开源证券

农林牧渔/饲料

正邦科技（002157.SZ）

2020 年 08 月 28 日

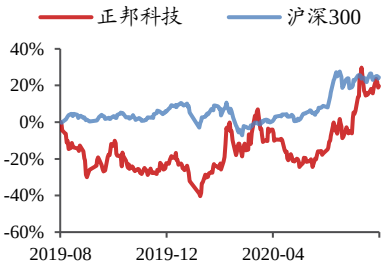
出栏量有望加速释放，养殖巨头即将迎来黄金成长期

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/27
当前股价(元)	24.32
一年最高最低(元)	26.68/11.21
总市值(亿元)	609.06
流通市值(亿元)	542.97
总股本(亿股)	25.04
流通股本(亿股)	22.33
近 3 个月换手率(%)	232.52

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-出栏量步入加速释放期，养殖巨头成长性凸显》-2020.7.17

陈雪丽（分析师）
chenxueli@kysec.cn
证书编号：S0790520030001

● 出栏量有望加速释放，养殖巨头即将迎来黄金成长期，维持“买入”评级

正邦科技发布 2020 年半年报：报告期内公司实现营业收入 165.51 亿元，同比增长 45.48%；归母净利润 24.17 亿元，同比增长 979.24%；单 Q2 为 15.12 亿元，同比增长 985.12%。2020H1 毛利率 26.85%，其中饲料业务毛利率 10.40%（同比-0.08pct），养殖业务毛利率 35.72%（同比+33.52pct）。销售费用率 1.66%（同比-1.94pct），管理费用率 5.90%（同比+2.89pct），主要系公司规模扩大，薪酬增加所致，研发费用率 0.96%（同比-0.41pct），财务费用率 2.10%（同比+0.34pct）。考虑到公司养殖业务数据符合预期，我们维持此前盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 108/119/87 亿元，对应 EPS 为 4.32/4.74/3.46 元，当前股价对应 PE 为 6/5/7 倍，维持“买入”评级。

● 养殖业务有望于 2020H2 进入利润高速释放期

2020H1 养殖业务收入 107.12 亿元，同比增长 137.26%，共出栏生猪 272.54 万头，同比减少 11.90%，其中商品猪 235.48 万头，仔猪 37.06 万头。完全成本开始下降，Q2 商品猪完全成本下降至 26.3 元/公斤，其中自产仔猪育肥完全成本 22.2 元/公斤。种猪存栏快速扩张，2020 年 6 月底生产性生物资产账面余额 64.6 亿元，相比 2020 年 3 月底增长 24%，相比 2019 年底增长 27%；同时公司加快淘汰低产种猪，优化种群质量，考虑到公司种猪群数量充足及生物安全防控体系优秀，预计 2020 全年生猪出栏有望达到 900-1100 万头，同时随着生猪出栏量于 Q3 快速释放也将带来养殖成本进一步摊薄。

● 猪用饲料受益于存栏恢复即将迎来拐点

2020H1 饲料业务收入 56.14 亿元，同比减少 6.27%，其中猪饲料 35.96 亿元，同比减少 12.99%。未来随着行业生猪存栏的恢复猪饲料有望迎来拐点。

● 风险提示：猪价景气度不及预期、养殖成本大幅上升、出栏量增长不及预期。

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)	314.9	37.0	5.6	5.1	7.0
P/B(倍)	9.4	6.5	3.0	1.9	1.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	25156	28596
现金	1584	2955	3875	11739	12837
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	59609	64179
流动负债	9777	16243	19547	21190	18183
短期借款	3694	4498	9405	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	25246	26719	22627
少数股东权益	341	581	775	1066	1207
股本	2364	2450	2504	2504	2504
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	20094	31824	40345
负债和股东权益	21326	30832	46115	59609	64179

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	-970	-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	54	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	-4255	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	7.90	2.40
每股净资产(最新摊薄)	2.59	3.75	8.00	12.69	16.09
估值比率					
P/E	314.9	37.0	5.6	5.1	7.0
P/B	9.4	6.5	3.0	1.9	1.5
EV/EBITDA	44.6	21.9	5.5	4.1	5.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	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	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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn