

正邦科技 (002157)

证券研究报告
2021年07月17日

业绩好于之前市场预期，养殖各项指标改善持续向好！

事件：公司披露半年报业绩预告，预计归母净利润亏损 12-14.5 亿元，同比下滑 149.64%-159.99%。

1、二季度，公司出栏量继续高增长，成本环比大幅下降

公司 7 月 14 日公布半年报业绩预告，受到猪价断崖式下跌影响，预计公司上半年亏损 12-14.5 亿元，但公司基本面情况仍然向好。公司 2021 年上半年共累计销售生猪 699.68 万头，与去年同期相比销售量增长 156.72%，其中商品猪 594.85 万头，仔猪 104.82 万头；累计销售收入 177.38 亿元，同比增长 65.59%。在猪价不景气时，公司销售收入仍然出现同比增长的主要原因在于公司出栏量的快速增长。而生猪出栏量的提升主要原因是：1) 公司低效母猪淘汰已接近尾声，生猪性能各项指标得以提升。在今年二季度完成最后 5 万头低效母猪淘汰后，公司的 PSY 能达到 20 以上；2) 育肥端生猪存活率有所提升，截止 6 月末，生猪存活率已提升至 90%，较非瘟前存活率仅差 3-4 个百分点。

2、多维度降成本，保住周期下行中养殖企业生存的生命线

在周期不景气时，成本控制能力即是养殖企业生存的生命线。公司前瞻性的提前从去年四季度开始淘汰低效母猪，并引进 11120 头国外优秀的种源，为公司后续降成本打下坚实的基础。公司降成本主要用过以下 4 种途径：1) 坚决淘汰低效母猪，打造高质量的母猪种群。截止到 3 月末，公司拥有的 119 万头能繁母猪和 80 万头后备母猪中只剩下 5 万头低效母猪，随着二季度将最后 5 万头低效母猪淘汰完毕，公司母猪种群中将基本不再有低效母猪；2) 饲料优化，做到精准、专业、快速的配方优化策略，降低养殖饲料成本；3) 提升公司管理效率，公司借助邦繁宝和互联网平台进行管理，在过程中发现问题、解决问题；4) 引入智能化的健康管理系统，将生猪生存健康数据实时化监控、精准化处理，提升管理效率。公司多项措施并举的成果是显著的，截止到 6 月 30 日，公司仔猪成本已从去年四季度的 950 元/头下降到目前的 600 元/头，未来还有持续下降空间。在育肥端的养殖全成本上，公司二季度全成本也得到继续改善，其数值将低于一季度的 21.6 元/kg。

3、估值已接近历史低位，未来猪价上行时，公司业绩弹性大

公司的估值已经达到了历史的低位，公司当前的头均市值不到 1700 元，市净率只有 1.6，已经跌至 2018 年周期底部的估值水平附近，整体来看我们认为公司成长性好，成本下行的趋势比较明确，未来猪价上行的时候我们认为公司业绩的弹性会非常大。

4、投资建议：受到猪价下行的影响，我们下调生猪出栏均价，从而将公司 2021-2023 年营收调整为 584.84 亿/707.76 亿/895.75 亿(2021-2022 年前值为 780.91 亿/874.42 亿)，同比增长 18.95%/21.02%/26.56%；归母净利润调整为 -6.89 亿/4.22 亿/67.10 亿(2021-2022 年前值为 110.35 亿/102.09 亿)，同比增长 -112%/161.27%/1488.38%，对应 EPS 分别为 -0.22/0.13/2.13 元，PE 为 -48.86/79.74/5.02 倍，继续给予“买入”评级。

风险提示：疫病风险；价格波动风险；出栏量增长不达预期；具体盈利数据以中报为准。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24,517.77	49,166.31	58,484.49	70,776.49	89,574.99
增长率(%)	10.87	100.53	18.95	21.02	26.56
EBITDA(百万元)	3,546.79	9,825.52	867.04	2,416.18	9,069.98
净利润(百万元)	1,647.05	5,744.14	(689.49)	422.44	6,710.03
增长率(%)	751.53	248.75	(112.00)	161.27	1,488.38
EPS(元/股)	0.52	1.82	(0.22)	0.13	2.13
市盈率(P/E)	20.45	5.86	(48.86)	79.74	5.02
市净率(P/B)	3.59	1.45	1.48	1.10	0.96
市销率(P/S)	1.37	0.69	0.58	0.48	0.38
EV/EBITDA	11.55	4.96	36.07	15.01	3.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.7 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,148.35
流通 A 股股本(百万股)	2,305.07
A 股总市值(百万元)	33,687.35
流通 A 股市值(百万元)	24,664.29
每股净资产(元)	7.45
资产负债率(%)	64.09
一年内最高/最低(元)	26.68/10.12

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

陈炼 联系人
chenlian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《正邦科技-季报点评:三季度业绩再加速，预计四季度业绩有望继续走高!》2020-10-28
- 《正邦科技-半年报点评:半年报高速增长，公司业绩加速释放!》2020-08-30
- 《正邦科技-公司点评:实控人巨资参与增发，彰显对公司发展信心》2020-07-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,955.35	13,042.68	4,678.76	2,831.06	3,583.00
应收票据及应收账款	211.43	287.30	1,727.17	1,811.66	2,667.09
预付账款	904.50	3,259.85	680.53	929.97	1,207.16
存货	5,137.67	13,447.84	13,773.52	18,436.65	21,372.74
其他	1,538.26	1,569.98	2,009.37	1,058.82	3,725.88
流动资产合计	10,747.21	31,607.65	22,869.35	25,068.16	32,555.87
长期股权投资	122.13	145.88	145.88	145.88	145.88
固定资产	9,895.46	14,880.89	19,444.47	23,982.16	27,265.94
在建工程	3,698.41	1,192.74	2,596.37	3,628.00	4,576.80
无形资产	346.05	362.57	349.20	335.83	322.47
其他	6,023.20	11,069.84	10,646.17	11,038.48	12,038.48
非流动资产合计	20,085.24	27,651.92	33,182.10	39,130.36	44,349.57
资产总计	30,832.45	59,259.57	56,051.45	64,198.52	76,905.44
短期借款	4,498.47	11,528.78	6,941.11	8,360.58	10,420.25
应付票据及应付账款	3,274.28	4,481.56	7,919.28	8,185.80	12,766.51
其他	8,470.21	9,835.95	11,529.31	8,119.30	13,036.15
流动负债合计	16,242.96	25,846.29	26,389.70	24,665.68	36,222.91
长期借款	2,324.35	5,233.55	2,000.00	4,074.28	500.00
应付债券	527.61	1,391.69	1,391.69	1,391.69	1,391.69
其他	1,762.93	2,229.94	2,229.94	2,229.94	2,229.94
非流动负债合计	4,614.89	8,855.18	5,621.63	7,695.91	4,121.63
负债合计	20,857.85	34,701.47	32,011.32	32,361.59	40,344.54
少数股东权益	581.33	1,306.00	1,303.23	1,304.33	1,331.28
股本	2,450.03	3,093.41	3,148.35	3,148.35	3,148.35
资本公积	3,469.13	11,137.08	11,137.08	18,637.08	18,637.08
留存收益	7,041.18	20,278.03	19,588.54	27,384.25	32,081.28
其他	(3,567.07)	(11,256.42)	(11,137.08)	(18,637.08)	(18,637.08)
股东权益合计	9,974.60	24,558.10	24,040.12	31,836.93	36,560.91
负债和股东权益总计	30,832.45	59,259.57	56,051.45	64,198.52	76,905.44

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,693.02	5,964.28	(689.49)	422.44	6,710.03
折旧摊销	1,112.36	2,925.92	1,046.15	1,444.05	1,780.79
财务费用	345.96	918.30	509.19	538.16	548.70
投资损失	(648.80)	(16.79)	(15.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(2,172.74)	(8,797.79)	5,320.69	(7,624.86)	1,682.49
其它	3,593.81	3,559.14	(2.77)	1.10	26.95
经营活动现金流	3,923.61	4,553.05	6,168.77	(5,239.10)	10,728.96
资本支出	1,298.64	4,161.80	7,000.00	7,000.00	6,000.00
长期投资	(10.63)	23.75	0.00	0.00	0.00
其他	(6,758.61)	(13,753.22)	(13,985.00)	(13,980.00)	(11,980.00)
投资活动现金流	(5,470.60)	(9,567.67)	(6,985.00)	(6,980.00)	(5,980.00)
债权融资	9,637.02	18,778.91	11,566.12	15,102.42	13,667.11
股权融资	1,220.50	7,451.89	(330.34)	6,966.40	(544.14)
其他	(7,944.85)	(12,014.53)	(18,783.48)	(11,697.42)	(17,120.00)
筹资活动现金流	2,912.67	14,216.27	(7,547.70)	10,371.40	(3,997.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,365.67	9,201.66	(8,363.93)	(1,847.70)	751.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	24,517.77	49,166.31	58,484.49	70,776.49	89,574.99
营业成本	20,658.21	38,177.83	54,442.72	64,420.35	75,428.32
营业税金及附加	40.00	35.20	87.73	106.16	134.36
营业费用	646.61	472.29	1,169.69	1,557.08	1,970.65
管理费用	1,215.11	2,781.04	2,339.38	2,972.61	3,762.15
研发费用	394.32	527.59	614.09	743.15	985.32
财务费用	376.56	842.60	509.19	538.16	548.70
资产减值损失	(10.26)	0.00	25.00	25.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	648.80	16.79	15.00	20.00	20.00
其他	(1,281.88)	12.32	(30.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	1,830.30	6,300.64	(688.30)	433.97	6,740.48
营业外收入	90.14	120.13	120.00	120.00	130.00
营业外支出	216.11	430.16	125.00	130.00	120.00
利润总额	1,704.33	5,990.62	(693.30)	423.97	6,750.48
所得税	11.31	26.35	(1.04)	0.42	13.50
净利润	1,693.02	5,964.28	(692.26)	423.55	6,736.98
少数股东损益	45.97	220.14	(2.77)	1.10	26.95
归属于母公司净利润	1,647.05	5,744.14	(689.49)	422.44	6,710.03
每股收益(元)	0.52	1.82	(0.22)	0.13	2.13

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	10.87%	100.53%	18.95%	21.02%	26.56%
营业利润	609.92%	244.24%	-110.92%	-163.05%	1453.22%
归属于母公司净利润	751.53%	248.75%	-112.00%	161.27%	1488.38%
获利能力					
毛利率	15.74%	22.35%	6.91%	8.98%	15.79%
净利率	6.72%	11.68%	-1.18%	0.60%	7.49%
ROE	17.53%	24.70%	-3.03%	1.38%	19.05%
ROIC	17.90%	66.64%	-0.93%	4.78%	21.97%
偿债能力					
资产负债率	67.65%	58.56%	57.11%	50.41%	52.46%
净负债率	66.99%	23.36%	28.65%	38.54%	27.58%
流动比率	0.66	1.22	0.87	1.02	0.90
速动比率	0.35	0.70	0.34	0.27	0.31
营运能力					
应收账款周转率	68.12	197.17	58.06	40.00	40.00
存货周转率	5.23	5.29	4.30	4.39	4.50
总资产周转率	0.94	1.09	1.01	1.18	1.27
每股指标(元)					
每股收益	0.52	1.82	-0.22	0.13	2.13
每股经营现金流	1.25	1.45	1.96	-1.66	3.41
每股净资产	2.98	7.39	7.22	9.70	11.19
估值比率					
市盈率	20.45	5.86	-48.86	79.74	5.02
市净率	3.59	1.45	1.48	1.10	0.96
EV/EBITDA	11.55	4.96	36.07	15.01	3.65
EV/EBIT	15.66	6.31	-174.59	37.30	4.54

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com