

正邦科技（002517）：饲料业务依然保持强劲增长

增持（维持）

农林牧渔

当前股价：14.35 元

报告日期：2011 年 4 月 15 日

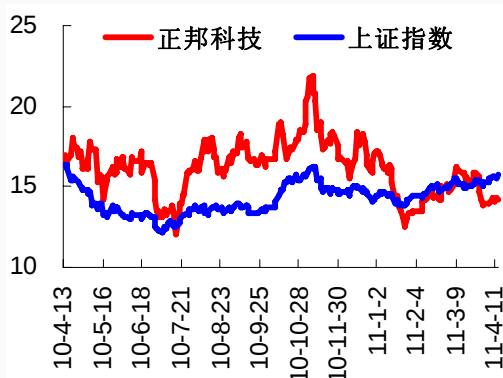
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,459	7,427	10,187	12,006
(+/-)	65.4%	66.6%	37.2%	17.9%
营业利润	64	90	118	125
(+/-)	24.7%	39.5%	31.1%	5.9%
归属母公司净利润	54	58	85	93
(+/-)	62.0%	8.0%	47.2%	8.8%
每股收益（元）	0.20	0.22	0.32	0.35
市盈率（倍）	72	67	45	42

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通 A 股（万股）	26,941/12,880
流通市值（亿元）	22.09
每股净资产（元）	3.41
资产负债率（%）	56.8

股价表现（近一年以来）

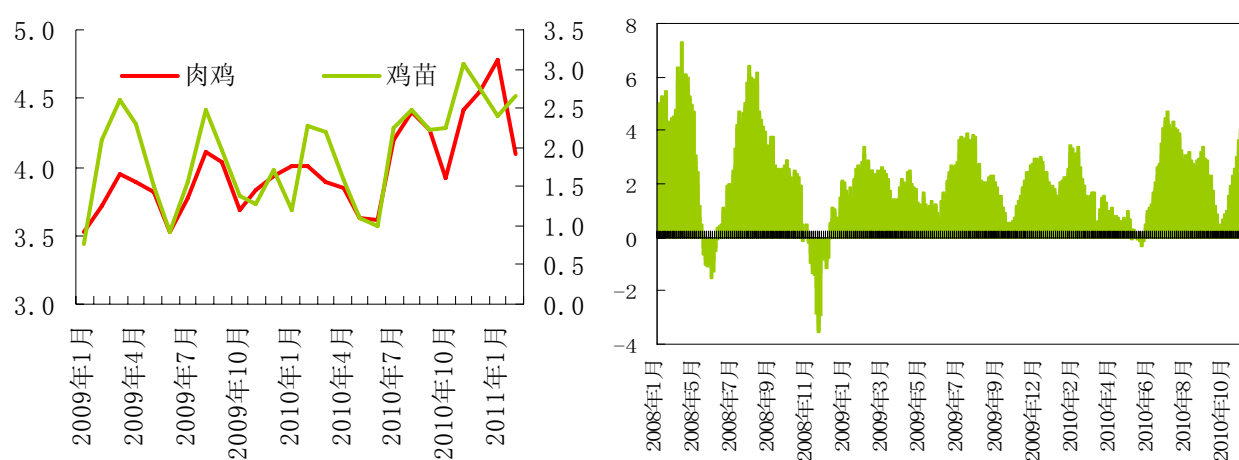


证券分析师 仇彦英
执业证书编号：A0140511010003

联系人：张小强
010-66045452 zhangxq@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

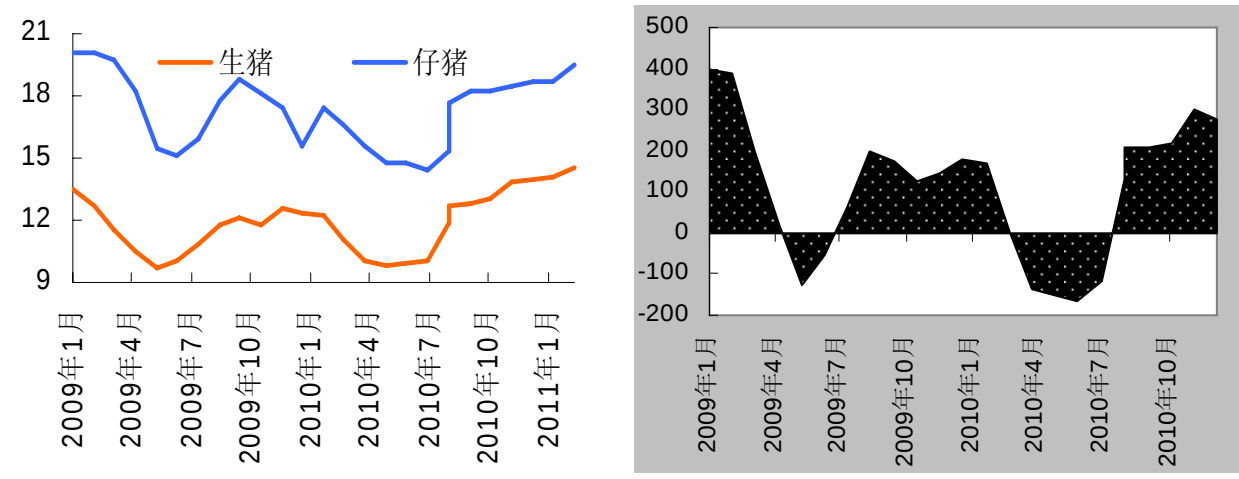
- 2010 年公司实现营业收入 74.3 亿元，同比增长 66.6%；营业利润 0.9 亿元，同比增长 39.5%；归属母公司净利润 0.6 亿元，同比增长 8.0%；全面摊薄每股收益 0.22 元。分配预案：不分红、不送配。
- 饲料业务收入依然保持强劲增长。**公司主营饲料生产及生猪养殖。报告期内，受 IPO 募投项目、增发项目逐步投产以及公司新增江门德宝、山东万兴等子公司，公司饲料产销规模不断扩大，饲料业务继续保持强劲增长，公司近三年饲料业务收入增幅均保持在 60%左右。报告期内，饲料销量 239 万吨，同比增长 56.7%（大大高于行业 5.4%增速），实现收入 64.5 亿元，同比增长 58.8%，其中饲料细分产品全价料实现收入 55.1 亿元，同比增长 74.5%；受到饲料原料玉米价格大幅上涨（同比上涨近 20%）以及饲料市场激烈竞争，饲料业务毛利率下降 1.2 个百分点至 5.34%，拖累综合毛利率下降 0.43 个百分点至 6.84%，其中，全价料产品下降 1.9 个百分点至 3.83%；由于饲料业务毛利率下降，单吨饲料毛利下降 17%至 144 元。随着饲料原料价格依旧高位运行，行业内企业间争夺市场份额压力进一步加大，预计 2011 年饲料低毛利现象将更加明显。
- 产能扩大，生猪养殖业务快速增长。**报告期内，随着生猪产能由 2009 年 28 万头左右扩大至报告期内 70 万头左右，生猪出栏量也呈现快速增长，报告期内，生猪出栏量 42 万头左右，同比增长 152%，产能利用率达 61%；生猪养殖业务实现收入 3.7 亿元，同比增长 109%；公司年报中预计随着种猪、商品猪生产基地的达产，生产性能的发展将支持 2011 年生猪出栏量增长 80%-100%，我们认为随着公司吉安、龙南分公司仔猪基地达产以及湖北沙洋猪场陆续投产，我们认为 2011 年生猪出栏量增长 80%以上完全有可能。
- “瘦肉精”事件对公司暂时构成负面影响。**河南双汇“瘦肉精”事件将打击消费者消费猪肉的信心从而造成需求低迷引发猪价普跌，进而导致生猪效益下滑，对养殖及畜禽饲料行业暂时构成负面影响。
- 盈利预测和投资评级。**预计 2011、2012 年每股收益分别为 0.32 元、0.35 元，以 2011 年 4 月 15 日收盘价 14.35 元计算，对应的动态市盈率分别为 45 倍、42 倍，考虑到公司饲料、生猪业务产能逐步释放，且 2011 年养殖行业市场形势整体将好于 2010 年，我们维持公司“增持”投资评级。

图表 1：肉鸡（元/斤）、鸡苗（元/羽）价格走势以及肉鸡养殖效益（元/羽）



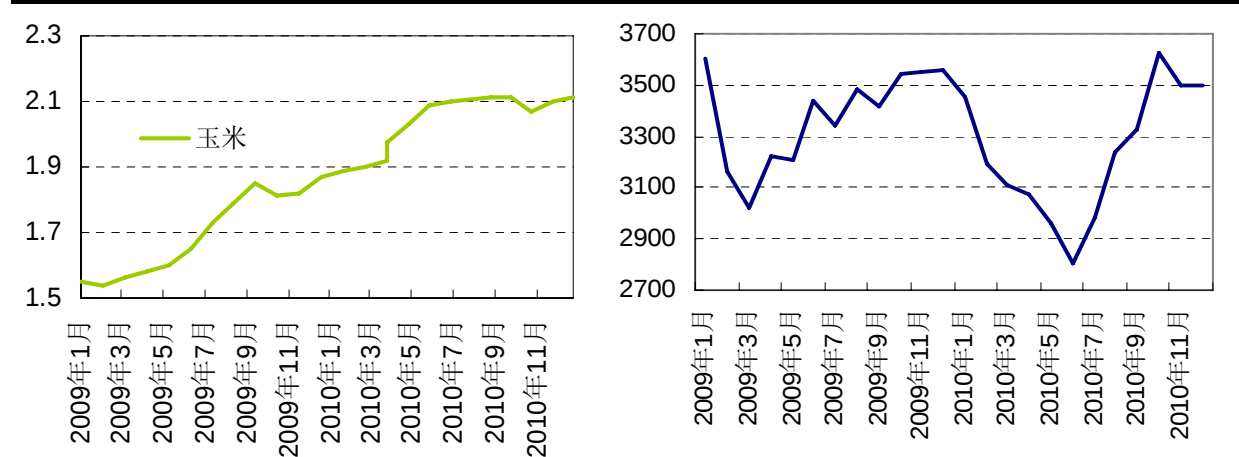
数据来源：天相投顾

图表 2：生猪、仔猪价格走势（元/千克）以及生猪养殖效益（元/头）



数据来源：天相投顾

图表 3：玉米（元/千克）、豆粕（元/吨）价格走势图



数据来源：天相投顾

图表 4：正邦科技（002517）盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	269,637	445,853	742,727	1,018,659	1,200,614
增长率 (%)	65.31%	65.35%	66.59%	37.15%	17.86%
减：营业成本	250,749	413,441	691,947	949,615	1,121,090
综合毛利率 (%)	7.01%	7.27%	6.84%	6.78%	6.62%
营业税金及附加	7	39	39	50	60
销售费用	6,310	11,971	18,835	25,670	30,015
管理费用	5,201	10,678	17,669	24,040	28,214
财务费用	1,902	3,050	5,259	7,131	8,284
期间费用率 (%)	4.97%	5.76%	5.62%	5.58%	5.54%
资产减值损失	171	250	381	400	500
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资变动净收益	-143	1	365	0	0
营业利润	5,153	6,424	8,962	11,753	12,450
增长率 (%)	14.75%	24.66%	39.51%	31.14%	5.94%
加：营业外收入	820	1,934	1,869	2,200	2,500
减：营业外支出	618	638	1,206	1,400	1,500
利润总额	5,355	7,720	9,625	12,553	13,450
减：所得税费用	472	1,495	1,626	2,008	2,152
净利润	4,883	6,225	7,999	10,544	11,298
归属母公司所有者的净利润	3,316	5,373	5,804	8,544	9,298
增长率 (%)	4.78%	62.00%	8.03%	47.21%	8.83%
少数股东损益	1,567	852	2,195	2,000	2,000
每股收益	0.12	0.20	0.22	0.32	0.35

数据来源：天相投顾，每股收益按 2010 年 12 月 31 日总股本 26,941 万股本计算

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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,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真实性、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:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040