

正邦科技（002157）：走出低谷 风雨中继续前行 中性（下调）

农业行业

当前股价：10.03 元

报告日期：2009 年 4 月 19 日

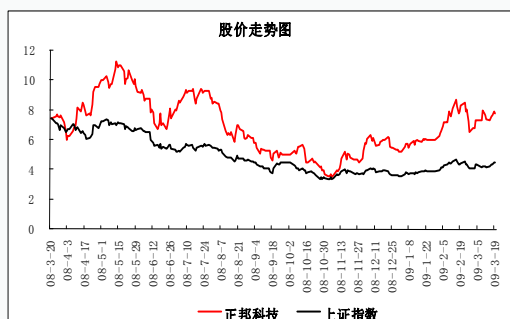
主要财务指标（单位：万元）

	2007	2008	2009A	2010E
营业收入	163,114	269,637	386,457	481,021
(+/-)	45.99%	65.31%	43.32%	24.47%
营业利润	4,491	5,153	9,457	15,508
(+/-)	15.11%	14.75%	83.51%	63.99%
归属于母公司的净利润	3,165	3,316	5,825	9,553
(+/-)	8.87%	4.78%	75.66%	63.99%
每股收益（元）	0.14	0.15	0.26	0.42
市盈率（倍）	68	65	39	24

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	22,589/9,530
非限售流通市值（亿元）	9.09
每股净资产（元）	1.68
资产负债率（%）	51.94

股价表现（最近一年）



联系人—天相农业组

021-58824282-823 yef@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008年报显示，公司全年实现营业收入26.96亿元，同比增长65.31%；营业利润5153万元，同比增长14.75%；归属母公司所有者的净利润3316万元，同比增长4.78%；实现全面摊薄后的每股收益0.15元；分配预案每10股派0.6元（含税）。
- 2009年一季度报显示，公司实现营业收入5.25亿元，同比增长7.32%；营业利润1768万元，同比增长3.2%；归属母公司所有者的净利润1229万元，同比增长9.44%；实现每股收益0.05元。
- **08年增收不增利。**08年公司业绩大幅增长主要系：1）08年饲料原料大幅上涨，带动饲料价格也大幅提升，同时受到去年上半年养殖业景气影响，全年生猪存栏量处于高位运行，带动饲料销量大幅上升，去年全国饲料产量1.37亿吨，同比增长10.83%，公司饲料销量大幅增长33.6%；2）全年公司生猪和仔猪业务呈现出价量齐升的态势。净利润增速大幅低于全年收入增速的原因在于，受到去年上半年豆粕等饲料原料价格飙升，以及自4月份开始生猪价格一路下滑的影响，公司饲料业务和养殖业务的毛利率分别下降了1.33和12.2个百分点，导致综合毛利率下降1.6个百分点，至7.01%。因此，公司08年呈现出增收不增利的态势。
- **第四季度亏损，第一季度反弹，最坏时期或已过去。**从分季度情况看，去年第四季度受到经济下滑影响，生猪价格的大幅下跌，又由于公司消耗前期储存的高价饲料，公司第四季度综合毛利率仅为5.8%，导致公司利润出现亏损。第一季度公司毛利率大幅的回升至11%，这主要是由于饲料行业景气度有了明显的改善，一方面一季度生猪存栏量处于高位，饲料需求依然保持旺盛态势，饲料价格缓慢上行；另一方面，一些饲料原料如豆粕受到金融危机的影响，价格大幅下滑，从而减轻了饲料企业的成本压力。
- **下游成公司发展重点，增长可期。**从业务结构来说，目前公司的收入和利润来源主要还是来自于饲料业务，饲料业务收入和利润占比分别达到93.98%和83.89%。我们认为，从公司的发展战略来看，后续公司将侧重于仔猪与生猪养殖业务以及更下游的肉制品加工业务，打造“饲料+养殖+肉制品加工”的产业链，未来这两块业务的收入和利润占比都将有大幅度的提高。从募集项目来看，公司的三个仔猪项目和



一个饲料项目将在 09 年年中投产，届时两大业务的收入可望得到大幅的提升。公司刚通过增资扩股方式取得江门得宝集团 49.5% 的股权，按预计公司将很可能在 09 年获得 990 万元的投资收益。我们不排除后续公司继续通过扩股或受让方式收购得宝集团的可能，届时并表后，公司又将新增饲料销售 60 万吨以上，饲料业务将产能将进一步扩大。

- **09年风雨中前行。**从08年年度看，饲料行业基本处于增收不增利的状态，主要是上游原料价格一直处于高位，但从08年底，这个局势开始得到完全的转变，这可以从一季度公司的毛利率得到证明。从周期的角度来看，我们认为，目前饲料行业正处于景气度的高点。但一季度以来生猪价格一直萎靡不振，严重打击了猪农的养殖积极性，我们预期饲料行业需求可能会在未来一季度内有体现出疲软，而价格也将随之滑落，因此我们判断饲料行业的景气度的转折点可能会在2、3季度出现。由于08年1、2季度猪农母猪补栏积极性的大幅提高，今年一季度的生猪供给居高不下，我们预计这样的状况将会维持到2季度末，而生猪价格的反弹也很可能要到下半年才能反弹，因此，我们预期全年公司生猪业务的毛利率很难恢复到07年24%的水平。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司09-10年EPS为0.26元和0.42元，按照上个交易日收盘价10.03元计算，对应的动态市盈率为39X和24X，鉴于公司饲料行业景气度可能在第二季度下滑以及生猪价格反弹存在诸多的不确定性，阶段性下调公司的投资评级为“中性”。
- **风险提示。**（1）生猪价格继续大幅下跌风险；（2）饲料价格大幅下跌风险；（3）大盘下跌风险。

图表 正邦科技（002157）盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008	2009E	2010E
营业收入	163,114	269,637	386,457	481,021
增长率	45.99%	65.31%	43.32%	24.47%
减：营业成本	149,076	250,749	356,032	438,476
综合毛利率	8.61%	7.01%	7.87%	8.84%
营业税金及附加	0	7	12	14
销售费用	5,156	6,310	8,889	12,026
管理费用	3,222	5,201	8,116	10,582
财务费用	1,187	1,902	3,853	4,315
资产减值损失	-18	171	100	100
投资收益	0	-143	0	0
营业利润	4,491	5,153	9,457	15,508
加：营业外收入	334	820	200	200
减：营业外支出	72	618	200	200
利润总额	4,752	5,355	9,457	15,508
减：所得税费用	585	472	1,891	3,102
净利润	4,167	4,883	7,565	12,407
归属母公司所有者的净利润	3,165	3,316	5,825	9,553
增长率	8.87%	4.78%	75.66%	63.99%
少数股东损益	1,002	1,567	1,740	2,854
每股收益	0.14	0.15	0.26	0.42
市盈率	68	65	39	24

资料来源：公司公告、天相投资分析系统

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002