

上调中期业绩，符合预期

公司研究简报

◆大幅上调上半年业绩，同比增长 50-70%:

公司发布 2011 年半年度业绩预告修正公告,大幅上调 11 年上半年业绩,预计归属于上市公司股东的净利润同比增长 50-70%,实现 EPS0.12-0.13 元,而一季报中预计上半年同比增长 0-30%。

◆生猪养殖带来业绩爆发:

上半年公司业绩大幅增长主要源自于生猪养殖业务带来的业绩爆发。一方面,公司经过近几年的养殖基地的建设,生猪产能逐步释放,上半年生猪出栏量实现显著提升;另一方面,二季度生猪市场价格大幅飙升,出栏生猪头均盈利出现爆发式增长,养殖盈利水平得到大幅改善。

◆生猪价格下半年高位运行,饲料业务进入景气区:

公司上调半年度业绩符合我们此前的预期,我们认为下半年养殖业务继续维持在景气高位,而饲料主业将实现放量,下半年业绩将显著高于上半年。

对于下半年猪肉市场走势,我们判断:进入七、八月份肉类消费淡季,猪肉价格可能有所回落,但幅度有限,九月份再次进入消费旺季后生猪价格有望再次攀升,并持续到 12 年春节前。由于养殖户对猪肉长期价格走向依然偏谨慎,今年能繁母猪补栏积极性恢复缓慢,因此供给端的有效放大可能比市场预期有所滞后,盈利周期的持续时间从而有望被拉长。目前,养猪头均盈利处于 700 元以上的高位,预计下半年至少能保持在 500 元以上。

随着存栏量的逐步回升,下游需求有效放大,预计三季度饲料行业将进入景气区间。我们认为,公司饲料业务下半年有望实现量价齐升,对业绩贡献更为显著。

◆盈利预测及建议:

我们预测正邦科技 11-13 年净利润分别为 1.63 亿、2.1 亿和 2.93 亿元,年复合增长率 34%,为对应 EPS 分别为 0.38 元、0.49 元和 0.68 元。

在养殖景气度高企背景下,公司业绩超预期是大概率事件。无论从饲料角度还是养殖角度,其弹性都是行业最高的,公司是具有较强进攻性的品种。

我们给予公司 11 年 30-35 倍 PE,对应 11.4-13.3 元目标价,买入评级。

◆风险提示:

生猪疫情的扰动;政府对生猪市场的调控。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,459	7,427	10,378	13,699	16,802
营业收入增长率	65.35%	66.59%	39.73%	31.99%	22.65%
净利润(百万元)	54	58	163	210	293
净利润增长率	62.00%	8.02%	180.07%	29.00%	39.96%
EPS(元)	0.12	0.13	0.38	0.49	0.68
ROE(归属母公司) (摊薄)	12.78%	6.31%	15.03%	17.21%	20.77%
P/E	101	94	33	26	18

买入(维持)

当前价/目标价: 12.59/13.3 元

目标期限: 6 个月

分析师

李婕

(执业证书编号: S0930511010001)

联系人

刘晓波

021-2216 9177

liuxb@ebcn.com

王碧玉

021-2216 9316

wangbiyu@ebcn.com

市场数据

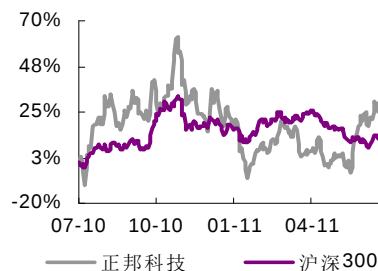
总股本(亿股): 4.31

总市值(亿元): 54.27

一年最低/最高(元): 7.92/22.20

近 3 月换手率: 113.22%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	16.42	49.98	31.39
绝对	21.53	43.37	49.00

相关研报

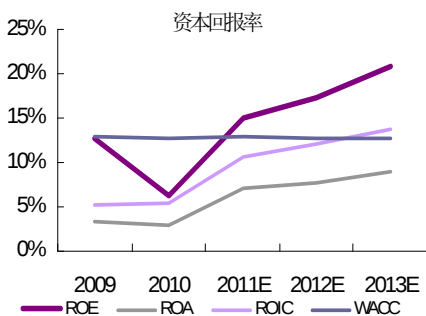
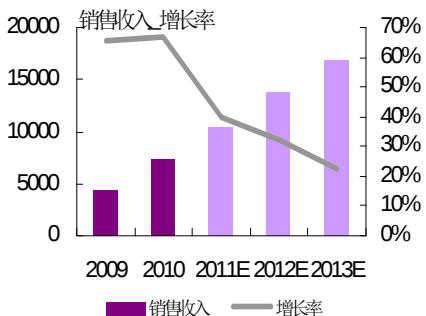
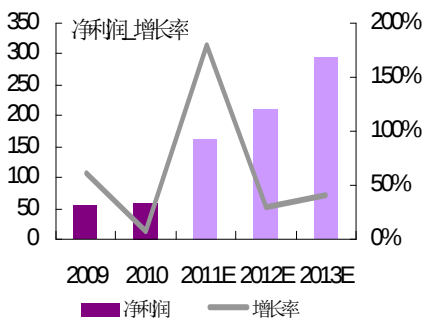
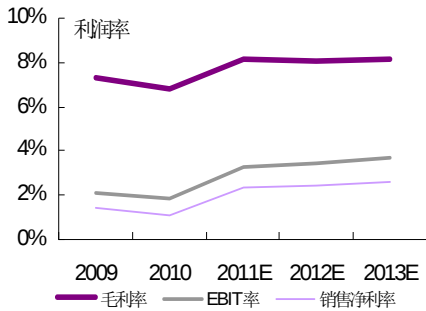
受益养殖景气度,业绩将爆发

..... 2011-06-15

景气度超预期,看好养殖产业链

..... 2011-06-15

按景气度配置大子行业: 养殖与饲料



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,459	7,427	10,378	13,699	16,802
营业成本	4,134	6,919	9,536	12,591	15,426
折旧和摊销	54	89	51	56	60
营业税费	0	0	1	1	1
销售费用	120	188	259	329	403
管理费用	107	177	239	301	353
财务费用	31	53	60	84	98
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	1	1	1
营业利润	64	90	284	392	521
利润总额	77	96	292	400	529
少数股东损益	9	22	80	120	140
归属母公司净利润	53.73	58.04	162.54	209.67	293.45

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,822	2,824	3,461	4,227	4,883
流动资产	1,026	1,734	2,305	3,028	3,693
货币资金	137	395	519	685	840
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	39	107	119	157	193
应收票据	1	1	1	1	2
其他应收款	141	101	135	164	185
存货	536	715	954	1,259	1,543
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	10
固定资产	512	789	841	872	857
无形资产	95	116	111	105	100
总负债	1,171	1,606	2,000	2,509	2,830
无息负债	442	680	758	979	1,173
有息负债	729	926	1,243	1,531	1,657
股东权益	651	1,218	1,461	1,718	2,052
股本	226	269	431	431	431
公积金	37	436	290	311	341
未分配利润	157	214	360	476	641
少数股东权益	230	299	379	499	639

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-223	-92	-14	134	275
净利润	54	58	163	210	293
折旧摊销	54	89	51	56	60
净营运资金增加	389	363	516	501	470
其他	-719	-602	-743	-634	-549
投资活动产生现金流	-354	-268	-119	-99	-49
净资本支出	334	280	100	80	30
长期投资变化	10	10	0	0	0
其他资产变化	-698	-558	-219	-179	-79
融资活动现金流	489	633	257	131	-71
股本变化	0	44	162	0	0
债务净变化	432	197	316	288	126
无息负债变化	257	237	78	221	195
净现金流	-88	273	124	166	155

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	65.35%	66.59%	39.73%	31.99%	22.65%
净利润增长率	62.00%	8.02%	180.07%	29.00%	39.96%
EBITDA 增长率	54.57%	52.94%	73.57%	34.82%	27.47%
EBIT 增长率	31.61%	46.25%	147.46%	38.54%	30.03%
估值指标					
PE	101	94	33	26	18
PB	13	6	5	4	4
EV/EBITDA	28	22	19	15	12
EV/EBIT	43	35	22	17	14
EV/NOPLAT	54	42	26	20	16
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	3	2	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	7.27%	6.84%	8.11%	8.09%	8.19%
EBITDA 率	3.33%	3.06%	3.80%	3.88%	4.03%
EBIT 率	2.12%	1.87%	3.30%	3.47%	3.68%
税前净利润率	1.73%	1.30%	2.82%	2.92%	3.15%
税后净利润率 (归属母公	1.21%	0.78%	1.57%	1.53%	1.75%
ROA	3.42%	2.83%	7.01%	7.80%	8.88%
ROE (归属母公司) (摊	12.78%	6.31%	15.03%	17.21%	20.77%
经营性 ROIC	5.25%	5.46%	10.57%	12.10%	13.69%
偿债能力					
流动比率	1.32	1.34	1.36	1.38	1.46
速动比率	0.63	0.79	0.80	0.80	0.85
归属母公司权益/有息债务	0.58	0.99	0.87	0.80	0.85
有形资产/有息债务	2.32	2.88	2.66	2.67	2.86
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.12	0.13	0.38	0.49	0.68
每股红利	0.00	0.00	0.17	0.23	0.30
每股经营现金流	-0.52	-0.21	-0.03	0.31	0.64
每股自由现金流(FCFF)	-1.37	-1.01	-0.65	-0.30	0.16
每股净资产	0.98	2.13	2.51	2.83	3.28
每股销售收入	10.34	17.23	24.08	31.78	38.98

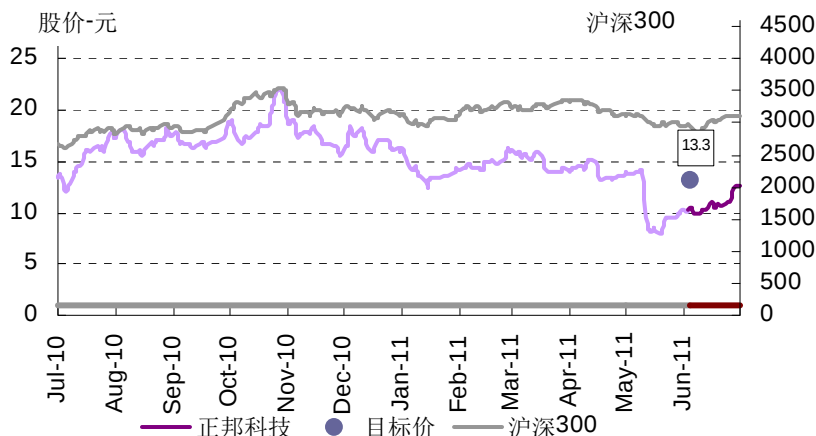
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

正邦科技 (002157)



日期	股价	目标价	评级
2011-06-15	10.37	13.30	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com