

证券研究报告—动态报告/公司快评

农林牧渔

正邦科技 (002157)

买入

畜牧业

重大事件快评

(维持评级)

2021年06月11日

5月出栏表现亮眼 仔猪优势逐步显现

证券分析师: 鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110002

联系人: 李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

事项:

公司发布2021年5月份出栏月报,公告公司销售生猪164.84万头,同比增长232.23%,环比增长39.17%;销售收入36.50亿元,同比增长99.92%,环比增长20.26%。均价方面,公司商品猪(扣除仔猪后)销售均价17.52元/公斤,比2021年4月份下降17.98%。

国信农业观点: 1) 公司2021年5月出栏数量超预期,生猪销售收入实现同比增长99.92%,环比增长20.26%,量增逻辑得到强化; 2) 2021年非洲猪瘟疫情仍有抬头可能,公司有望凭借其仔猪优势,拉大与行业的竞争优势,进一步夯实行业领军者的地位。3) 风险提示: 行业发生不可控生猪疫情死亡事件,粮食原材料价格不可控上涨带来的成本压力。4) 投资建议: 在非洲猪瘟疫情常态背景下,未来生猪养殖规模化进程有望在未来2-3年内加速完成。公司积极引进高效种猪,淘汰低效母猪,“万头引种”计划的成效有望在近两年逐步显现,其仔猪优势将保持行业领先,市占率有望快速提升。我们预计公司21-23年归母净利润54.73/65.13/110.34亿元,对应EPS为1.74/2.07/3.51元,对应当前股价PE为7.6/6.4/3.8X,维持“买入”评级。

评论:

■ 公司5月出栏数量表现亮眼,有望延续以量补价趋势

出栏方面,公司2021年5月销售生猪164.84万头,其中仔猪出栏25.67万头,商品猪139.17万头,同比增长232.23%,环比增长39.17%,出栏增速超预期,产能持续释放。另外,公司5月销售收入为36.50亿元,同比增长99.92%,环比增长20.26%,稳步增长的出栏数据将在猪价企稳回升时,为公司提升行业份额和竞争力,公司有望延续出栏高增长趋势。同时,公司5月商品猪均重140.52公斤/头,环比上升7.05%,公司出栏均重继续维持高位也表现出公司育肥能力领先。考虑到公司2021年完全成本及单位超额收益有望超预期,继续重点推荐。

■ 非瘟干扰产能正常迭代,规模养殖市占率加速提升

近期猪价略有调整,板块整体承压。短期,市场一致预期猪价6-8月反弹,行业出现批量二次育肥情况,预计产能处于逐步恢复的进程中。但非瘟依然是当前行业的主要矛盾,我们认为2021年生猪行业核心关注两点: 1) 2021年非洲猪瘟疫情会更加奖励管理能力强的养殖群体,业绩分化可能更为极端。2) 猪价下行速度放缓,规模养殖市占率快速提升。正邦科技作为生猪养殖先锋,有望充分受益非瘟加速头部企业市占率提升的黄金浪潮。

■ 公司2021年出栏预测为2000万头,继续维持高速增长

从调研来看,今年二季度公司有望继续维持高质量出栏放量,环比将显著提升,上半年维持占全年2000万头出栏

30%计划不变，进一步夯实公司行业第二的地位。同时，二季度公司将按计划完成低效母猪淘汰，“万头引种”计划收尾，标志着种群优化工作接近尾声，预计未来伴随着公司自产高效二元母猪逐渐发挥效能，仔猪成本将出现明显下降，终端养殖成本的竞争力有望显现，助力公司养殖完全成本稳步改善。展望明年，公司引进的原种猪将充分发挥效能，公司仔猪优势将领先于行业，市占率有望继续快速提升。

■ 投资建议：继续重点推荐

在非洲猪瘟疫情常态背景下，未来生猪养殖规模化进程有望在未来 2-3 年内加速完成。公司积极引进高效种猪，淘汰低效母猪，“万头引种”计划的成效有望在近两年逐步显现，其仔猪优势将保持行业领先，市占率有望快速提升。我们预计公司 21-23 年归母净利润 54.73/65.13/110.34 亿元，对应 EPS 为 1.74/2.07/3.51 元，对应当前股价 PE 为 7.6/6.4/3.8X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	13043	16019	17000	18991
应收款项	1117	2411	3185	4152
存货净额	13448	11340	15235	19372
其他流动资产	4000	3247	4236	5416
流动资产合计	31608	33016	39655	47931
固定资产	16074	20732	26050	31494
无形资产及其他	363	348	334	319
投资性房地产	11070	11070	11070	11070
长期股权投资	146	171	197	224
资产总计	59260	65337	77306	91038
短期借款及交易性金融负债	12154	8000	7900	6000
应付款项	4482	7727	10375	13185
其他流动负债	9211	11729	15713	19914
流动负债合计	25846	27456	33988	39099
长期借款及应付债券	6625	6395	6395	6395
其他长期负债	2230	2921	3612	4302
长期负债合计	8855	9317	10007	10697
负债合计	34701	36773	43996	49796
少数股东权益	1306	1464	1651	1969
股东权益	23252	27100	31659	39273
负债和股东权益总计	59260	65337	77306	91038

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.00	1.74	2.07	3.51
每股红利	0.37	0.52	0.62	1.09
每股净资产	7.52	8.61	10.06	12.48
ROIC	24%	15%	20%	30%
ROE	25%	20%	21%	28%
毛利率	22%	17%	16%	18%
EBIT Margin	16%	9%	8%	10%
EBITDA Margin	20%	12%	11%	13%
收入增长	101%	30%	33%	30%
净利润增长率	249%	-5%	19%	69%
资产负债率	61%	59%	59%	57%
息率	2.8%	4.0%	4.8%	8.4%
P/E	7.1	7.6	6.4	3.8
P/B	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.7	10.4	9.4	6.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	49166	63988	85154	111104
营业成本	38178	53380	71640	91072
营业税金及附加	35	75	100	142
销售费用	472	838	1286	1722
管理费用	2781	3918	5166	6514
财务费用	843	410	259	177
投资收益	17	350	100	50
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他收入	(574)	0	0	0
营业利润	6301	5717	6803	11527
营业外净收支	(310)	0	0	0
利润总额	5991	5717	6803	11527
所得税费用	26	34	41	69
少数股东损益	220	210	250	424
归属于母公司净利润	5744	5473	6513	11034

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5744	5473	6513	11034
资产减值准备	38	30	26	31
折旧摊销	2109	1731	2159	2620
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	843	410	259	177
营运资本变动	(11080)	8053	1691	1447
其它	138	127	162	286
经营活动现金流	(3050)	15414	10550	15419
资本开支	(4614)	(6405)	(7488)	(8081)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(4637)	(6430)	(7514)	(8108)
权益性融资	8633	0	0	0
负债净变化	2909	(230)	0	0
支付股利、利息	(1139)	(1624)	(1954)	(3421)
其它融资现金流	5603	(4154)	(100)	(1900)
融资活动现金流	17775	(6008)	(2054)	(5321)
现金净变动	10087	2976	981	1991
货币资金的期初余额	2955	13043	16019	17000
货币资金的期末余额	13043	16019	17000	18991
企业自由现金流	(5919)	9121	3282	7570
权益自由现金流	2593	4330	2924	5495

相关研究报告

《正邦科技-002157-拐点已现》 ——2011-10-27

《正邦科技-002157-初具规模，初露拐点》 ——2011-08-23

《正邦科技-002157-10年半年报点评：锐意进取的养猪新秀》 ——2010-08-11

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032