

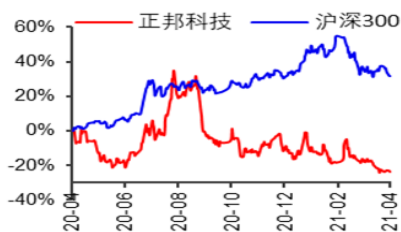
猪价下跌、母猪淘汰致业绩下滑，成本拐点已现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-4-14

收盘价(元)	14.88
近12个月最高/最低(元)	26.68/14.55
总股本(百万股)	3,149.02
流通股本(百万股)	2,303.67
流通股比例(%)	73.2
总市值(亿元)	469
流通市值(亿元)	343

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

- 《正邦科技(002157)：业绩预告超预期，生猪养殖各项指标持续改善》2020-10-12
- 《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
- 《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

主要观点：

● 猪价下跌、淘汰低效母猪致2021Q1业绩同比下降66.3%-77.4%。

公司公布2020年业绩快报和2021年一季度业绩预告：2020年公司实现收入491亿元，同比增长100.3%，归母净利润57.62亿元，同比增长249.8%；2021Q1公司实现归母净利润2.05亿元-3.05亿元，同比下降66.3%-77.4%。Q1业绩下降原因：①猪价同比大幅下降，2021年1-3月公司育肥猪出栏价格分别为32.65元/公斤、25.51元/公斤、24.86元/公斤，而2020年1-3月出栏价格分别为33.82元/公斤、37.02元/公斤、34.9元/公斤；②公司淘汰低效能繁母猪35万头。

● Q2生猪出栏环比或明显改善，生猪养殖完全成本有望稳步下行。

2021Q1公司生猪出栏量258万头，其中，3月生猪出栏量103.8万头，明显高于1-2月75万头左右月均出栏量，产能已开始逐步释放，2021Q2生猪出栏量环比有望明显改善。根据我们测算，2021Q1公司生猪养殖完全成本在21-22元/公斤，考虑到低效能繁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稳步下行。

● 投资建议

预计2020-2022年公司生猪出栏量956万头、2000万头、3000万头，出栏育肥猪均价32元/公斤、25元/公斤、20元/公斤，对应归母净利润61.1亿元、92.01亿元、69.76亿元，同比分别增长270.9%、50.6%、-24.2%，对应EPS1.94元、2.92元、2.22元。生猪板块在盈利高点PE达到8-10倍，我们给予公司2021年8倍PE，合理估值23.36元，维持“买入”评级不变。

● 风险提示

疫情；猪价大跌。

● 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	48497	73068	85372
收入同比(%)	10.9%	97.8%	50.7%	16.8%
归属母公司净利润	1647	6110	9201	6976
净利润同比(%)	751.5%	270.9%	50.6%	-24.2%
毛利率(%)	15.7%	24.8%	21.4%	14.1%
ROE(%)	17.5%	35.9%	33.2%	20.1%
每股收益(元)	0.52	1.94	2.92	2.22
P/E	30.97	8.78	5.83	7.69
P/B	5.43	3.16	1.94	1.55
EV/EBITDA	17.33	5.57	3.48	4.71

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	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10747	25846	46070	56964	营业收入	24518	48497	73068	85372
现金	2955	11874	24386	29745	营业成本	20658	36485	57436	73309
应收账款	211	417	628	734	营业税金及附加	40	79	119	139
其他应收款	1170	2314	3486	4073	销售费用	647	647	711	782
预付账款	905	1597	2515	3210	管理费用	1215	2667	2801	2941
存货	5138	9074	14284	18232	财务费用	377	493	686	670
其他流动资产	369	570	770	971	资产减值损失	-10	-1500	-1500	0
非流动资产	20085	22785	25485	28185	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	122	122	122	122	投资净收益	649	0	0	0
固定资产	9895	11395	12895	14395	营业利润	1830	6322	9521	7218
无形资产	346	346	346	346	营业外收入	90	0	0	0
其他非流动资产	9722	10922	12122	13322	营业外支出	216	0	0	0
资产总计	30832	48631	71555	85150	利润总额	1704	6322	9521	7218
流动负债	16243	23261	34227	40652	所得税	11	42	63	48
短期借款	4498	10498	15498	17498	净利润	1693	6280	9458	7170
应付账款	1657	2999	4721	6025	少数股东损益	46	171	257	195
其他流动负债	10088	9764	14008	17128	归属母公司净利润	1647	6110	9201	6976
非流动负债	4615	7615	8615	8615	EBITDA	2676	8713	12054	8209
长期借款	2324	3824	4824	4824	EPS (元)	0.65	2.42	3.64	2.76
其他非流动负债	2291	3791	3791	3791					
负债合计	20858	30876	42842	49267					
少数股东权益	581	752	1009	1203	主要财务比率				
股本	2450	2450	2450	2450	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	3469	3469	3469	3469	成长能力				
留存收益	3474	11084	21785	28760	营业收入	10.9%	97.8%	50.7%	16.8%
归属母公司股东权	9393	17003	27704	34680	营业利润	609.9%	245.4%	50.6%	-24.2%
负债和股东权益	30832	48631	71555	85150	归属于母公司净利	751.5%	270.9%	50.6%	-24.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	15.7%	24.8%	21.4%	14.1%
					净利率 (%)	6.7%	12.6%	12.6%	8.2%
					ROE (%)	17.5%	35.9%	33.2%	20.1%
					ROIC (%)	7.9%	22.4%	21.5%	12.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	67.6%	63.5%	59.9%	57.9%
					净负债比率 (%)	209.1%	173.9%	149.2%	137.3%
					流动比率	0.66	1.11	1.35	1.40
					速动比率	0.29	0.65	0.86	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	1.00	1.02	1.00
					应收账款周转率	116.32	116.32	116.32	116.32
					应付账款周转率	12.47	12.17	12.17	12.17
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.52	1.94	2.92	2.22
					每股经营现金流	1.25	1.16	3.35	2.39
					每股净资产	2.98	5.40	8.80	11.01
					估值比率				
					P/E	30.97	8.78	5.83	7.69
					P/B	5.43	3.16	1.94	1.55
					EV/EBITDA	17.33	5.57	3.48	4.71

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取任何形式的补偿, 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。