

饲料 II

正邦科技 (002157. SZ) / 16.37 元

鸭苗、鸡苗业务快速增长，业绩贡献或超预期

事项

近期，华创证券农林牧渔研究员与正邦科技下属和康源公司高层进行了交流

主要观点

- 一、行情反弹与疫病等因素促使鸭苗价格大幅飙升
- 二、预计 2011 年鸭苗价格仍将维持相对高位
- 三、公司下属和康源公司鸭苗、鸡苗销量集中爆发
- 四、10 年鸭苗、鸡苗业务贡献净利 4000 万元，未来成长值得期待
- 五、估值与盈利预测：

考虑到未来 1—2 年内，养殖行情处于景气周期的可能性较大，并带动饲料需求旺盛和生猪养殖盈利抬升，公司生猪、饲料业务进入战略性扩张收益期，且孙公司和康源禽苗业务正迎来集中爆发期，我们维持公司 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为：0.34 元、0.63 元和 0.75 元。维持“推荐”评级。

风险提示：

鸭、鸡苗价格波动风险、疫病风险。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：黄峰 盛夏
Tel: 010-59370887
Email: shengxia@hczq.com

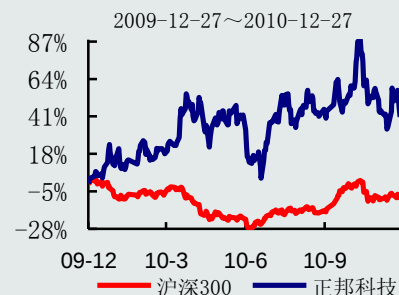
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	26941
流通 A 股/B 股(万股)	12880/0
资产负债率(%)	64.28
每股净资产(元)	1.86
市盈率(倍)	82.09
市净率(倍)	8.80
12 个月内最高/最低价	22.2/11.52

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《生猪养殖快速扩张，带来业绩高增长预期》
2010-11-01

一、行情反弹与疫病等因素促使鸭苗价格大幅飙升

- 7 月份以来，鸭苗价格疯狂暴涨，10月一度跃升至9 元/羽。

● 造成暴涨情况的最根本原因在于肉鸭养殖的快速扩张与下游鸭肉消费的不稳定的周期性失衡。2006—07年禽流感后，鸭肉消费急剧扩增，并由此带动鸭苗价格超过7元/羽，暴利导致鸭苗企业大幅提高种鸭养殖规模，但是鸭肉消费却在2007年遭遇滑铁卢，供需失衡在2007年下半年开始显现：鸭苗供应量远大于需求量，很多鸭苗出雏后根本卖不出去，直接致使鸭苗直线下降，2008—2009年行业平均每羽鸭苗赔钱0.5—0.7元，种鸭每羽赔钱100元左右。

从2009年开始，实力较差的鸭苗企业的纷纷开始淘汰种鸭。与此同时，2010年年初，南方诸省发生洪涝灾害导致很多种鸭场被淹，毁灭性的损失造成了现在南方的鸭苗根本不能来到北方，致使鸭苗供应量急剧下降。6月份以来，疾病大规模开始爆发（目前仍不清楚其疾病类型），致使种鸭产蛋率下降，山东地区下降幅度甚至超过30%，则大幅加剧了这种下降趋势。

而下游需求低迷行情，在猪肉、鸡肉价格上涨带动下，从6月份开始出现反弹，肉鸭产品价格直线上升，每吨上涨1000—1500元，屠宰厂形势一片大好，利润相当可观，开始大量发放合同，造成鸭苗远远供不应求。

- 2009年我国鸭存栏约在10.96亿羽左右，全年鸭出栏约35.2亿（其中樱桃谷鸭20.6亿羽、番鸭半番鸭2亿羽、其他12.6亿羽）。我们粗略估计，2010年我国肉鸭出栏量将不足25亿羽，同比下降30%。

二、预计 2011 年鸭苗价格仍将维持相对高位

- 截至12月24日，鸭苗价格已经回落到5.7—5.8元/羽，较最高点下降30%。
- 我们认为后期在供应周期与需求拉动下回落幅度将有限，预计 2011 年均价在 3.5—4 元/羽左右。相对鸡肉的大众化消费属性，鸭肉消费未来将更倾向于休闲食品类型（如武汉鸭脖子、周黑鸭等），在消费景气背景下，鸭肉消费增速将显著高于鸡肉。而且按照种鸭到商品代鸭苗的养殖周期，即是目前开始补栏，仍需要到明年 7 月份开始出商品代鸭苗。

三、公司下属和康源公司鸭苗、鸡苗销量集中爆发

- 公司鸭苗、鸡苗业务主要通过下属山东和康源公司平台运作。和康源是由正邦科技子公司江西正邦养殖有限公司（正邦科技持有 91.74%的股份）与自然人孟庆利、王胜于2009年4月合资成立的子公司，目前注册资本为4000万元，股权结构为正邦养殖持股50%，孟庆利持股40%，王胜持股10%，业务涉及饲料生产、鸡苗、鸭苗和猪苗等，总经理为孟庆利。

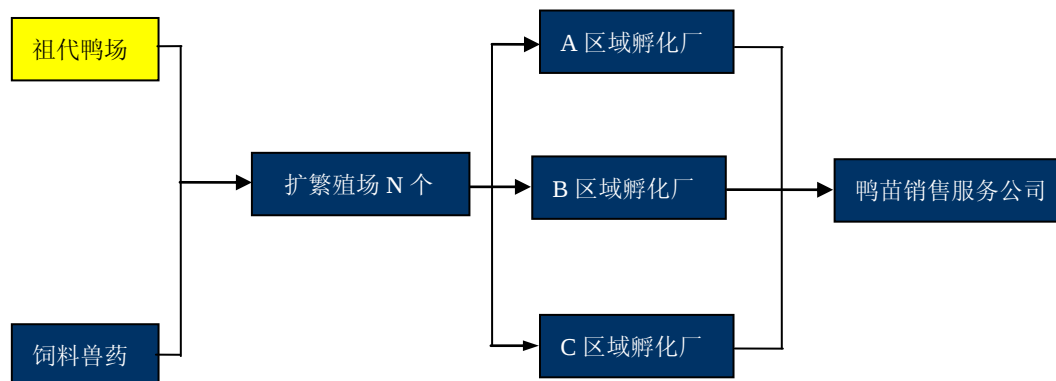
- 其中孟庆利原为山东六和集团养殖事业部总经理，王胜亦为六和集团养殖事业部原高管。六和集团为我国最大的鸭苗、鸡苗生产企业之一，2009年祖代种鸭存栏500单元，父母代种鸡存栏200万套。

- 目前和康源公司拥有分公司27家：其中饲料企业16家，产品包括鱼料、肉鸡料、肉鸭料、蛋鸡料、蛋鸭料、猪料、浓缩料、预混料等五大系列；种鸡、种鸭、种猪养殖企业6家。种鸭事业部现有纯种樱桃谷种鸭40万单元；种鸡事业部存栏纯种罗斯308种鸡30万套；

种猪事业部现有种猪场两个，存栏杜洛克、大白、长白等纯种母猪2800头。

- 和康源公司鸭苗养殖模式为：引进国外种鸭优良基因和选育国内优良品种结合的育种模式，采取集中区域育种，孵化按销售区域布点。

图表 1： 和康源种鸭商业模式



资料来源：华创证券

- 我们预计和康源公司2010年各业务产出规模分别为：饲料产量50万吨，鸡苗3000万羽，鸭苗5000万羽、仔猪5.6万头。

四、10 年鸭苗、鸡苗业务贡献净利 4000 万元，未来成长值得期待

- 我们测算目前和康源公司鸭苗成本约为 2.0-2.1 元/羽，鸡苗成本约为 2.1—2.2 元/羽，2010 年鸭苗销售均价约在 3.5 元/羽，鸡苗销售均价约为 2.5 元/羽左右。照此估计，和康源公司仅鸭苗、鸡苗部分 2010 年盈利将超过 8000 万元。按照持股 50%比例折算，鸭苗、鸡苗业务预计将为正邦科技贡献净利 4000 万元。

- 鉴于公司总经理孟庆利及王胜的专家身份和公司成立以来的快速发展，未来和康源公司鸡苗、鸭苗、猪苗等业务成长值得期待。

五、盈利预测与投资评级：维持“推荐”评级

考虑到未来1—2年内，养殖行情处于景气周期的可能性较大，并带动饲料需求旺盛和生猪养殖盈利抬升，公司生猪、饲料业务进入战略性扩张收益期，且孙公司和康源禽苗业务正迎来集中爆发期，我们维持公司2010、2011和2012年EPS分别为：0.34元、0.63元和0.75元。

附表：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1026	1301	1579	1774
现金	137	384	454	484
应收账款	39	65	84	99
其它应收款	141	134	178	209
预付账款	167	186	204	230
存货	536	526	653	747
其他	6	6	6	6
非流动资产	796	899	1038	1193
长期投资	10	11	11	11
固定资产	512	699	857	989
无形资产	95	132	157	177
其他	178	57	13	17
资产总计	1822	2200	2617	2967
流动负债	775	534	666	763
短期借款	349	0	0	0
应付账款	209	362	459	520
其他	216	172	207	243
非流动负债	396	472	566	591
长期借款	380	460	554	579
其他	17	12	12	12
负债合计	1171	1005	1231	1354
少数股东权益	230	248	269	294
股本	226	269	269	269
资本公积金	26	417	417	417
留存收益	169	260	430	633
归属母公司股东权益	420	946	1116	1319
负债和股东权益	1822	2200	2617	2967

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-223	294	249	326
净利润	62	110	191	228
折旧摊销	54	67	94	123
财务费用	31	40	45	47
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-367	80	-81	-72
其它	-2	-3	0	0
投资活动现金流	-354	-167	-228	-274
资本支出	343	145	197	242
长期投资	-35	0	0	0
其他	-46	-22	-31	-31
筹资活动现金流	489	120	49	-22
短期借款	83	-349	0	0
长期借款	350	80	94	25
普通股增加	0	44	0	0
资本公积增加	0	391	0	0
其他	56	-44	-45	-47
现金净增加额	-88	247	70	31

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4459	6705	8910	10425
营业成本	4134	6193	8167	9575
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	120	201	258	292
管理费用	107	161	205	229
财务费用	31	40	45	47
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	64	110	234	281
营业外收入	19	30	8	7
营业外支出	6	3	4	3
利润总额	77	137	238	285
所得税	15	27	48	57
净利润	62	110	191	228
少数股东损益	9	18	21	25
归属母公司净利润	54	92	170	203
EBITDA	148	217	373	451
EPS（元）	0.24	0.34	0.63	0.75

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	65.4%	50.4%	32.9%	17.0%
营业利润	24.7%	71.3%	112.9%	20.1%
归属母公司净利润	62.0%	70.5%	85.1%	19.8%
获利能力				
毛利率	7.3%	7.6%	8.3%	8.2%
净利率	1.2%	1.4%	1.9%	1.9%
ROE	12.8%	9.7%	15.2%	15.4%
ROIC	6.1%	9.4%	14.9%	15.2%
偿债能力				
资产负债率	64.3%	45.7%	47.1%	45.6%
净负债比率	62.24%	45.71%	44.95%	42.73%
流动比率	1.32	2.44	2.37	2.32
速动比率	0.63	1.45	1.39	1.35
营运能力				
总资产周转率	3.24	3.33	3.70	3.73
应收账款周转率	128	129	120	114
应付账款周转率	28.10	21.69	19.90	19.55
每股指标(元)				
每股收益	0.20	0.34	0.63	0.75
每股经营现金	-0.83	1.09	0.92	1.21
每股净资产	1.56	3.51	4.14	4.90
估值比率				
P/E	70.21	49.10	26.52	22.13
P/B	8.97	4.75	4.03	3.41
EV/EBITDA	36	24	14	12

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801