



种猪资源扩量保质，后台支持全面优化

投资评级：买入（维持）

主要观点：

中报业绩复合预期，生猪养殖成本下行拐点已现。

2020年上半年公司实现营业收入165.5亿元，同比增长45.5%，实现归母净利润24.17亿元，同比扭亏为盈，符合市场预期。其中，生猪养殖业务收入107.1亿元，同比增长137.3%，生猪养殖业务毛利38.3亿元，同比增长3751%；饲料业务收入56.1亿元，同比小幅下降6.3%，饲料业务毛利5.84亿元，同比下降7%。根据我们估算，2020Q2公司自繁仔猪育肥完全成本环比下降3元/公斤至22.2元/公斤，外购仔猪育肥完全成本环比下降约2.5元/公斤，成本下降主要来自于淘汰母猪量减少，以及育肥猪存活率上升。公司生猪养殖成本自非瘟发生以来首次出现环比下降，随着Q3、Q4生猪出栏量的逐季提升，摊销费、代养费、期间费用等单位成本均会下降，公司生猪养殖成本拐点已现。

种猪资源扩量保质+后台支持全面优化，全力扩张生猪养殖业务。

①种猪数量快速提升，积极优化种群结构。公司通过加强内部选种选育、外购等方式，快速增加种猪群体数量，与此同时，公司加快低产种猪淘汰力度，引进国外原种优质种猪以优化种群结构，2020年初至今公司已从国外引进2520头原种猪，引进300份国外优质种猪冻精，并计划继续国外引种，为提高种猪质量打好基础。2020年6月末，公司母猪存栏约135万头，其中，能繁母猪75万头（含GP、GGP），为2021年高增长奠定坚实基础。②后台支持全面调整。公司在组织架构、人才储备、激励机制、投融资等方面均为生猪产能扩张进行相应调整。公司进行了养殖板块管理架构调整，组建了更强大的职能部门支持生产经营；在人才队伍建设方面，构建了对干部团队、专业团队、基层员工团队、大学生团队100%培训认证体系，极大提高各层级团队专业技术能力和业务管理能力，逐步形成自我迭代、自我优化的队伍；股权激励对象进一步下沉到猪场场长、猪场分场场长、服务部主任及技术员工等基层业务单元的核心骨干层级。③再融资用于养殖产能扩张。2020年公司发行16亿元可转债，发布75亿元定增计划，两次再融资募集资金主要用于养殖产能扩张。此外，公司还通过新建、租赁、代建、发展合作养户等方式，不断扩大生猪可用栏舍面积。

生物安全多层管控体系，“公司+农户”模式做到“六统一”。

公司高度重视生物安全防控，以阻断传染为核心，建立了多层管控体系，包括二段饲养、三级洗消管理、四区划分及分区管理、五流管，以及全时全覆盖监测。针对公司+农户模式，公司做到：①统一的检测体系--公司在全中国建立88个高标准实验室，为养户提供标准化环境检测、车辆检测、人员检测和网格化检测。涉及养户进苗前、在养中、所有药品及生活物资、所有车辆、包括司机在内的所有相关人员以及公司服务部，标准化、无死角的检测作业流程，对监控各区域疫病流行趋势，及时为生产提供预警，降低疫病发生概率提供了极大帮助；②统一的“四区五流”规划和“五流”监控--所有养户按“四区五流”规划出隔离区、生活区、生产区和环保区，分区管理，并对人流、物流、车流、猪流、污流进行标准化流程节点监控，狠抓落实，统一规范，严格执行；③统一的硬件配置--公司制定了硬件配置18项标准化设施图谱，为养户升级改造标准化生物安全防控硬件设施提供技术支持；④统一的生物防控理念及合规养户生物防控专项补贴。

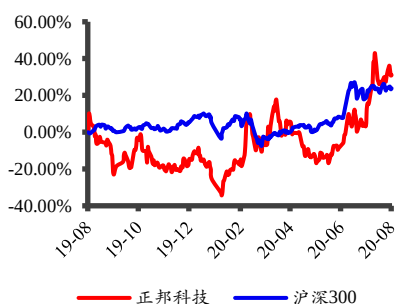
投资建议

公司种猪资源充足，2020年6月末母猪存栏已达到135万头（能繁母猪75万头），为2021年高增长奠定了坚实基础。非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐，公司通过定增、发行可转债等方式，全力做大做强生猪养殖业务。在非洲猪瘟疫情背景下，猪场生物安全防控成为影响猪场存亡的重要因素，公司建立了一套标准化、流程化的生物安全防控体系，以阻断传染为核心，建立了多层管控体系，将猪场作为一个整体，全方位布局生物安全

报告日期：2020年8月27日

收盘价（元）	24.32
近12个月最高/最低	26.68/11.16
总股本（百万股）	2504
流通股本（百万股）	2233
流通股比例（%）	89.18
总市值（亿元）	609
流通市值（亿元）	543

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

1.《正邦科技(002157)深度报告：全力扩张生猪养殖业务，成本下行拐点已现》
2020-07-20

防控，针对“公司+农户”模式提出“六统一”。自2019年10月以来，公司育肥猪均重、出栏价格不断改善，2020Q2生猪养殖成本环比首降，成本拐点已现。我们预计2020-2022年公司生猪出栏量1000万头、1600万头、2400万头，出栏生猪均价32元/公斤、26元/公斤、22元/公斤，对应收入501.9亿元、629.9亿元、779.2亿元，对应归母净利润92.4亿元、111.3亿元、119.7亿元，同比分别增长461%、20.4%、7.6%，对应EPS3.69元、4.45元、4.78元。生猪板块在盈利高点PE超过10倍，我们给予公司2020年10倍PE，合理估值36.9元，维持“买入”评级不变。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	24518	50186	62988	77922
收入同比(%)	10.9%	104.7%	25.5%	23.7%
归属母公司净利润	1647	9239	11128	11969
净利润同比(%)	751.5%	461.0%	20.4%	7.6%
毛利率(%)	15.7%	24.9%	23.3%	20.2%
ROE(%)	17.5%	34.7%	29.5%	24.1%
每股收益(元)	0.66	3.69	4.44	4.78
P/E	24.63	6.59	5.47	5.09
P/B	4.32	2.29	1.61	1.22
EV/EBITDA	17.33	6.80	5.16	4.34

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10747	26090	35476	46255
现金	2955	13453	19747	26080
应收账款	211	431	0	0
其他应收款	1170	1324	1662	2056
预付账款	905	843	1081	1391
存货	5138	9369	12016	15457
其他流动资产	369	670	970	1271
非流动资产	20085	24223	28740	33852
长期投资	122	122	122	122
固定资产	9895	11425	12955	14485
无形资产	346	346	345	345
其他非流动资产	9722	12330	15317	18901
资产总计	30832	50314	64215	80107
流动负债	16243	17715	21282	25244
短期借款	4498	4498	4498	4498
应付账款	1657	3021	3875	4985
其他流动负债	10088	10196	12909	15761
非流动负债	4615	5195	4174	3891
长期借款	2324	1304	284	0
其他非流动负	2291	3891	3891	3891
负债合计	20858	22910	25457	29135
少数股东权益	581	770	997	1241
股本	2450	3058	3058	3058
资本公积	3469	10862	10862	10862
留存收益	3474	12713	23841	35811
归属母公司股东	9393	26634	37762	49731
负债和股东权	30832	50314	64215	80107

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	3924	7069	12834	12700
净利润	1647	9239	11128	11969
折旧摊销	1112	471	471	471
财务费用	346	292	281	248
投资损失	-649	0	0	0
营运资金变动	1193	-3373	475	-484
其他经营现金	728	13053	11131	12949
投资活动现金	-5471	-4860	-5239	-5835
资本支出	-5697	-4780	-5239	-5835
长期投资	226	-80	0	0
其他投资现金	0	0	0	0
筹资活动现金	2913	8289	-1301	-532
短期借款	805	0	0	0
长期借款	-1020	-1020	-1020	-284
普通股增加	86	608	0	0
资本公积增加	1464	7393	0	0
其他筹资现金	1578	1308	-281	-248
现金净增加额	1366	10498	6294	6334

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	24518	50186	62988	77922
营业成本	20658	37673	48316	62153
营业税金及附加	40	82	103	127
销售费用	647	679	713	749
管理费用	1215	1276	1340	1407
财务费用	377	292	281	248
资产减值损失	-10	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	649	0	0	0
营业利润	1830	9742	11682	12547
营业外收入	90	54	54	54
营业外支出	216	305	305	305
利润总额	1704	9491	11431	12295
所得税	11	63	76	82
净利润	1693	9428	11355	12214
少数股东损益	46	189	227	244
归属母公司净利润	1647	9239	11128	11969
EBITDA	2676	10455	12371	13188
EPS (元)	0.66	3.69	4.45	4.78

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	10.9%	104.7%	25.5%	23.7%
营业利润	609.9%	432.3%	19.9%	7.4%
归属于母公司净利	751.5%	461.0%	20.4%	7.6%
获利能力				
毛利率(%)	15.7%	24.9%	23.3%	20.2%
净利率(%)	0.26%	6.7%	18.4%	17.7%
ROE(%)	17.5%	34.7%	29.5%	24.1%
ROIC(%)	7.9%	26.4%	24.7%	21.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.6%	45.5%	39.6%	36.4%
净负债比率(%)	209.1%	83.6%	65.7%	57.2%
流动比率	0.66	1.47	1.67	1.83
速动比率	0.29	0.90	1.05	1.16
营运能力				
总资产周转率	0.80	1.00	0.98	0.97
应收账款周转率	116.32	116.32	—	—
应付账款周转率	12.47	12.47	12.47	12.47
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	0.66	3.69	4.44	4.78
每股经营现金流	1.57	2.82	5.12	5.07
每股净资产(最新	3.75	10.63	15.08	19.86
估值比率				
P/E	24.63	6.59	5.47	5.09
P/B	4.32	2.29	1.61	1.22
EV/EBITDA	17.33	6.80	5.16	4.34

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。