

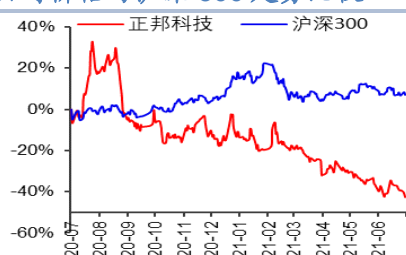
猪价大跌致中报业绩重挫，生猪出栏及成本双改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-7-15

收盘价（元） 10.75
近 12 个月最高/最低（元） 25.26/10.68
总股本（百万股） 3,148.35
流通股本（百万股） 2,306.45
流通股比例（%） 73.26
总市值（亿元） 338
流通市值（亿元） 248

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

主要观点：

● 猪价超预期下跌致上半年亏损 12 亿元-14.5 亿元。

公司公布 2021 年半年度业绩预告：上半年归母净利润亏损 12 亿元-14.5 亿元，去年同期盈利 24.17 亿元；其中，Q2 归母净利润亏损 14.12 亿元-16.62 亿元，去年同期盈利 15.12 亿元。公司 Q2 亏损原因是猪价超预期下跌：2021 年 4-6 月公司育肥猪出栏价格分别为 21.36 元/公斤、17.52 元/公斤、13.66 元/公斤，而 2020 年 4-6 月出栏价格分别为 33.45 元/公斤、29.86 元/公斤、33.5 元/公斤。

● Q2 生猪出栏环比明显改善，生猪养殖完全成本稳步下行。

1H2021 公司生猪出栏量 699.66 万头，同比增长 156.7%，上半年出栏量居行业第二位。2021Q2 公司生猪出栏量 441.18 万头，环比增长 71.3%，同比增长 163.4%，生猪出栏量继续改善；其中，育肥猪出栏量 393.77 万头，环比增长 95.8%，同比增长 196.3%，仔猪出栏量 48.04 万头，环比增长 462.5%，同比增长 723.3%。据我们测算，Q1 公司生猪养殖完全成本 21-22 元/公斤，Q2 降至约 20 元/公斤。考虑到低效能母猪淘汰工作已接近尾声，公司种猪群效率将明显提升，仔猪成本有望进入快速下降期；此外，随着生猪出栏量上升，单位固定资产折旧摊销也将回落，公司生猪养殖完全成本有望继续下行。

● 投资建议

预计 2021-2023 年公司生猪出栏量 2000 万头、2600 万头、3380 万头，出栏生猪均价 20.8 元/公斤、17.5 元/公斤、18.0 元/公斤，归母净利润 7.43 亿元、4.36 亿元、32.13 亿元，同比增长-87.1%、-41.4%、637.4%，对应 EPS0.24 元、0.14 元、1.02 元。我们按照头均底部估值 1800 元，参考 2022 年生猪出栏量 2600 万头，对应市值 468 亿元，公司合理估值 14.86 元，维持“买入”评级不变。

● 风险提示

疫情；猪价大跌。

相关报告

- 1.《正邦科技 (002157) 点评：2020 年出栏量大增 65%，养殖指标持续改善》2021-01-07
- 2.《正邦科技 (002157) 点评：2020 年业绩同比大增，淘汰种猪提升种群质量》2021-01-30
- 3.《正邦科技 (002157) 点评：猪价下跌、母猪淘汰致业绩下滑，成本拐点已现》2021-04-14

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	49166	65923	72607	92821
收入同比 (%)	100.5%	34.1%	10.1%	27.8%
归属母公司净利润	5744	743	436	3213
净利润同比 (%)	248.8%	-87.1%	-41.4%	637.4%
毛利率 (%)	22.3%	12.6%	13.2%	15.2%
ROE (%)	24.7%	2.9%	1.6%	10.5%
每股收益 (元)	2.29	0.24	0.14	1.02
P/E	9.34	45.54	77.68	10.53
P/B	2.31	1.33	1.23	1.10
EV/EBITDA	5.79	26.00	28.48	11.75

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	31608	37107	42117	48397	营业收入	49166	65923	72607	92821
现金	13043	9462	11755	10520	营业成本	38178	57599	63004	78669
应收账款	287	385	424	541	营业税金及附加	35	47	52	66
其他应收款	829	1112	1225	1566	销售费用	472	708	850	1020
预付账款	3260	4918	5380	6717	管理费用	2781	5562	6674	8009
存货	13448	20289	22193	27711	财务费用	843	789	1086	1198
其他流动资产	741	941	1141	1342	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	27652	30352	33052	35752	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	146	146	146	146	投资净收益	17	0	0	0
固定资产	14881	16381	17881	19381	营业利润	6301	775	454	3351
无形资产	363	363	363	363	营业外收入	120	0	0	0
其他非流动资产	12263	13463	14663	15863	营业外支出	430	0	0	0
资产总计	59260	67459	75168	84149	利润总额	5991	775	454	3351
流动负债	25846	31774	38031	43676	所得税	26	3	2	15
短期借款	11529	17529	22529	24529	净利润	5964	772	452	3336
应付账款	3439	4734	5178	6466	少数股东损益	220	28	17	123
其他流动负债	10879	9511	10324	12681	归属母公司净利润	5744	743	436	3213
非流动负债	8855	10355	11355	11355	EBITDA	10098	1926	1888	4853
长期借款	5234	6734	7734	7734	EPS (元)	2.29	0.24	0.14	1.02
其他非流动负债	3622	3622	3622	3622	主要财务比率				
负债合计	34701	42130	49386	55031	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1306	-166	-1649	-1526	成长能力				
股本	3093	3093	3093	3093	营业收入	100.5%	34.1%	10.1%	27.8%
资本公积	11137	11137	11137	11137	营业利润	244.2%	-87.7%	-41.4%	637.4%
留存收益	9022	11265	13200	16413	归属于母公司净利	248.8%	-87.1%	-41.4%	637.4%
归属母公司股东权	23252	25495	27431	30644	获利能力				
负债和股东权益	59260	67459	75168	84149	毛利率 (%)	22.3%	12.6%	13.2%	15.2%
现金流量表					净利率 (%)	11.7%	1.1%	0.6%	3.5%
单位:百万元					ROE (%)	24.7%	2.9%	1.6%	10.5%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC (%)	16.5%	2.8%	2.4%	6.8%
经营活动现金流	4553	-6928	697	1310	偿债能力				
净利润	5744	743	436	3213	资产负债率 (%)	58.6%	62.5%	65.7%	65.4%
折旧摊销	2926	500	500	500	净负债比率 (%)	141.3%	166.3%	191.6%	189.0%
财务费用	918	952	1205	1345	流动比率	1.22	1.17	1.11	1.11
投资损失	-17	0	0	0	速动比率	0.58	0.37	0.38	0.32
营运资金变动	-5724	-9152	-1460	-3870	营运能力				
其他经营现金流	12174	9924	1913	7206	总资产周转率	0.83	0.98	0.97	1.10
投资活动现金流	-9568	-3200	-3200	-3200	应收账款周转率	171.44	171.44	171.44	171.44
资本支出	-10334	-2500	-2500	-2500	应付账款周转率	11.10	12.17	12.17	12.17
长期投资	667	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	99	-700	-700	-700	每股收益	2.29	0.24	0.14	1.02
筹资活动现金流	14216	6548	4795	655	每股经营现金流	1.45	-2.20	0.22	0.42
短期借款	7030	6000	5000	2000	每股净资产	7.39	8.10	8.71	9.73
长期借款	2909	1500	1000	0	估值比率				
普通股增加	643	0	0	0	P/E	9.34	45.54	77.68	10.53
资本公积增加	7668	0	0	0	P/B	2.31	1.33	1.23	1.10
其他筹资现金流	-4035	-952	-1205	-1345	EV/EBITDA	5.79	26.00	28.48	11.75
现金净增加额	9202	-3580	2292	-1234					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

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。