

禾丰牧业(603609.SZ) 饲料行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

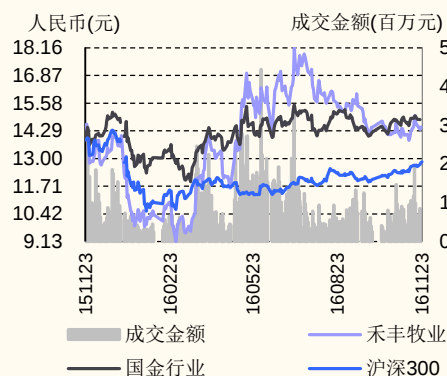
市场价格(人民币): 14.38 元

目标价格(人民币): 16.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	418.39
总市值(百万元)	11,952.32
年内股价最高最低(元)	18.18/9.13
沪深 300 指数	3474.73
上证指数	3241.14



饲料、禽链皆有看点

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.449	0.378	0.505	0.804	0.849
每股净资产(元)	4.28	3.20	3.61	4.31	5.06
每股经营性现金流(元)	0.58	0.55	0.05	0.77	0.34
市盈率(倍)	31.97	35.90	28.58	17.96	17.02
行业优化市盈率(倍)	16.20	27.85	26.75	26.75	26.75
净利润增长率(%)	42.80%	26.31%	33.65%	59.14%	5.55%
净资产收益率(%)	10.48%	11.80%	14.00%	18.64%	16.77%
总股本(百万股)	554.12	831.18	831.18	831.18	831.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 禾丰牧业是我们挑选出来的 17 年可以重点配置的标的, 核心逻辑在于业绩高增长以及偏低的估值, 业绩高增长来源来自于: 后周期饲料板块的景气度趋势性提升, 以及禽养殖屠宰方面大幅提供投资收益; 同时, 作为板块当中质地优良、成长性较好的公司, 目前 18X2017PE 的估值水平仍偏低, 公司是农业板块中 2017 年优良的配置标的之一。
- 公司的主要看点在饲料与禽养殖屠宰两个板块:
- 饲料板块: 1、行业逻辑: 饲料板块后周期大逻辑仍然坚实, 补栏趋势性提升在 2017 年只会延续并有望加速; 成长性方面, 集中度提升伴随规模化比例提升也在稳步推进。2、公司逻辑: 区位优势是禾丰牧业的亮点, 公司地处东北, 符合我国养殖规划的布局趋势, 《全国生猪生产发展规划(2016-2020 年)》中提出, 东北地区被列为潜力增长区, 东北地区的生猪生产除满足本区域需求外, 还重点满足京、津等大中城市供应, 预计猪肉产量年均增长将达到 1%-2%, 在四种规划区域中增速最快, 我们认为低环保压力以及原料优势是其中的重要驱动因素, 公司作为东北饲料领军企业将充分受益。
- 禽养殖屠宰板块: 17 年有望迎量利双升: 公司具有完备的禽养殖产业链, 养殖规模近几年不断扩大, 15、16 年公司屠宰规模预计为 2.1 亿羽、2.7 亿羽(权益占 40%左右), 17 年有望继续增长至超过 3.2 亿羽, 其中自养比例预计在 50%左右, 随着引种量稀缺向下游传导逐步到来, 我们认为公司养殖屠宰业务有望于 17 年迎来大年, 由于公司这块业务主要由联营企业承担, 预计 17 年投资收益将大幅增长。

投资建议

- 我们预计公司 2016-18 年归母净利达到 4.2 亿、6.68 亿和 7.05 亿元, 其中 17 年将是利润大年, 净利润有望同比增长近 60%, 综合考虑给予公司 20X2017PE, 给予“增持”评级, 目标价 16.5 元。

风险: 玉米、豆粕价格上升、生猪补栏速度低于预期、白羽鸡养殖扩张低于预期。

钟凯锋 分析师 SAC 执业编号: S1130513080003
(8621)60230227
zhongkf@gjzq.com.cn

李晓渊 联系人
lixiaoyuan@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况：东北饲料龙头，禽链新势力	4
东北饲料龙头，饲料将迎高速增长	5
公司以猪料为主，东北补栏快，饲料板块潜力巨大	5
位于粮食主产区，创造企业成本优势	6
立足客户需求，建立新型营销模式	7
业务范围向关内、国外延伸，寻求更大成长机会	9
禽链的弹性是明年的看点	9
祖代鸡引种量下降，行业景气来临	9
禽养殖链产能扩张，依托行业景气，业绩将有大幅爆发	9
开拓生猪养殖领域，逐步实现生猪养殖产业链一体化	11
投资建议	11
核心假设	11
估值与投资建议	14

图表目录

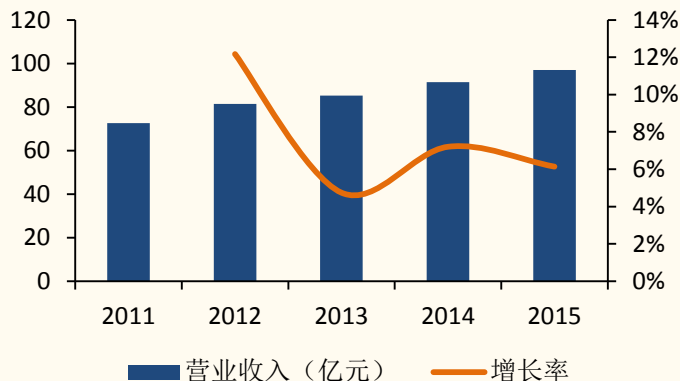
图表 1：禾丰牧业营业收入（亿元）逐年增长	4
图表 2：公司净利润在 2013 年后保持稳步增长	4
图表 3：禾丰牧业营收以饲料业务为主（百万元）	4
图表 4：禾丰牧业毛利以饲料业务为主（百万元）	4
图表 5：公司营业收入的地区分布	5
图表 6：禾丰牧业饲料板块收入结构（单位：百万元）	5
图表 7：禾丰牧业饲料板块毛利结构（单位：百万元）	5
图表 8：生猪存栏回升带动饲料销量上升	6
图表 9：公司饲料成本构成	7
图表 10：东北玉米、大豆产量占全国总产量超 30%	7
图表 11：东北三省玉米价格明显低于全国均价	7
图表 12：公司自主研发养殖方案，提高农户养殖效率	8
图表 13：“逛大集”电商平台上线	8
图表 14：公司业务积极向关内扩张	9
图表 15：祖代鸡引种快速下滑	9
图表 16：鸡肉价格有望逐步上涨	9
图表 17：公司禽产业链下属公司	10
图表 18：屠宰加工板块收入增速爆发	10
图表 19：屠宰加工板块毛利贡献	10
图表 20：公司积极开拓生猪养殖领域	11
图表 21：饲料板块盈利预测	12
图表 22：禽养殖屠宰板块和投资收益预测	13

图表 23: 原料贸易板块盈利预测	13
图表 24: 其他业务板块盈利预测	14

公司概况：东北饲料龙头，禽链新势力

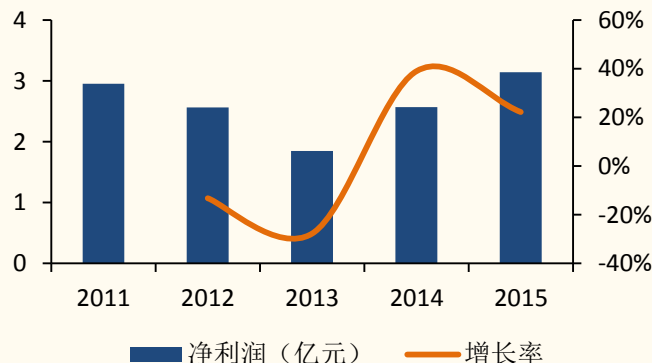
- 禾丰牧业是以饲料生产销售为主业的公司，总部地处辽宁，成立于 2003 年并于 2014 年上市。自 2011 年以来公司营业收入从 72.56 亿上升到 2015 年的 96.96 亿，复合增长率达 7.51%，高于 5.32% 的行业增速，期间受猪周期的影响，下游养殖盈利不佳，公司净利润增速为 1.57%，较为缓慢。但是随着公司产能投产及下游养殖业好转，今年上半年，公司的营业收入达到 50.5 亿，归母净利润 1.85 亿，同比分别大幅增长 18.09%、55.99%。

图表 1：禾丰牧业营业收入（亿元）逐年增长



来源：wind、国金证券研究所

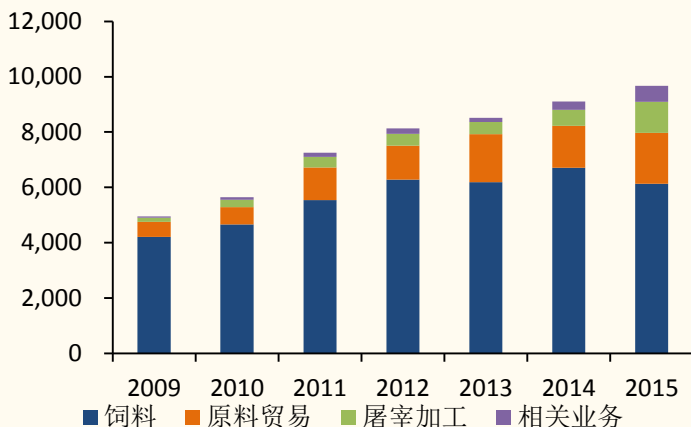
图表 2：公司净利润在 2013 年后保持稳步增长



来源：wind、国金证券研究所

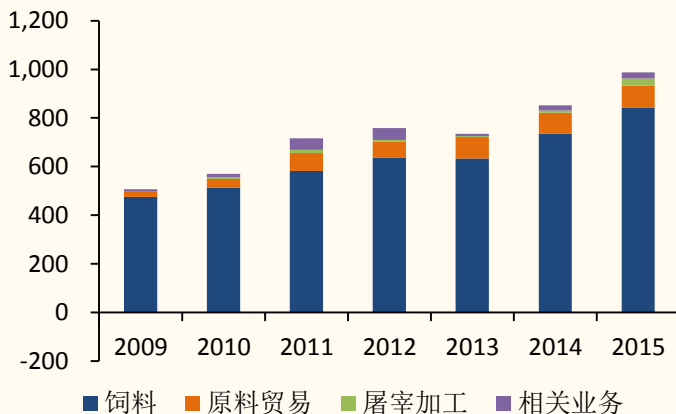
- 以饲料为主业，向产业上下游延伸。公司的业务分为四大板块，分别是饲料业务、原料贸易业务、屠宰加工以及其他板块。饲料为公司的主营业务，2015 年公司饲料收入 61.25 亿元，占公司营业收入的 63%，毛利贡献达到 85.19%。同时，公司还在以饲料业务为核心的基础上，积极向产业上下游延伸：向上游开展原料贸易业务，向下游开展屠宰加工业务。今年上半年原料贸易实现收入 10.35 亿，同比增长 33.83%，屠宰加工实现收入 8.58 亿元，同比增长 96.92%。

图表 3：禾丰牧业营收以饲料业务为主（百万元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 4：禾丰牧业毛利以饲料业务为主（百万元）

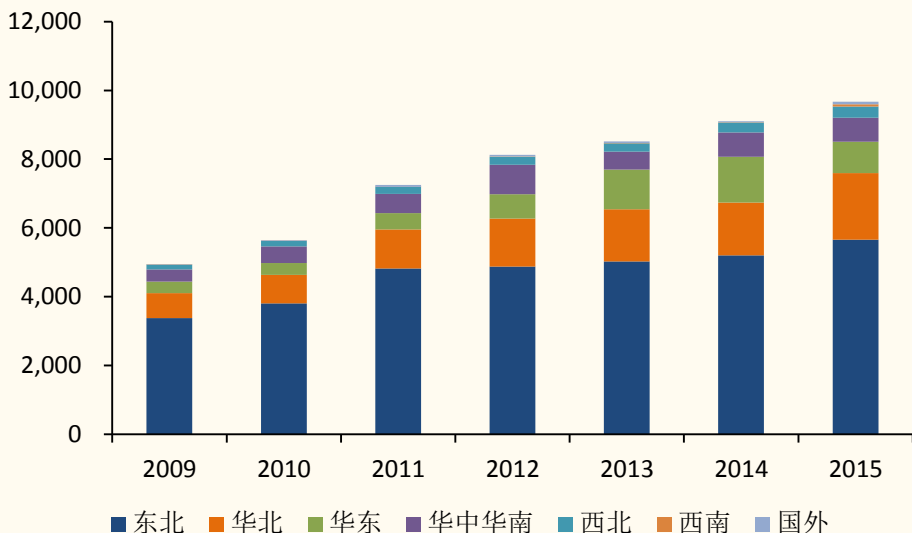


来源：wind、国金证券研究所

- 以东北为根据地，积极开拓国内外市场。公司的业务分布主要集中在东北地区，并且在华北、华东、华中、华南、西北、西南也都有分布。同时，公司还积极开拓海外市场，在朝鲜、尼泊尔都设有主营饲料的分公司。今年 5 月 28 日，公司宣布与伊朗 AGMT 公司合资设立新公司开展饲料业务，新公司中禾丰牧业出资 80%，为公司的控股股东。该公司主要经营水产、家禽预混料及配合饲料的生产和销售。在伊朗设立公司是禾丰牧业开拓海外市场的重要一步，有利于公司在中东地区获得更多的市场机会，通过合

作增加公司的竞争优势，扩大禾丰牧业在业界的影响力。据统计，公司在北朝鲜主要经营的预混料业务每年能实现 1000 万以上净利润，尼泊尔每年也能保证 7、8 万吨饲料销量，同时印度由于其人口基数庞大以及较高的肉蛋奶需求，将来也会成为公司重要的海外市场。

图表 5：公司营业收入的地区分布



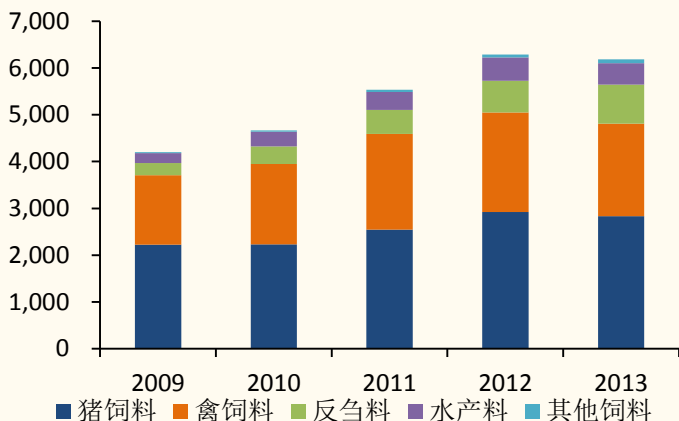
来源：wind、国金证券研究所

东北饲料龙头，饲料将迎高增长

公司以猪料为主，东北补栏快，饲料板块潜力巨大

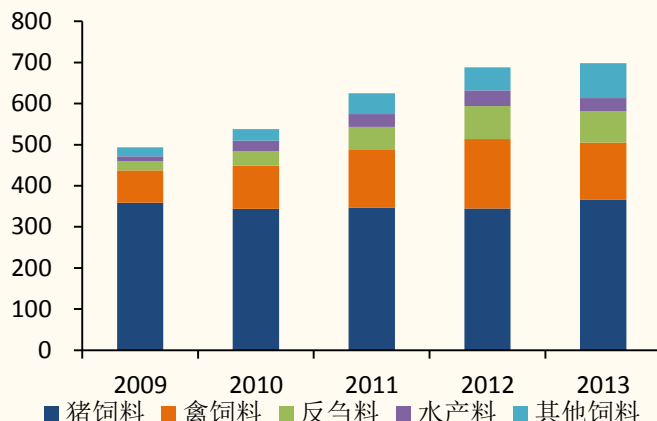
- 公司主要经营猪料和禽料，反刍料和水产料等其他饲料作为补充。其中猪料收入占饲料收入 45% 左右，毛利贡献接近 60%。同时由于公司预混料占比相对较高以及公司地处东北粮仓，两方面共同导致了公司饲料毛利率处于较高水平。

图表 6：禾丰牧业饲料板块收入结构（单位：百万元）



来源：wind、国金证券研究所

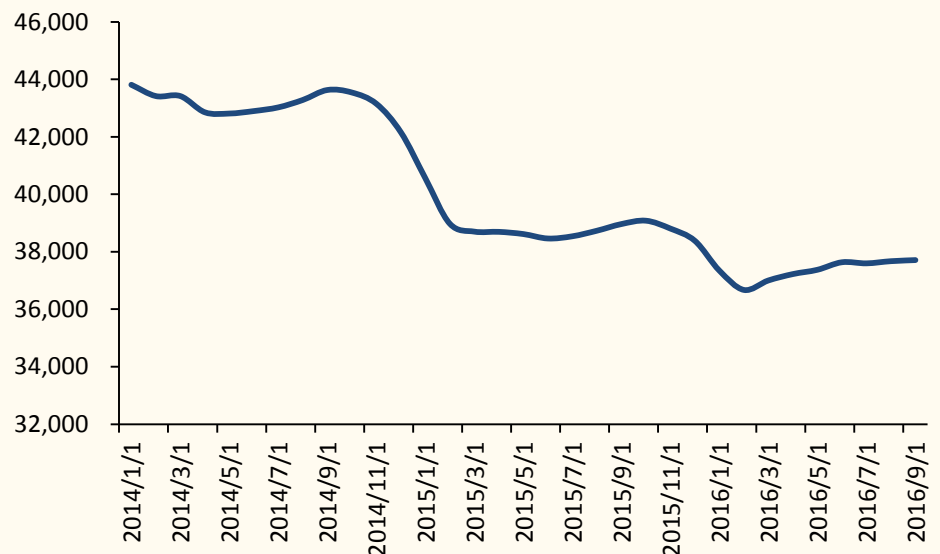
图表 7：禾丰牧业饲料板块毛利结构（单位：百万元）



来源：wind、国金证券研究所

- 养殖业景气度有望持续到明年二季度，行业景气度提升将带动后周期饲料业销量增长。对于饲料销量来说，生猪存栏是影响饲料销量的直接因素，农业部公布的生猪存栏数据持续、缓慢回升。虽然农业部公布的能繁母猪存栏仍在低位徘徊，但高景气下补栏趋势不可逆，并且随着行业 PSY 的提升，后期生猪存栏将回升更加明显。

图表 8：生猪存栏回升带动饲料销量上升



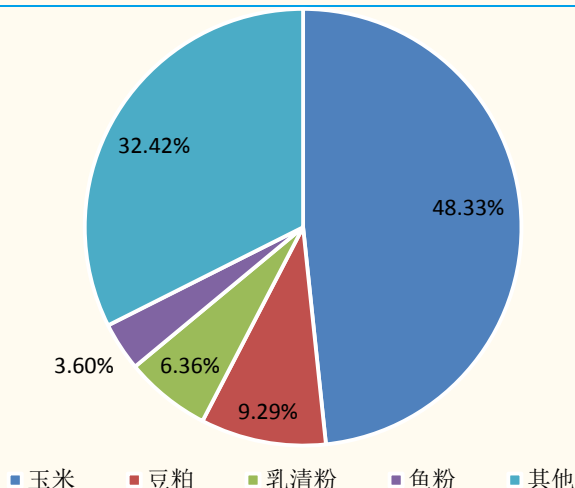
来源：wind、国金证券研究所

- **东北地区养殖业发展环境好，未来增长潜力巨大。**在农业部发布的报告《全国生猪生产发展规划（2016-2020 年）》中，东北地区被列为潜力增长区。该报告指出东北地区发展环境好，增长潜力大，一批产业化龙头企业在该地区建立了生产和加工基地。未来东北地区养殖业发展的主要任务是，发挥资源优势，建设一批高标准种养结合养殖基地；做大做强屠宰加工龙头企业，提升肉品冷链物流配送能力，实现产加销对接；加强良种繁育体系建设，保障种源供给。东北地区的生猪生产发展在满足本区域需求的同时，还可重点满足京、津等大中城市供应，预计猪肉产量年均增长将达到 1%-2%，或将成为我国猪肉产量增加的主要区域。因此，东北地区养殖业未来的快速发展，也将带动饲料销量的增长，而禾丰牧业作为东北地区的饲料龙头，将会受益于这一政策红利。

位于粮食主产区，创造企业成本优势

- **公司近水楼台先得月，具有原材料优势。**公司配合料中玉米占比近 50%，豆粕占比 10%左右，两项合计占比 60%，因此玉米和豆粕价格波动对饲料成本影响较大。玉米、豆粕价格每下降 10%，公司毛利率将提高 6%。而公司地处东北，是我国的粮食主产区，其玉米、大豆产量分别占全国总产量的 34%、35.7%，因此其价格也相对较低。根据我们的统计，东北地区玉米平均价较全国平均水平低 10%左右，豆粕价格比全国平均水平低 0.5%-1.7%。

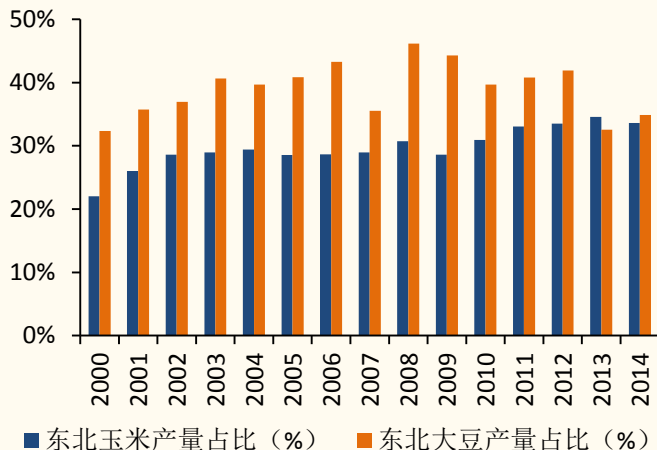
图表 9：公司饲料成本构成



来源：招股说明书、国金证券研究所

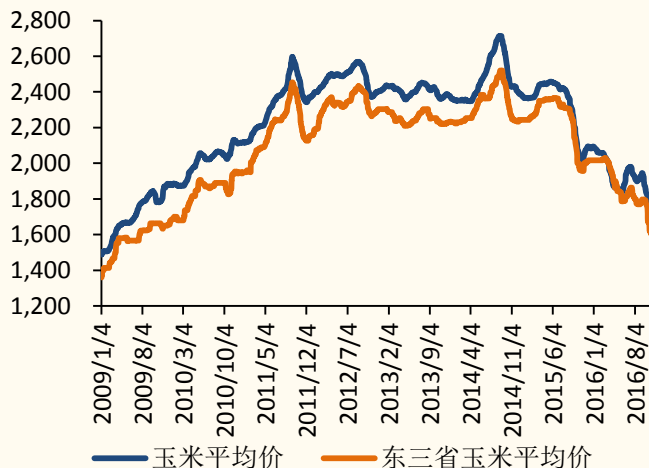
- 同时随着临储政策取消，全国玉米价格与去年同期相比下降超过 12%，东北玉米均价下滑更为严重，达到 17.13%。因此，无论从行业还是公司的角度，禾丰的饲料成本都将有一个明显的下降。

图表 10：东北玉米、大豆产量占全国总产量超 30%



来源：wind、国金证券研究所

图表 11：东北三省玉米价格明显低于全国均价



来源：wind、国金证券研究所

立足客户需求，建立新型营销模式

- **转型直销，为下游提供优质的服务。**为了提高公司市场占有率，公司在重要的区域进一步精耕细作，公司开始从经销商模式向直销模式转型，为更多的养殖场提供更好的服务。目前公司的直销比例已经从上市初期的 22.03% 提升至目前的 35% 左右，未来随着公司对饲料板块的进一步深耕，直销比例有望进一步扩大。
- **“五会”+专家式营销服务模式有效提高企业经营效率。**对中小养殖户销售方面：公司通过长期经验积累，采取企业参观会、产品实证会、新产品推介会、经销商培训会和养殖技术研讨会的“五会”营销服务模式，进行“一对多”销售。针对大中型养殖场：公司采取的是专家式营销，即通过专家的现场诊断，为养殖场提供全面系统、专业化的经营改进方案，并配有专人跟踪改进效果，为其进行远程指导。对于有意愿深度合作的养殖场，公司还派驻技术和管理人员，为客户提供全时的技术支持。
- **以养殖方案的推广，带动饲料产品的销售。**公司通过自主研发，创新了多种养殖方案，通过将养殖方案与饲料产品打包销售，不仅使公司的饲料销

量增长，还为养殖户提供了科学的养殖方案，真正实现了交易双方共赢的局面。公司的这种营销方式一方面可以使饲料产品的效果得到展示，另一方面也增加了客户粘性，推动了产品未来的推广以及公司市场份额的扩大。

图表 12：公司自主研发养殖方案，提高农户养殖效率

营销模式	内容
SAP 养殖盈利模式	公司自主研发的养猪盈利模式或者猪场养殖方案，猪场盈利能力的 80%取决于母猪、仔猪阶段的营养及管理水平。SAP 即特指母猪最佳的繁育状态、哺乳仔猪最佳的消化吸收能力、仔猪和后期的最佳生长潜能。
5-420 养猪盈利模式	哺乳期采食金优奶 5 公斤/天，7 天开食-断奶后 10 天，采食奶黄金 4 公斤/头，断奶后 10 天-60 天，采食金宝玉 20 公斤/头。
BP-300 蛋鸡盈利模式	公司自主研发的高产蛋鸡盈利模式，在蛋鸡的饲养过程中，保证五周龄体重（body weight）达标；强化预产期营养（prelayer）；严格按照阶段饲养（phase & performance）方案，是 72 周龄获得 300 枚蛋和最佳经济效益的有效措施。
HP-蛋鸡盈利模式	公司自主研发的肉鸡养殖模式，按照现代肉鸡生理特点分阶段饲养，供给高质量的饲料，提供快速生长所需的环境条件，有效控制疾病发生，确保鸡群健康，是发挥肉鸡最大遗传潜力，获得最佳生产性能（performance）的有效方案。
“公司+牧场”的营销服务模式	为解决奶牛场、肉牛场等养殖场的经济效益和可持续性发展问题，公司作为专业的反刍动物饲料企业同养殖场合作为其提供技术方面的支撑，公司负责为其提供优质配合精饲料产品和饲喂或饲养方案及专业的技术指导，而养殖场自己配备粗饲料，从公司购买所需精料补充料。对目标客户要求：奶牛或肉牛养殖场的饲养量大于 500 头，精饲料产品需求量多于 100 吨/月。
标准鱼塘放养模式	标准鱼塘放养模式就是根据水面和水的容量，在保证水质的前提下，合理地规范放养密度；在不同水温 and 生长阶段，合理地投放饲喂量以确保饲料利用效率最高、水质污染程度最小、饵料系数最低、鱼的长势最好、鱼的产量最高和养殖户经济效益最大。

来源：招股说明书、国金证券研究所

- “逛大集”平台上线，企业开始涉足互联网+模式。2015 年 12 月 30 日，公司逛大集电商平台上线试运行，标志着公司正式涉足“互联网+农业”模式。逛大集电商平台充分发挥了禾丰牧业 20 年的农业龙头企业优势，以电商系统开发、运营及增值服务为核心业务，以正品、正宗的农资、农产品为主要经营品种，打造闭环 O2O 服务体系，整合优化行业资源，减少中间环节，提高企业经营效率。

图表 13：“逛大集”电商平台上线



来源：公司官网、国金证券研究所

业务范围向关内、国外延伸，寻求更大成长机会

- 公司是东北饲料的龙头，2015 年公司在东北的收入占公司总收入的 58.4%。但是随着公司快速扩张，公司也开始积极向关内和国外进行扩张，寻求更大的发展空间。目前公司在河南、甘肃、河北、湖北以及山西省都设有饲料、屠宰养殖项目。
- 2015 年 12 月 4 日，公司宣布出资 4 亿元设立天津禾丰牧业有限公司，主要经营预混料、浓缩料、配合饲料的生产和销售。在天津投资新建公司关内区总部及饲料生产基地，将推动公司在关内区资源的高效整合与优势互补，扩大公司的销售规模和市场范围，提升公司的品牌知名度和收益回报。

图表 14：公司业务积极向关内扩张

项目名称	预算数（元）	期末余额（元）	工程进度（%）
焦作禾丰-反刍饲料二期生产工程	19,970,000.00	346,052.00	97
开封禾丰-养殖厂与屠宰厂项目	90,000,000.00	1,483,707.70	99.9
凌源禾丰-年产 10 万吨反刍饲料加工项目	10,800,000.00	8,568,872.00	90
兰考禾丰-预混料及高档乳猪料生产线	30,000,000.00	451,651.00	98
唐山禾丰-10 万吨饲料生产线项目	23,000,000.00	1,022,000.00	99
兰考天地饲料-新厂区建设工程	34,860,000.00	19,686,927.00	80
荆州禾丰农业-水产工业园项目	80,000,000.00	36,285,638.62	70
山西禾丰-新厂区建设项目	56,000,000.00	4,122,510.00	40
唐山禾丰-散装料仓和设备项目	10,000,000.00	2,582,000.00	30

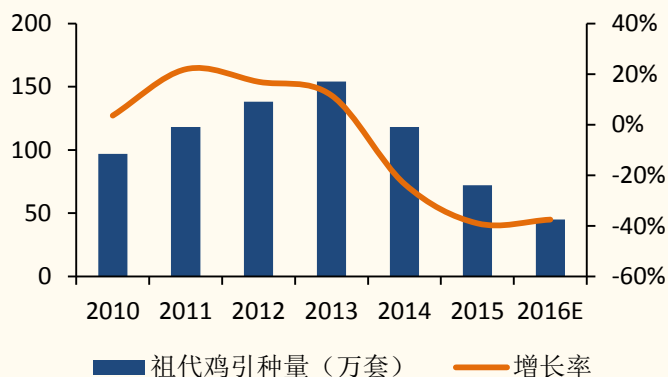
来源：2016 半年报、国金证券研究所

禽链的弹性是明年的看点

祖代鸡引种量下降，行业景气来临

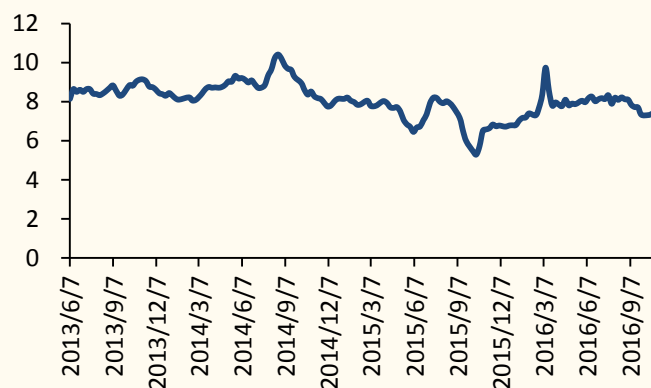
- 主要祖代鸡引种国爆发禽流感，导致祖代鸡引种量下滑。因美、法封关，我国祖代鸡引种量从 2014 年开始大幅下降，14、15 年分别同比减少了 23% 与 39%，今年祖代鸡引种量也出现了大幅下滑，相对 80 万套的均衡引种量差距仍比较大。根据禽养殖的周期判断，祖代鸡对商品鸡出栏量产生影响的时间在 14 个月到 2 年 3 季度左右，因此目前我国白羽肉鸡出栏量主要是由 14、15 年祖代鸡数量决定。也就是说，由于 14、15 年祖代鸡进口量下滑，我国商品鸡出栏量也出现明显下滑，行业将迎来一轮景气，而明年随着 15、16 年引种断崖式下滑，我国商品代鸡有望迎来养殖景气度高峰。

图表 15：祖代鸡引种快速下滑



来源：公开信息、国金证券研究所

图表 16：鸡肉价格有望逐步上涨



来源：wind、国金证券研究所

禽养殖链产能扩张，依托行业景气，业绩将有大爆发

- 受益产能扩张+养殖景气度回升，禽链弹性成为明年看点。公司于 2008 年开始了肉鸡产业一条龙经营的尝试，通过设立和入股其他公司来进行相关

业务拓展，随后公司在 15 年 12 月宣布投资 4 亿元设立平原禾丰食品加工有限公司，今年 10 月，公司拟在德惠市境内采用“公司+现代家庭农场+标准养殖模式+担保公司+金融机构”的标准化养殖模式，投资和运营白羽肉鸡产业链项目，进一步完善和延伸禾丰牧业肉鸡产业链。目前禽养殖屠宰业务由大连华康新新食品有限公司等 18 家公司进行运营，权益约占 40% 左右，其中自养比例达到 50%。目前禾丰已经跻身全国白羽肉鸡屠宰三巨头之一，其主要产品包括鸡胸、鸡腿、鸡翅、鸡爪。

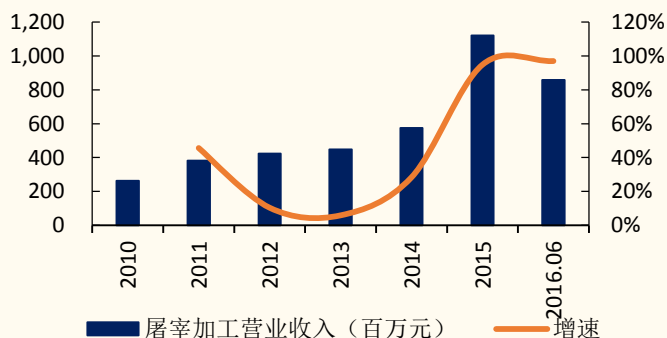
图表 17：公司禽产业链下属公司

公司名称	公司性质	主营业务
大连禾源牧业有限公司	子公司	禽类养殖、销售
大连华康新新食品有限公司	子公司	鸡肉产品
大连中佳食品有限公司	子公司	屠宰及肉类初加工
辽宁禾丰食品有限公司	子公司	速冻调理肉制品加工
扶余禾丰陶赖昭禽业养殖有限公司	子公司	禽类养殖、销售
盘锦禾丰九股河食品有限公司	子公司	生肉销售
开封禾丰肉类食品有限公司	子公司	鸡肉产品
濮阳禾丰食品有限公司	子公司	肉鸡养殖、屠宰分割、熟食品加工销售
平原禾丰食品加工有限公司	子公司	肉鸡屠宰、加工、销售；毛鸡收购；肉类制品加工、销售
大连华康成三牧业有限公司	联营企业	种鸡饲养、鸡雏孵化、肉鸡放养、饲料加工
大连华康牧业有限公司	联营企业	饲料及饲料原料生产、销售；农副产品购销；家禽饲养
鞍山市九股河食品有限责任公司	联营企业	肉鸡屠宰、加工、销售
葫芦岛九股河食品有限公司	联营企业	肉鸡屠宰、加工、销售
台安县九股河农业发展有限公司	联营企业	饲料、原料加工；商品鸡鸭饲养；肉鸡肉鸭屠宰、加工
台安九丰牧业有限公司	联营企业	种鸡饲养孵化、销售
海城新鸿尊达牧业有限公司	联营企业	蛋鸡屠宰加工；种鸡饲养、孵化；饲料生产
黑龙江禾丰成三牧业有限公司	联营企业	种鸡孵化、饲料生产、肉鸡养殖及肉鸡产品加工
丹东禾丰成三食品有限公司	联营企业	种鸡饲养、鸡雏孵化、饲料加工、肉鸡屠宰加工

来源：公司公告、国金证券研究所

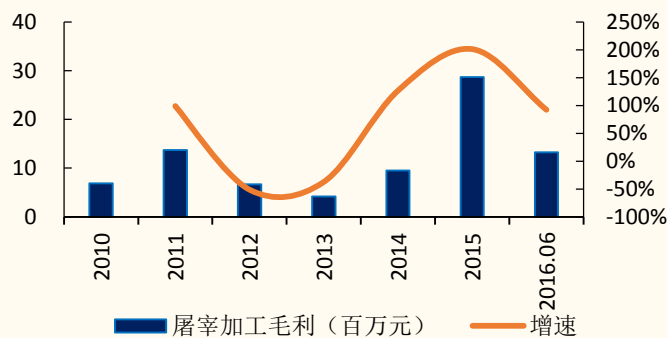
- 2015 年，公司的屠宰加工板块在市场低潮期逆势扩张，放养量、屠宰量同比大幅增长；在屠宰能力、养殖规模上快速发展，已建成集种鸡、孵化、养殖、屠宰和加工为一体的产业链。其中 2015 年公司屠宰 2.1 亿羽鸡，纳入合并报表的为屠宰加工板块贡献收入 11.2 亿元，约 6000 多万羽，屠宰加工板块营收增速达到了 94%，占公司总营业收入的 11.55%，首次超过 10%。今年上半年该板块仍实现加速扩张，同比增速达到 97%，预计今年公司有望屠宰 2.6-2.8 亿羽鸡。同时公司通过与祖代鸡场进行战略合作，公司取得了这些鸡场优先购买权，因此保证了在全国祖代鸡不足的大背景下企业也能保持充足的肉鸡存量，明年屠宰量有望达到 3-3.2 亿羽。

图表 18：屠宰加工板块收入增速爆发



来源：wind、国金证券研究所

图表 19：屠宰加工板块毛利贡献



来源：wind、国金证券研究所

- **形成养殖产业闭环，保证充足肉鸡产能供给。**在屠宰加工板块高速增长的态势下，公司目前已建成集种鸡饲养、肉鸡孵化、商品鸡养殖、屠宰加工和销售为一体的产业链。公司禽养殖链主要表现为“公司+农场”的养殖模式，即将鸡苗交由农户养殖，并在养殖过程中为养殖户提供重要的生产资料，如种苗、饲料等。一方面，公司禽饲料的 90%都用于喂养公司自产肉鸡，料肉比达到棚前 1.55-1.6，处于行业内较高水平，另一方面也可以通过建立一体化的服务体系增加客户粘性，扩大公司的饲料销量。

开拓生猪养殖领域，逐步实现生猪养殖产业链一体化

- **签订多个协议，积极扩大生猪养殖产能。**为了进一步拓宽公司的业务结构，为公司提供新的增长点，公司在禽养殖链取得高速增长的同时，还积极布局生猪养殖。2016 年以来，公司已经签订了多个战略合作框架协议，合作方包括吉林省德惠市人民政府、利辛县人民政府、佳和农牧股份有限公司以及菲律宾的四个自然人。

图表 20：公司积极开拓生猪养殖领域

合作方	公告时间	协议内容
佳和农牧股份有限公司	2016.8.16	为了充分发挥合作双方的优势，进一步整合资源，合作双方以张家口佳和农牧有限公司为主体，对其进行投资，进行生猪的饲养、祖代父母代种猪场建设。
利辛县人民政府	2016.9.13	禾丰牧业在利辛县境内投资和运营生猪养殖、饲料加工和有机肥加工等为一体的 40-60 万头生猪产业化项目。采用“公司+现代家庭农场”的标准化养殖模式，建设相应规模的种猪场、养殖小区及有机肥加工示范场。同时，公司也享受利辛县招商引资的相关政策，以及利辛县鼓励农业发展、保障路通、电通的相关政策，并且公司在用地、用水、排污、项目建设、项目贷款、企业发展等方面得到当地政府政策允许下的支持。
Jhoenson Sy Siy(菲律宾)、John David Podriguez Comeque (菲律宾)、Nickson Gabrillo Shi (菲律宾)、Winnie Mandocdoc Co (菲律宾)	2016.10.22	本着“平等互利、协商一致、等价有偿、共同发展”的原则，双方在菲律宾境内合资成立公司 GOLDEN HARVESTA INC，公司注册资本为 700 万元人民币，主要经营生猪养殖与销售、畜禽饲料生产与销售。本次合作会对公司在海外市场的拓展产生积极影响，增加本公司竞争优势，扩大禾丰牧业在业界的影响力。

来源：公司公告、国金证券研究所

- 同时，公司在安徽省利辛县、河北张家口成立生猪养殖场，有利于公司利用自身已经比较成熟的饲料生产工艺，逐步实现产业链一条龙生产模式，而且公司已经在禽养殖链的建立上积累了成功经验，相信未来生猪养殖业务增长也会很快。公司发展生猪养殖业务，一方面可以利用公司已有的客户资源和技术优势，以公司自有的饲料来饲喂生猪，实现利润内部化，减弱下游养殖业价格波动对饲料业产生的风险，另一方面也可以通过养殖业务的多元化降低公司的经营风险，在禽养殖受挫时生猪养殖可能也会为企业带来一定的现金流，从而保持公司的稳步经营。

投资建议

核心假设

- **饲料板块：**受益生猪补栏持续、缓慢回升以及公司自养白羽鸡规模快速扩张，我们认为公司 16-18 年的饲料销量也将受益猪料和禽料的扩张而快速扩张。因此我们预计公司 2016-2018 年饲料销量有望达到 227 万吨、259.5 万吨和 284 万吨。同时预计 16-18 年玉米价格维持相对低位，东北作为全国粮食主产区，也将使企业的毛利率保持一个较高的水平，因此我们预计公司饲料板块在 16-18 年将贡献收入 66.1 亿元、75.45 亿元和 83.12 亿元，贡献毛利 9.65 亿元、11.32 亿元、12.72 亿元。

图表 21：饲料板块盈利预测

项目	2016E	2017E	2018E
猪料			
平均售价 (元/吨)	3,350.00	3,300.00	3,320.00
增长率 (YOY)	-4.96%	-1.49%	0.61%
销售数量 (万吨)	97.42	120.00	127.00
增长率 (YOY)	18.80%	23.18%	5.83%
销售收入 (百万元)	3,263.57	3,960.00	4,216.40
禽料			
平均售价 (元/吨)	2,610.00	2,580.00	2,600.00
增长率 (YOY)	-4.04%	-1.15%	0.78%
销售数量 (万吨)	88.72	99.00	112.00
增长率 (YOY)	18.29%	11.59%	13.13%
销售收入 (百万元)	2,315.59	2,554.20	2,912.00
反刍料			
平均售价 (元/吨)	2,170.00	2,140.00	2,160.00
增长率 (YOY)	-3.78%	-1.38%	0.93%
销售数量 (万吨)	30.00	28.00	29.00
增长率 (YOY)	-20.52%	-6.67%	3.57%
销售收入 (百万元)	651.00	599.20	626.40
水产料			
平均售价 (元/吨)	3,500.00	3,450.00	3,480.00
增长率 (YOY)	-5.41%	-1.43%	0.87%
销售数量 (万吨)	10.86	12.50	16.00
增长率 (YOY)	16.97%	15.10%	28.00%
销售收入 (百万元)	380.10	431.25	556.80
平均售价 (元/吨)	2,830.00	2,750.00	2,790.00
增长率 (YOY)	-5.73%	-2.83%	1.45%
销售数量 (万吨)	227.00	259.50	284.00
增长率 (YOY)	11.26%	14.32%	9.44%
饲料销售收入合计 (百万元)	6,610.26	7,544.65	8,311.60
增长率 (YOY)	7.92%	14.14%	10.17%
毛利率	14.60%	15.00%	15.30%
销售成本 (百万元)	5,645.16	6,412.95	7,039.93
平均成本 (元/吨)	2,486.86	2,471.27	2,478.85
增长率 (YOY)	6.84%	13.60%	9.78%
毛利 (百万元)	965.10	1,131.70	1,271.67
增长率 (YOY)	14.70%	17.26%	12.37%
占总销售额比重	28.63%	28.56%	26.24%
占主营业务利润比重	79.19%	79.80%	79.44%

来源：国金证券研究所

- **禽养殖屠宰板块：**受益公司产能扩张和行业景气度回升，公司禽养殖屠宰板块有望于 17 年迎来大年。由于公司禽养殖屠宰板块有控股子公司和非控股公司两种类型，因此禽养殖屠宰板块收益将分别计入屠宰加工板块和投资收益中，我们预计公司 16-18 年禽养殖量分别为 2.7 亿羽、3.2 亿羽和 4 亿羽，其中我们预计 16-18 年公司纳入公司合并报表的屠宰加工板块贡献销售收入 19.88 亿元、31.2 亿元、41.6 亿元，贡献毛利分别为 3380 万元、3744 万元、10400 万元。

- 由于公司禽养殖屠宰业务主要由联营企业承担，16年公司屠宰规模预计为2.7亿羽，17年有望继续增长至超过3.2亿羽，其中权益占比40%，自养比例预计在50%左右，因此预计17年投资收益将大幅增长，我们预计16-18年投资收益的分别为0.84亿、3亿与2.5亿。

图表 22：禽养殖屠宰板块和投资收益预测

项目	2016E	2017E	2018E
屠宰加工			
平均售价（元/羽）	19.12	24.00	26.00
增长率（YOY）	4.86%	25.52%	8.33%
销售数量（万羽）	10,400.00	13,000.00	16,000.00
增长率（YOY）	69.40%	25.00%	23.08%
销售收入（百万元）	1,988.48	3,120.00	4,160.00
增长率（YOY）	77.62%	56.90%	33.33%
毛利率	1.70%	1.20%	2.50%
单羽成本（百万元）	18.79	23.71	25.35
销售成本（百万元）	1,954.68	3,082.56	4,056.00
增长率（YOY）	79.19%	57.70%	31.58%
毛利（百万元）	33.80	37.44	104.00
增长率（YOY）	17.91%	10.76%	177.78%
占总销售额比重	17.44%	22.50%	25.88%
占主营业务利润比重	2.77%	2.64%	6.50%
投资收益			
	84.48	300	250

来源：国金证券研究所

- **原料贸易板块：**原料贸易板块自上市以来稳定增长，我们预计这部分业务在16-18年业绩将会保持一个稳定的增长，贡献销售收入21亿元、22亿元、23亿元，实现毛利1亿元、0.99亿元和1.1亿元。

图表 23：原料贸易板块盈利预测

	2016E	2017E	2018E
销售收入（百万元）	2,100.00	2,200.00	2,300.00
增长率（YOY）	13.70%	4.76%	4.55%
毛利率	4.80%	4.50%	4.70%
销售成本（百万元）	1,999.20	2,101.00	2,191.90
增长率（YOY）	13.96%	5.09%	4.33%
毛利（百万元）	100.80	99.00	108.10
增长率（YOY）	8.67%	-1.79%	9.19%
占总销售额比重	18.42%	15.87%	14.31%
占主营业务利润比重	8.27%	6.98%	6.75%

来源：国金证券研究所

- **其他业务板块：**公司的其他业务在11-15年始终保持相对快速增长，但是板块毛利率与生猪养殖周期相关性较高，因此我们预计这部分业务在16-18年的销售收入为7亿元、10亿元、13亿元，实现毛利1.19亿元、1.5亿元和1.17亿元。

图表 24：其他业务板块盈利预测

其他业务板块	2016E	2017E	2018E
销售收入（百万元）	700.00	1,000.00	1,300.00
增长率（YOY）	20.64%	42.86%	30.00%
毛利率	17.00%	15.00%	9.00%
销售成本（百万元）	581.00	850.00	1,183.00
增长率（YOY）	4.61%	46.30%	39.18%
毛利（百万元）	119.00	150.00	117.00
增长率（YOY）	379.07%	26.05%	-22.00%
占总销售额比重	6.14%	7.21%	8.09%
占主营业务利润比重	9.76%	10.58%	7.31%

来源：国金证券研究所

估值与投资建议

- 公司地处东北，具有得天独厚的粮源优势，同时作为养殖快速扩张的东北，未来公司销量增速有望持续高于全国增速，在扎根东北的同时，公司向关内和国外扩张，也会大幅提升公司饲料销量。同时，公司布局禽养殖，公司产能快速扩张，恰逢禽养殖景气度来临，盈利有望大幅增加。因此我们预计公司 16-18 年净利润为 4.2 亿、6.68 亿、7.05 亿，其中 17 年将是利润大年，净利润有望同比增长近 60%，给予公司 20×17PE，给予“增持”评级，目标价 16.5 元。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	8,525	9,139	9,696	11,411	13,889	16,097
增长率		7.2%	6.1%	17.7%	21.7%	15.9%
主营业务成本	-7,789	-8,269	-8,696	-10,180	-12,447	-14,471
%销售收入	91.4%	90.5%	89.7%	89.2%	89.6%	89.9%
毛利	736	870	1,000	1,231	1,442	1,626
%销售收入	8.6%	9.5%	10.3%	10.8%	10.4%	10.1%
营业税金及附加	-2	-2	-1	-2	-2	-2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-275	-281	-330	-377	-464	-547
%销售收入	3.2%	3.1%	3.4%	3.3%	3.3%	3.4%
管理费用	-212	-249	-254	-306	-375	-436
%销售收入	2.5%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	247	339	414	546	601	640
%销售收入	2.9%	3.7%	4.3%	4.8%	4.3%	4.0%
财务费用	-61	-54	-43	-42	-38	-18
%销售收入	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-7	-5	-10	-30	-4	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	26	15	16	84	300	250
%税前利润	11.2%	4.5%	3.9%	14.4%	33.5%	27.5%
营业利润	204	294	377	558	860	871
营业利润率	2.4%	3.2%	3.9%	4.9%	6.2%	5.4%
营业外收支	26	34	32	27	35	37
税前利润	230	328	409	585	895	908
利润率	2.7%	3.6%	4.2%	5.1%	6.4%	5.6%
所得税	-46	-71	-85	-117	-174	-172
所得税率	19.8%	21.6%	20.7%	20.0%	19.5%	19.0%
净利润	185	257	324	468	720	735
少数股东损益	11	9	10	48	52	30
归属于母公司的净利润	174	249	314	420	668	705
净利率	2.0%	2.7%	3.2%	3.7%	4.8%	4.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	185	257	324	468	720	735
非现金支出	92	104	130	155	136	129
非经营收益	28	37	21	-76	-301	-273
营运资金变动	-167	-75	-14	-506	87	-306
经营活动现金净流	137	324	460	41	642	286
资本开支	-228	-196	-236	-377	-300	-24
投资	-2	-139	92	-101	-70	-80
其他	4	6	8	84	300	250
投资活动现金净流	-226	-328	-136	-393	-70	146
股权募资	16	475	59	0	0	0
债务募资	251	-409	-46	365	-429	-298
其他	-97	-125	-73	-127	-123	-103
筹资活动现金净流	170	-59	-60	237	-552	-402
现金净流量	81	-63	265	-116	20	30

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	523	466	736	620	640	670
应收款项	79	127	239	380	345	444
存货	1,095	988	937	1,198	1,329	1,585
其他流动资产	176	275	241	333	323	339
流动资产	1,873	1,857	2,153	2,532	2,637	3,037
%总资产	52.9%	50.8%	52.4%	51.9%	50.1%	53.4%
长期投资	291	295	345	445	515	595
固定资产	1,137	1,243	1,327	1,475	1,636	1,529
%总资产	32.1%	34.0%	32.3%	30.2%	31.1%	26.9%
无形资产	220	232	238	263	276	276
非流动资产	1,671	1,799	1,959	2,348	2,628	2,647
%总资产	47.1%	49.2%	47.6%	48.1%	49.9%	46.6%
资产总计	3,544	3,656	4,112	4,880	5,264	5,684
短期借款	953	389	568	962	534	235
应付款项	495	454	523	545	707	766
其他流动负债	-17	-5	68	63	78	84
流动负债	1,430	838	1,158	1,571	1,318	1,086
长期贷款	215	243	30	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,644	1,081	1,188	1,571	1,318	1,086
普通股股东权益	1,719	2,373	2,662	2,999	3,584	4,206
少数股东权益	181	202	262	310	362	392
负债股东权益合计	3,544	3,656	4,112	4,880	5,264	5,684

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.367	0.449	0.378	0.505	0.804	0.849
每股净资产	3.625	4.282	3.203	3.608	4.312	5.061
每股经营现金净流	0.290	0.585	0.554	0.049	0.772	0.344
每股股利	0.040	0.050	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	10.14%	10.48%	11.80%	14.00%	18.64%	16.77%
总资产收益率	4.91%	6.80%	7.64%	8.60%	12.69%	12.41%
投入资本收益率	6.47%	8.28%	9.33%	10.23%	10.80%	10.73%
增长率						
主营业务收入增长率	4.75%	7.20%	6.09%	17.68%	21.72%	15.90%
EBIT 增长率	-27.97%	36.97%	22.33%	31.81%	10.06%	6.45%
净利润增长率	-26.85%	42.80%	26.31%	33.65%	59.14%	5.55%
总资产增长率	16.19%	3.15%	12.50%	18.66%	7.88%	7.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.4	3.5	6.1	11.0	8.0	9.0
存货周转天数	47.9	46.0	40.4	43.0	39.0	40.0
应付账款周转天数	15.6	14.7	12.7	12.3	11.9	12.0
固定资产周转天数	38.4	46.6	45.6	40.7	35.3	29.6
偿债能力						
净负债/股东权益	33.89%	6.31%	-4.74%	10.30%	-2.73%	-9.49%
EBIT 利息保障倍数	4.0	6.3	9.6	12.9	15.9	34.8
资产负债率	46.40%	29.56%	28.90%	32.20%	25.05%	19.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD