁育基地项目	广西南宁市	3.3	2.6	32	2 年	公司+农户
广安前锋龙滩许家 7PS 种养结合产业园（一期）	四川广安市	1.3	1.0	14	2 年	公司+农户
上思正邦思阳镇母猪养殖场“种养结合”基地建设项目	广西防城港市	1.3	1.0	13	2 年	公司+农户
南华正邦循环农业生态园项目	云南楚雄彝族自治州	2.8	2.2	32	2 年	公司+农户
武定正邦循环农业生态园建设项目（一期）	云南楚雄彝族自治州	1.3	1.0	15	2 年	公司+农户
正邦高老庄（河南）现代农业有限公司年繁育 70 万头仔猪基地建设项目（一期）	河南商丘市	2.5	2.0	28	2 年	公司+农户
达州大竹文星龙门 7PS 繁殖场项目	四川达州市	2.5	2.0	28	2 年	公司+农户
偿还银行贷款		1.9	1.9			
合计		19.6	16.0	194.6		

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6: 2020 年定增募投项目规划产能 383 万头

项目名称	区域	拟投资总额 (亿元)	募集资金拟投入额 (亿元)	预计年出栏规模 (万头)	项目建设期	养殖模式
沾化正邦存栏 10 万头生猪的育肥场“种养结合”基地建设项目	山东滨州市	2.2	1.8	20	2 年	公司+农户
生猪养殖项目（涟水正邦育肥二场）	江苏淮安市	1.9	1.6	17	9 个月	公司+农户

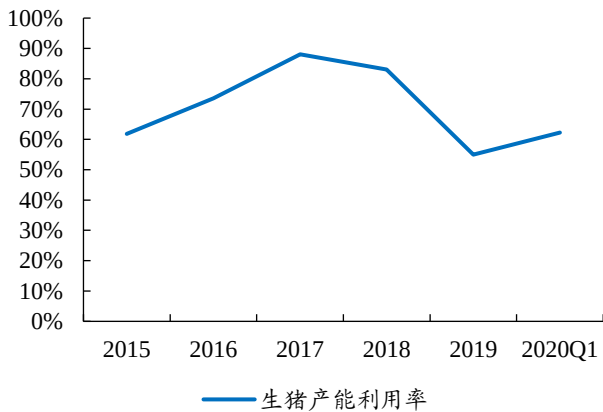
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

项目名称	区域	拟投资总额 (亿元)	募集资金拟投入额 (亿元)	预计年出栏规模 (万头)	项目建设期	养殖模式
生猪养殖项目(涟水正邦育肥一场)	江苏淮安市	1.7	1.4	15	9 个月	公司+农户
陈庄育肥场“种养结合”基地	山东东营	6.6	5.3	60	2 年	公司+农户
西刘育肥场“种养结合”基地建设项目	山东滨州市	2.2	1.7	20	2 年	公司+农户
宁晋县正邦畜牧发展有限公司畜牧 养殖循环农业综合项目	河北邢台市	2.2	1.8	20	2 年	公司+农户
喀喇沁旗正邦农牧有限公司存栏 1.5 万头母猪繁殖场标准化规模养 殖基地建设项目	内蒙古赤峰市	3.1	2.5	30	2 年	公司+农户
内江正邦乐至分公司能繁母猪种 循环养殖项目	四川资阳市	3.3	2.6	26	2 年	公司+农户
射洪双庙 8000 头繁殖场中草药种 养循环项目	四川射洪市	2.0	1.6	16	2 年	公司+农户
恭城县龙虎乡 8800 头母猪存栏 “种养结合”基地建设项目	广西桂林市	1.3	1.0	18	2 年	公司+农户
来宾正邦良塘镇存栏 12000 头母 猪繁殖场“种养结合”基地建设项目	广西来宾市	2.0	1.6	24	2 年	公司+农户
崇左正邦大新县雷平镇怀仁村种 结合生态养殖项目	广西崇左市	2.8	2.2	36	2 年	公司+农户
永善正邦福猪工程茂林镇繁殖示 范园项目	云南昭通市	1.8	1.4	18	1.25 年	公司+农户
筠连正邦 24000 头能繁母猪种 循环项目	四川宜宾市	5.0	4.0	48	2 年	公司+农户
正邦东新生态种养殖产业园	湖北孝感市	2.0	1.6	15	2 年	公司+农户
补充流动资金	-	47.8	47.8	-	-	
合计		88.0	80.0	383		

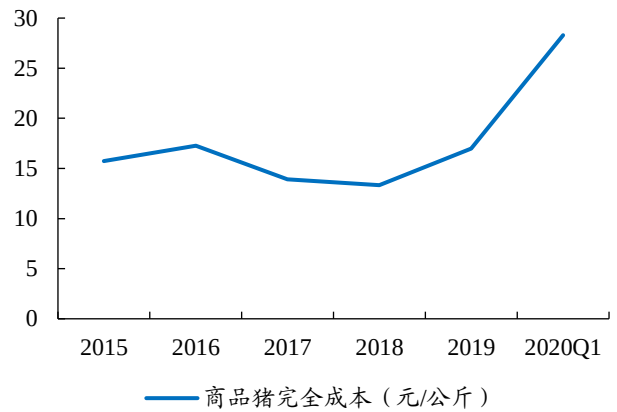
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、经营绩效逐步体现，成本有望下行

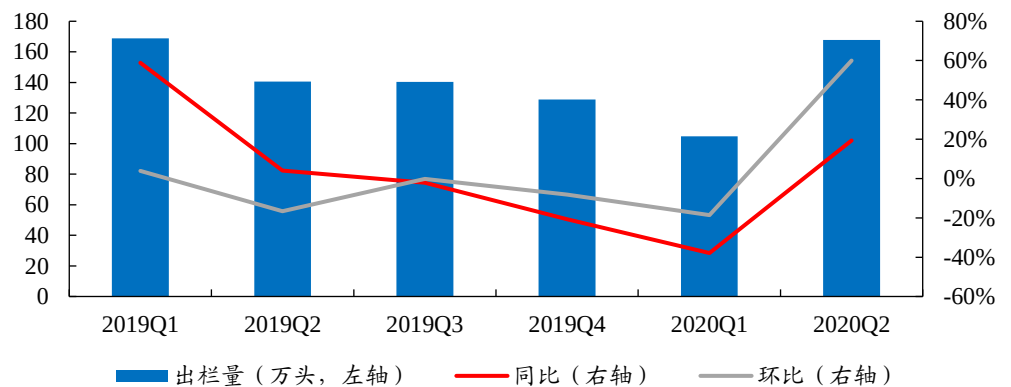
非洲猪瘟疫情爆发后，一方面公司为完善生物安全防控体系加大了各个养殖环节的投入，同时死亡率的提升及产能的扩张使得生猪板块产能利用率出现下滑；另一方面由于猪价较好公司加大了外购仔猪育肥的比例，造成养殖完全成本的大幅提升。我们认为公司养殖业务完全成本将于 2020Q2 起逐季降低，原因如下：第一，公司已于 2020Q2 迎来季度出栏量的拐点，未来出栏量将逐季加速释放带来成本进一步摊薄；第二，公司已于 5 月中旬起停止外购仔猪，由于公司当前种猪存栏每月已能够提供较为充足的仔猪，同时考虑到 6 个月后猪价下行的趋势，预计往后会逐季减少外购仔猪数量，将会反映到 2020Q4 的成本之中。

图18: 2019年起公司产能利用率见底回升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 非瘟发生后公司商品猪养殖成本大幅提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图20: 公司季度出栏量于2020Q2迎来拐点


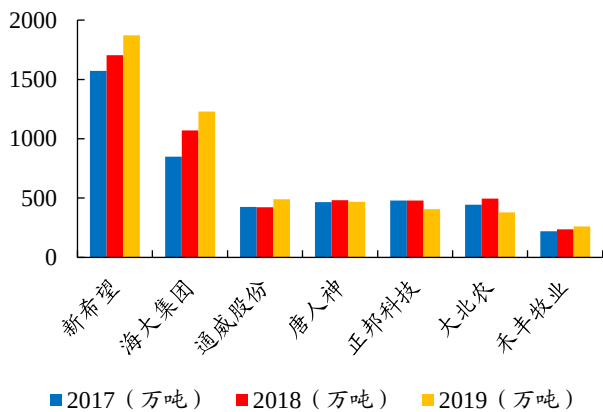
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、饲料业务: 销量稳步增长, 未来以配套公司生猪养殖业务为主

3.1、我国饲料行业头部企业, 综合服务能力不断升级

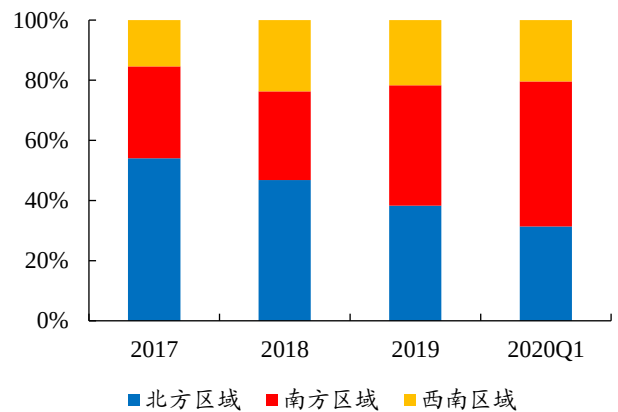
公司饲料规模位居行业前五, 经营模式主要以经销商代理及大型猪场直供模式为主, 在全国 27 个省市自治区直辖市布局, 渠道已下沉至饲料厂有效销售半径范围内的乡镇, 销售区域来看, 2020Q1 北方区营收占比 31%, 南方区占比 48%, 西南区占比 20%。随着饲料行业竞争的日益剧烈, 近两年公司尝试饲料经营模式转型, 在中小养殖场较集中的区域设立养殖技术服务站, 依托公司成熟的养殖经验、丰富的产品体系和综合服务能力, 借助互联网工具, 为中小型生猪养殖场提供全套服务方案, 通过建设养殖技术服务站, 将公司现有的饲料销售渠道扩展至中小型养猪场, 将传统的营销驱动转变为服务驱动, 通过提供服务推动公司饲料、种猪、仔猪、兽药等产品的协同销售, 构筑公司成长与客户事业融合发展的新型商业生态体系。

图21: 公司饲料销量规模位居行业前五



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22: 公司营收区域分布—南方和西南区占比不断提升

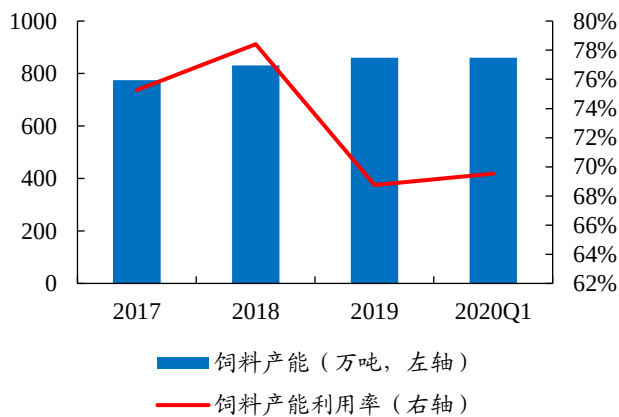


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、未来饲料销售规模预计稳定，趋势向上

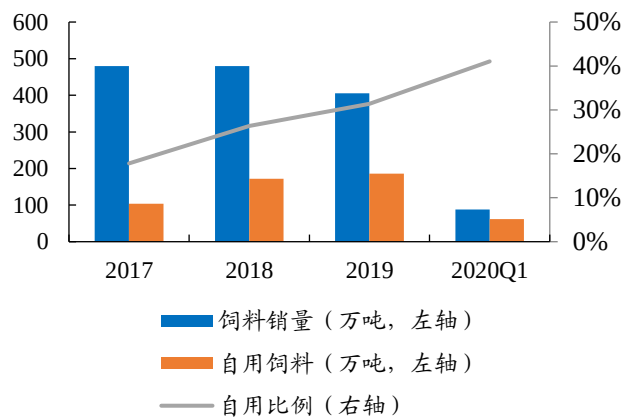
公司近年饲料产能提升较慢，发展重心为生猪养殖业务，2019 年公司饲料产能增加 30 万吨/年，产量同比下降 8%，产能利用率同比下降 8.87 个百分点，主要是受猪饲料市场需求下降影响。2020Q1 产能仍然维持在 861 万吨/年，产量同比微降。近年随着公司生猪养殖规模的快速扩大，自用饲料占产量的比例不断提升，未来在饲料整体产能稳步增长、生猪出栏量快速提升的趋势下，饲料外销量预计以稳定为主。

图23: 公司过往饲料产能稳步缓慢增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图24: 公司自用饲料占比随出栏量扩张不断提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表7: 截至 2020 年 3 月底公司饲料板块在建工程账面余额为 1.08 亿元

项目名称	账面余额 (万元)
广西牧标农业科技有限公司饲料生产线	196
山东天普阳光生物科技有限公司饲料生产线	2802
山东和康源集团有限公司	24
四川彭山正邦饲料有限公司饲料生产线	26
江西正邦生物科技有限公司饲料生产线	1032
云南大鲸科技有限公司饲料生产线	24

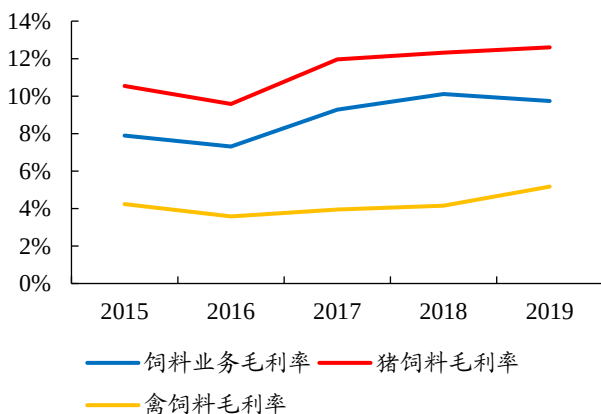
项目名称	账面余额（万元）
漳州正邦农牧科技有限公司饲料生产线	66
江门市得宝集团有限公司饲料生产线	96
广西广联饲料有限公司饲料生产线	3250
临武正邦饲料有限公司	82
共青城市正邦生物	3203
合计	10801

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、饲料业务毛利率较为稳定，未来有望逐步提升

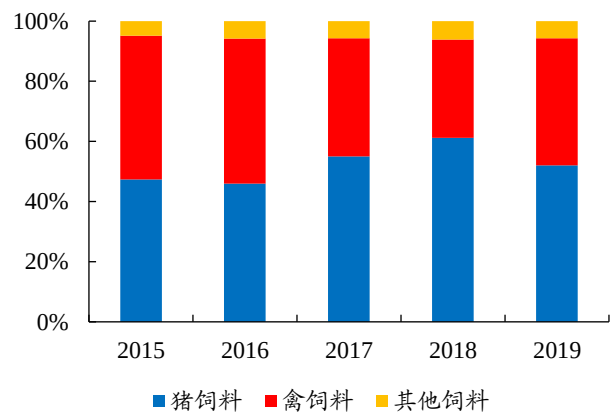
过往来看公司饲料业务毛利率稳步提升，原因在于：第一，我国下游养殖业集中度较低，以散养户为主，议价能力不强，因此饲料企业向下游传导产品价格变动的能力较强；第二，公司在饲料行业享有一定的品牌知名度及市占率，饲料作为养殖业必不可替代的原材料，公司根据原材料市场变动情况相应提高了饲料价格；第三，近年公司不断加大对毛利率更高的猪饲料销售，2018 年公司猪饲料销量占比提升至 61%，2019 年由于行业生猪存栏下滑拖累公司猪饲料销量，占比降至 52%。未来随着猪饲料占比的提升公司饲料业务毛利率预计稳步提升。

图25：公司饲料业务毛利率稳中有升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：近年公司猪饲料销量占比不断提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

(1) 商品猪均价：考虑到当前行业生猪供需缺口较大，同时在非洲猪瘟疫情常态化背景下预计未来生猪存栏缓慢恢复，预计 2020-2022 年公司商品猪均价为 34/24/19 元/公斤。

(2) 生猪出栏量：公司未来三年产能大力扩张，并且当前已建立起较好的生物安全防控体系，预计 2020-2022 年公司生猪出栏量为 950/1700/2500 万头。

公司为我国生猪产业链头部企业，生猪养殖+饲料双主业驱动。公司抓住本轮超级猪周期带来的机遇大力扩张生猪产能，未来三年出栏量将快速释放，同时随着公司经营绩效的体现成本将逐步下行。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为

108/119/87 亿元，对应 EPS 为 4.3/4.7/3.5 元，当前股价对应 PE 为 4/4/5 倍，低于行业可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司估值：公司估值相对较低

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300498.SZ	温氏股份	23.83	1518.88	2.63	5.99	4.84	4.11	9.06	3.98	4.92	5.80
002714.SZ	牧原股份	90.02	3373.80	1.63	8.84	7.71	4.49	55.18	10.18	11.67	20.07
000876.SZ	新希望	31.00	1306.96	1.20	3.64	4.63	3.84	25.83	8.52	6.70	8.07
002100.SZ	天康生物	17.16	184.26	0.60	2.52	2.07	1.66	28.60	6.81	8.29	10.34
002567.SZ	唐人神	11.10	92.86	0.67	1.99	1.28	1.09	16.57	5.57	8.70	10.18
平均值								27.05	7.01	8.06	10.89
002157.SZ	正邦科技	18.54	464.11	0.66	4.32	4.74	3.46	28.18	4.29	3.91	5.36

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上数据均为开源农业预测。最新股价及市值为 2020 年 7 月 16 日数据

5、风险提示

非洲猪瘟疫情；猪价、出栏量扩张、成本下降不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6988	10747	16125	25155	28595
现金	1584	2955	3875	11738	12836
应收票据及应收账款	508	211	1311	530	1517
其他应收款	330	1170	978	1956	1174
预付账款	235	905	616	1501	742
存货	4234	5138	9067	9121	12029
其他流动资产	96	369	278	308	298
非流动资产	14338	20085	29990	34453	35583
长期投资	133	122	124	118	109
固定资产	10345	14991	23909	28256	29795
无形资产	346	346	357	362	368
其他非流动资产	3515	4626	5600	5717	5312
资产总计	21326	30832	46115	59608	64178
流动负债	9777	16243	19548	21190	18183
短期借款	3694	4498	9406	4320	4290
应付票据及应付账款	3017	3274	6145	5963	8098
其他流动负债	3066	8470	3997	10907	5795
非流动负债	4729	4615	5699	5529	4445
长期借款	3872	2852	4238	3968	2916
其他非流动负债	857	1763	1461	1562	1528
负债合计	14506	20858	25247	26719	22627
少数股东权益	341	581	775	1066	1207
股本	2364	2450	2503	2503	2503
资本公积	2005	3469	3469	3469	3469
留存收益	2250	3572	12039	21013	27421
归属母公司股东权益	6479	9393	20093	31823	40344
负债和股东权益	21326	30832	46115	59608	64178

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1331	3924	8005	19789	6017
净利润	193	1693	11012	12152	8795
折旧摊销	914	1112	1564	2158	2538
财务费用	329	377	441	322	311
投资损失	11	-649	-178	-208	-256
营运资金变动	-204	1193	-4833	5364	-5371
其他经营现金流	88	198	0	1	1
投资活动现金流	-3148	-5471	-11290	-6414	-3412
资本支出	3155	5711	9902	4469	1139
长期投资	0	5	-2	6	10
其他投资现金流	7	245	-1391	-1939	-2264
筹资活动现金流	1648	2913	-971	-336	-1507
短期借款	1106	805	-268	89	-30
长期借款	1259	-1020	1386	-270	-1051
普通股增加	30	86	53	0	0
资本公积增加	69	1464	0	0	0
其他筹资现金流	-816	1577	-2141	-155	-426
现金净增加额	-170	1366	-4256	13039	1098

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	22113	24518	47018	58817	64663
营业成本	19851	20658	33305	41793	48928
营业税金及附加	30	40	59	80	90
营业费用	736	647	470	1501	2263
管理费用	683	1215	1269	2237	3686
研发费用	209	394	235	449	517
财务费用	329	377	441	322	311
资产减值损失	28	-10	0	0	0
其他收益	22	52	38	40	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-11	649	178	208	256
资产处置收益	-1	-2	-0	-1	-1
营业利润	258	1830	11456	12682	9164
营业外收入	63	90	86	69	77
营业外支出	118	216	119	128	145
利润总额	203	1704	11423	12623	9096
所得税	11	11	411	471	301
净利润	193	1693	11012	12152	8795
少数股东损益	-1	46	194	290	141
归母净利润	193	1647	10818	11862	8654
EBITDA	1549	3189	13423	15099	11640
EPS(元)	0.08	0.66	4.32	4.74	3.46

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.3	10.9	91.8	25.1	9.9
营业利润(%)	-57.8	609.9	525.9	10.7	-27.7
归属于母公司净利润(%)	-63.2	751.5	556.8	9.7	-27.0
获利能力					
毛利率(%)	10.2	15.7	29.2	28.9	24.3
净利率(%)	0.9	6.7	23.0	20.2	13.4
ROE(%)	2.8	17.0	52.9	37.0	21.2
ROIC(%)	3.8	9.9	31.6	29.1	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	68.0	67.6	54.7	44.8	35.3
净负债比率(%)	114.3	84.7	59.0	-1.9	-6.7
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.2	1.6
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.9	1.2	1.1	1.0
应收账款周转率	49.1	68.1	61.8	63.9	63.2
应付账款周转率	8.1	6.6	7.1	6.9	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.66	4.32	4.74	3.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.57	3.20	7.91	2.40
每股净资产(最新摊薄)	2.59	3.75	8.01	12.69	16.10
估值比率					
P/E	239.9	28.2	4.3	3.9	5.4
P/B	7.2	4.9	2.3	1.5	1.2
EV/EBITDA	35.2	17.4	4.4	3.1	3.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835