

正邦科技 (002157)

三大理由不变，猪价上涨首选

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
S0880206080312

本报告导读：

正邦三季报低于预期主要原因是饲料盈利平平。行业景气向上、规模扩张、估值偏低使正邦成为猪价上涨首选标的，今年业绩预测 0.40/0.68 元，目标价 24.15 元，增持。
投资要点：

- **第三季度业绩低于预期。**正邦科技 2010 年前三季度营业收入 49.70，增加 63.6%；净利润 5156 万元，增长 7.3%，EPS 为 0.191 元。其中第三季度净利润 1832 万元，增长 0.5%。
- **毛利率、费用率双双上升。**前三季度综合毛利率 7.5%，同比略升 0.1 个百分点，第三季度毛利率达到 7.8%。前三季度高三项费用率 5.9%，同比提高 0.5 个百分点，其中第三季度三项费用率 5.7%。
- **养殖盈利较好，饲料盈利平平。**最新生猪收购均价 13.44 元，头猪盈利约为 250 元，三季度业绩主要来自养殖；饲料业务盈利平平，三季度以来豆粕价格上涨超过 20%，对饲料盈利的恢复造成一定影响，也是拖累业绩低于预期的主因。
- **猪价仍将上涨。**最近两周生猪收购价已经突破 13 元/公斤，价格最高的省份已经超过 14 元。我们仍然维持猪价将涨至 15 元以上、粮价温和上涨的预期，养殖、饲料行业景气将继续好转。
- **维持增持评级，目标价 24.15 元。**行业景气向上、规模快速、估值相对较低是我们推荐正邦科技的主要理由，现在来看并没有发生变化，我们调整 2010-12 年 EPS 为 0.40/0.68/0.87 元，维持增持评级，目标价 24.15 元。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：24.15

上次预测：24.15

当前价格：18.88

2010.11.03

交易数据

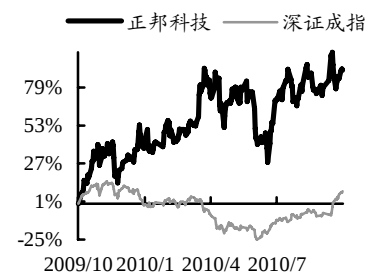
52 周内股价区间 (元)	9.00-19.17
总市值 (百万元)	5,006
总股本/流通 A 股 (百万股)	269/129
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	48%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	70

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	910
每股净资产	3.38
市净率	5.5
净负债率	101%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.046	0.051
Q2	0.065	0.073
Q3	0.068	0.068
Q4	0.021	0.208
全年	0.199	0.399

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	16%	99%
相对指数	-8%	-8%	88%

相关报告

公司调研报告：《猪价上涨首选标的》

2010.09.27

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,696	4,459	6,465	8,762	11,798
(+/-)%	65.3%	65.4%	45.0%	35.5%	34.6%
经营利润 (EBIT)	71	95	161	252	334
(+/-)%	24.3%	34.3%	70.5%	55.9%	32.9%
净利润	33	54	107	183	235
(+/-)%	4.8%	62.0%	100.1%	70.2%	28.2%
每股净收益 (元)	0.12	0.20	0.40	0.68	0.87
每股股利 (元)	0.05	0.00	0.08	0.14	0.17

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	2.6%	2.1%	2.5%	2.9%	2.8%
净资产收益率(%)	8.7%	12.8%	11.4%	16.8%	18.4%
投入资本回报率(%)	11.7%	6.0%	8.5%	11.0%	12.3%
EV/EBITDA	16.1	10.3	6.2	4.3	3.4
市盈率	153.4	94.7	47.3	27.8	21.7
股息率 (%)	0.3%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2010.11.03

股票研究

必需消费

农业

正邦科技 (002157)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.15

上次预测: 24.15

当前价格: 18.58

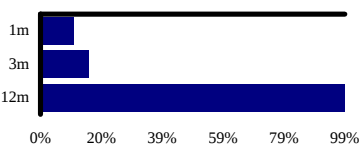
公司网址

www.zhengbang.com

公司简介

公司是一家以农业为基础、在农业产业化领域内不断进行产业拓展经营的农牧企业。公司主营业务是饲料的生产和销售及养殖、良种繁育。饲料以猪禽饲料为主,水产饲料为补充;养殖、良种繁育包括畜禽及水产品育种、养殖。公司主要产品按用途分为猪饲料、禽饲料、水产饲料、其他料等,按成分分为添加剂预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料。公司的销售方式以经销为主,直销为辅,销售网络遍布全国 20 多个省、市、自治区,在饲料行业已形成“正邦”系列品牌。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

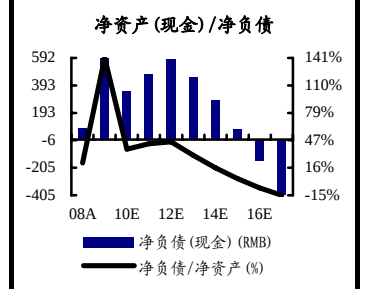
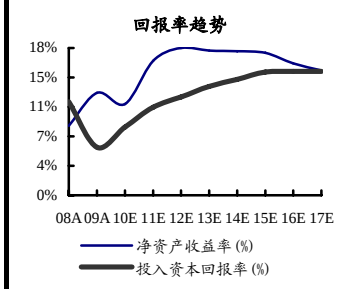
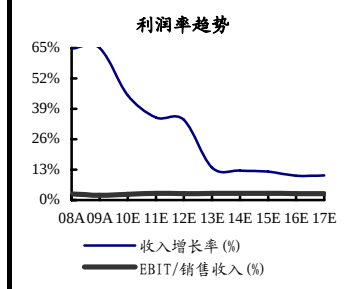
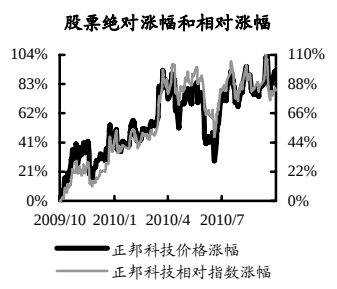
9.00-19.17

市值 (百万)

5,006

财务预测 (单位: 百万元)

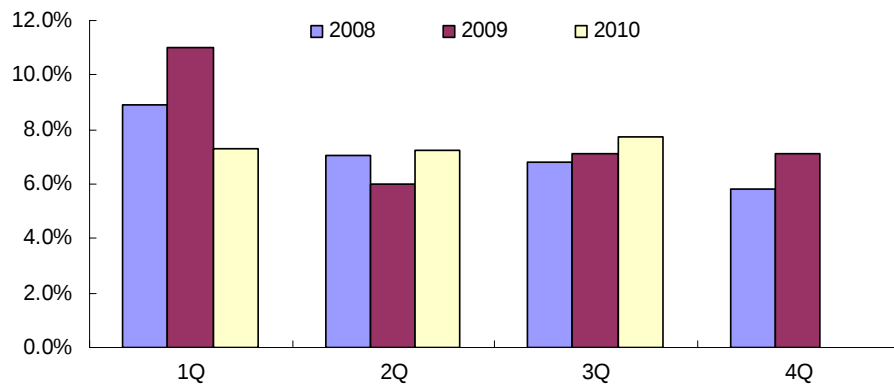
损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,696	4,459	6,465	8,762	11,798	13,439	15,145	17,006	18,788	20,781
营业成本	2,507	4,134	5,970	8,072	10,867	12,366	13,935	15,646	17,308	19,168
营业税费	0	0	1	1	1	1	1	1	2	2
销售费用	63	120	172	219	295	336	379	425	470	520
管理费用	52	107	162	219	301	343	386	434	479	530
财务费用	19	31	46	45	56	72	72	70	69	68
公允价值变动	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
投资净收益	-1	0	-	-	-	-	-	-	-	-
营业利润	52	64	115	207	278	321	372	430	460	494
利润总额	54	77	133	229	293	338	392	452	485	521
所得税	5	15	20	34	44	51	59	68	73	78
少数股东损益	16	9	6	11	15	17	20	23	24	26
净利润	33	54	107	183	235	271	314	362	388	417
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	214	137	378	438	590	722	891	1,094	1,332	1,580
其他流动资产	335	890	1,283	1,734	2,332	2,654	2,990	3,356	3,711	4,109
长期投资	0	10	10	10	10	10	10	10	10	10
固定资产合计	321	613	687	747	775	743	703	658	606	549
无形及其他资产	35	134	143	149	152	153	154	153	151	148
资产合计	928	1,822	2,565	3,156	3,942	4,365	4,832	5,355	5,896	6,481
流动负债	438	775	964	1,365	1,914	2,069	2,230	2,406	2,577	2,769
非流动负债	44	396	396	396	396	396	396	396	396	396
股东权益	380	420	944	1,091	1,279	1,495	1,746	2,035	2,345	2,679
投入资本(IC)	551	1,283	1,610	1,941	2,309	2,457	2,606	2,764	2,908	3,069
现金流量表										
NOPLAT	64	76	137	214	284	334	377	425	450	477
折旧与摊销	24	54	87	106	121	131	138	144	150	156
营运流动资金增量	-67	326	219	251	333	179	187	204	197	221
资本支出	-183	-466	-175	-158	-126	-72	-71	-71	-71	-71
自由现金流	-161	-10	267	413	612	572	631	702	727	783
营运现金流	133	-223	46	116	120	330	375	416	456	469
投资现金流	-160	-354	-175	-158	-126	-72	-71	-71	-71	-71
融资现金流	66	489	370	103	157	-127	-134	-143	-147	-151
现金流净增加额	39	-88	241	61	152	132	170	203	238	248
财务指标										
成长性										
收入增长率	65.3%	65.4%	45.0%	35.5%	34.6%	13.9%	12.7%	12.3%	10.5%	10.6%
EBIT 增长率	24.3%	34.3%	70.5%	55.9%	32.9%	17.5%	12.9%	12.7%	5.8%	6.0%
净利润增长率	4.8%	62.0%	100.1%	70.2%	28.2%	15.3%	15.9%	15.3%	7.2%	7.4%
利润率										
毛利率	7.0%	7.3%	7.7%	7.9%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%	7.9%	7.8%
EBIT 率	2.6%	2.1%	2.5%	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%
净利润率	1.2%	1.2%	1.7%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%
收益率										
净资产收益率(ROE)	8.7%	12.8%	11.4%	16.8%	18.4%	18.1%	18.0%	17.8%	16.5%	15.6%
总资产收益率(ROA)	3.6%	2.9%	4.2%	5.8%	6.0%	6.2%	6.5%	6.8%	6.6%	6.4%
投入资本回报率(ROIC)	11.7%	6.0%	8.5%	11.0%	12.3%	13.6%	14.5%	15.4%	15.5%	15.5%
运营能力										
存货周转天数	38	34	40	41	41	44	45	45	45	45
应收账款周转天数	5	9	12	13	13	14	14	14	14	14
总资产周转天数	117	113	124	119	110	113	111	109	109	109
净利润现金含量	4.0	-4.1	0.4	0.6	0.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
资本支出/收入	6.1%	7.7%	2.7%	1.8%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
偿债能力										
资产负债率	51.9%	64.3%	53.5%	56.8%	60.0%	58.2%	56.2%	54.3%	52.5%	50.9%
净负债率	21.8%	140.9%	37.2%	43.6%	45.7%	30.3%	16.2%	3.9%	-6.7%	-15.1%
估值比率										
PE	160.7	153.4	94.7	47.3	27.8	21.7	18.8	16.2	14.1	13.1
PB	14.6	13.4	12.1	5.4	4.7	4.0	3.4	2.9	2.5	2.2
P/S	0.9	1.6	1.0	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	20.8	16.1	10.3	6.2	4.3	3.4	2.9	2.6	2.4	2.2
股息率	0.0%	0.3%	0.0%	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%



正邦科技利润简表

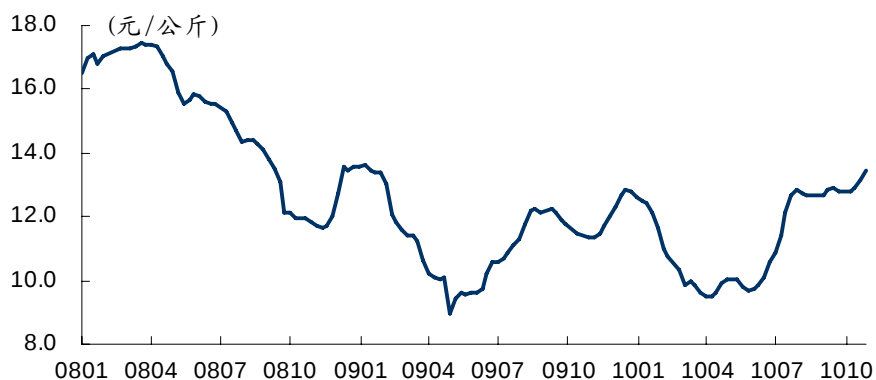
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10
营业收入	525	1,214	1,298	1,421	1,366	1,584	2,020
YoY	7.3%	63.5%	76.0%	95.4%	160.2%	30.5%	55.7%
营业成本	467	1,141	1,205	1,321	1,266	1,470	1,863
毛利率	11.0%	6.0%	7.1%	7.1%	7.3%	7.2%	7.8%
销售费用	19.8	28.3	34.6	37.0	37.3	41.8	53.0
管理费用	14.3	22.6	26.0	43.8	35.4	41.6	43.9
财务费用	6.2	4.3	9.0	11.1	12.9	7.4	17.6
三项费用率	7.7%	4.5%	5.4%	6.5%	6.3%	5.7%	5.7%
净利润	12.3	17.5	18.2	5.7	13.7	19.6	18.3
YoY	9.4%	6.7%	63.1%	-199.7%	11.3%	11.5%	0.5%
净利润率	2.3%	1.4%	1.4%	0.4%	1.0%	1.2%	0.9%

图 1: 正邦科技单季度毛利率



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券

图 2: 全国生猪收购均价



数据来源: 农业部, 国泰君安证券

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		